

A crise cambial e seus desdobramentos*

*Álvaro Antônio Garcia***

Quando os críticos diziam que o câmbio estava sobrevalorizado e que a política de extrema dependência do capital externo era insustentável a longo prazo, o Governo respondia com um argumento tão simples quanto duvidoso: o barateamento relativo dos produtos importados forçava a modernização do parque industrial nacional, o que era facilitado pelo menor custo dos bens de capital adquiridos no Exterior. Então, à medida que a indústria fosse se tornando competitiva internacionalmente, o País readquiriria sua capacidade exportadora, trazendo, via comércio exterior, os dólares necessários para reduzir sua dependência do capital externo. Nesse período de transição, nunca bem definido quanto ao tempo de duração, uma série de medidas seriam tomadas, dentre as quais a privatização de empresas estatais, o que, por um lado, retiraria do Estado o custo de sua constante modernização e, por outro, traria divisas sob a forma de investimento estrangeiro direto. Assim, ao mesmo tempo em que se obtinha um controle sobre a inflação, estava em gestação um parque industrial renovado que muitos recursos traria ao País no futuro. Por essa lógica, não se podia mexer no câmbio.

Entretanto o sucesso dessa estratégia dependia de um fluxo contínuo de capital externo. Qualquer interrupção poria em risco a política de câmbio "fixo". Foi o que aconteceu após as crises do México (dezembro de 1994), do Sudeste Asiático (outubro de 1997) e da Rússia (agosto de 1998). Em todos esses momentos, a resposta do Governo foi a mesma, qual seja, a de elevar as taxas de juros e esperar o "vendaval" passar. É óbvio que a opção pela política de juros altos tinha custos, dentre os quais a queda da atividade econômica, a elevação

* Este texto foi elaborado com dados disponíveis até 15 de junho de 1999.

** Economista, Técnico da FEE e Professor da Unisinos.

O autor agradece aos Economistas Beky Moron de Macadar, Roberto S. C. Marcantonio e Teresinha da Silva Bello pelos comentários e sugestões à versão preliminar do texto e ao estagiário Mario Della Casa pela sua colaboração na coleta e organização das informações.

do déficit nas contas públicas e o aumento da dívida externa. No entanto, sob a ótica das autoridades monetárias, esta ainda era uma política preferível à da flutuação cambial. Assim, a âncora mantinha-se firme, segurando a inflação.

Mas, à medida que essas crises externas iam se sucedendo, a economia brasileira ficava cada vez mais vulnerável a ataques especulativos. O aumento das dívidas externa e interna gerava insegurança no investidor — tanto estrangeiro quanto nacional —, que, ao menor sinal de instabilidade, ameaçava com a retirada de recursos. Para mantê-los, o Governo foi-se obrigando a oferecer mais garantias, principalmente contra a desvalorização cambial.

No entanto, após a crise russa, a elevação da taxa de juros foi insuficiente para atrair capitais externos no volume adequado para garantir a paridade cambial, que só foi sustentada com a perda de divisas. Como última tentativa para manter a política de câmbio vigente, o Brasil conseguiu, em troca de um maior arrocho fiscal, negociar um acordo liderado pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), que lhe assegurou um determinado volume de recursos e, por conseguinte, uma sobrevida para o regime cambial de taxas “fixas”.

Todavia, por razões que se verão mais adiante, nos primeiros dias de janeiro de 1999, reiniciou-se o ataque especulativo contra o real. Sentindo que poderia perder todas as suas reservas, caso buscasse manter a paridade cambial em vigor, o Brasil ainda tentou uma saída administrada, abrindo espaço para uma mididesvalorização com o alargamento da banda cambial. Essa política não durou 48 horas. Tão logo foi anunciada, o mercado jogou a taxa para o teto, deixando o Governo sem alternativas senão continuar bancando o ataque ou deixar a moeda flutuar. Naquela altura, seria “suicídio econômico” qualquer saída que não a de flexibilizar o câmbio. E assim foi feito.

O objetivo deste texto é o de analisar a crise cambial do início de 1999 e seus desdobramentos sobre o setor externo da economia brasileira, ao longo dos quatro meses seguintes. Inicialmente, são relatados alguns acontecimentos anteriores ao epicentro da crise com o intuito de demonstrar que esta foi uma crise recorrentemente anunciada. Posteriormente, apresenta-se a fase crítica da passagem de uma taxa de câmbio “fixa” para uma taxa de câmbio flutuante. Mais adiante, comenta-se sobre o relativo desafogo nas contas externas a partir da volta do capital estrangeiro. Depois, analisa-se o comportamento das principais contas do balanço de pagamentos, procurando detectar novas tendências a partir da mudança do regime cambial. Nas considerações finais, a par de uma rápida retrospectiva sobre os desdobramentos imediatos à crise cambial, especula-se sobre as possibilidades de a recuperação da economia brasileira manter-se no médio e no longo prazo.

1 - Os antecedentes

A crise do setor externo da economia brasileira, que forçou a mudança do regime cambial e uma expressiva desvalorização do real foi, como já mencionado, uma situação recorrentemente anunciada. A estratégia de manter a taxa de câmbio como âncora no combate à inflação havia levado a uma valorização tão significativa da moeda nacional nos primeiros meses do Plano Real, que o lento e gradual processo de desvalorização, colocado em prática dois anos mais tarde, não conseguiu compensar. Embora fosse claro o risco inerente a essa opção gradualista, o sucesso no combate à inflação havia sido tão retumbante, que os mentores do Plano resistiram o que puderam a mudanças na política da âncora cambial.

O êxito dessa política estava alicerçado no afluxo de capitais externos, fundamentais para cobrir o déficit em transações correntes e ainda garantir um nível razoável de reservas em moeda estrangeira. A obtenção desses recursos era crucial para a manutenção da taxa de câmbio como âncora, de tal sorte que, quando aconteciam crises no sistema financeiro internacional que abalavam a confiança dos investidores externos em mercados emergentes, o Brasil se via obrigado a responder com a elevação de juros, como forma de atrair, pelo menos, os chamados capitais especulativos. Porém, devido à sucessão de crises que abalaram o sistema financeiro internacional nos últimos anos, a margem de manobra dessa alternativa foi se estreitando. Senão, vejamos.

No começo de 1995, como consequência da crise do México ocorrida em dezembro de 1994, o Brasil perdeu US\$ 5 bilhões de suas divisas. Em out.-nov. de 1997, quando da crise asiática, o fluxo líquido das reservas registrou uma perda de US\$ 10 bilhões. Entretanto, nessas circunstâncias, ao elevar as taxas de juros internos para um nível superior aos 40% ao ano, o País conseguiu recuperar rapidamente suas reservas cambiais. Quando da crise asiática, por exemplo, no quinto mês após o seu ápice, o Brasil já havia obtido um ganho líquido no fluxo de divisas da ordem de US\$ 3,6 bilhões, que se elevou, ao final do sexto mês, para US\$ 11,1 bilhões.

No entanto o mesmo não aconteceu após a crise da Rússia, em agosto de 1998, já que cinco meses depois o Brasil acumulava uma perda de reservas de US\$ 30 bilhões (Tabela 1). Na verdade, a situação deteriorou-se logo após a crise russa, apresentou um certo abrandamento entre novembro e começo de dezembro e voltou a piorar daí em diante.

Entre o final de agosto e os primeiros dias de setembro, antevéspera das eleições presidenciais no Brasil, ocorreu um ataque especulativo contra o real, registrando-se uma fuga maciça de capitais. Prevendo que não conseguiria de-

ter por muito tempo esse processo especulativo, e já tendo “queimado” parte de suas reservas, o Brasil buscou auxílio junto ao FMI e aos países desenvolvidos, liderados pelo chamado Grupo dos 7 (G-7). Em novembro, conseguiu fechar um acordo que lhe garantiria recursos de US\$ 41,5 bilhões, sendo a primeira parcela, de US\$ 9,3 bilhões, prometida para dezembro. Esse acordo, liderado pelo FMI, previa também recursos do Banco Internacional para a Reconstrução e o Desenvolvimento (BIRD, mais conhecido como Banco Mundial), do Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), do Banco do Japão e do Banco para Compensações Internacionais (BIS).

Com a manutenção das taxas de juros em patamares elevados e a promessa de recursos através do acordo coordenado pelo FMI, a situação cambial melhorou um pouco até o início de dezembro. Daí em diante, voltou a deteriorar-se, principalmente após o Governo sofrer dois fortes reveses políticos no Congresso Nacional: não conseguiu aprovar a reedição da Contribuição Provisória sobre a Movimentação Financeira (CPMF) e nem alterar a contribuição previdenciária do funcionalismo público, gerando, com isso, forte desconfiança sobre a possibilidade de modificar o quadro de suas contas públicas. Foi o suficiente para o mercado retrair-se e ter início uma nova retirada de recursos, que só não se consubstanciou numa expressiva perda de reservas porque, nesse mês, o Brasil recebeu a primeira parcela dos recursos do FMI. Em dezembro, considerando o câmbio comercial e o flutuante, o fluxo líquido apresentou uma saída de divisas da ordem de US\$ 5,25 bilhões, muito acima da previsão inicial, representando uma saída média por dia útil de US\$ 236 milhões, mais de duas vezes superior àquela registrada em novembro (PINTO, 1999).

Há outros indicadores que apontam a perda de credibilidade do País em 1998. Nesse ano, a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) apresentou uma saída líquida de capital externo de R\$ 2,62 bilhões, o pior resultado na vigência do Plano Real. Também houve redução na cotação dos títulos da dívida externa brasileira, negociados no mercado secundário. Um dos mais nobres desses papéis, o Global ou Brasil Rep 27 (Rep de República), encerrou o ano sendo cotado em apenas 68% do seu valor de face, um preço 28,65% menor do que o observado um ano antes. Só para se ter uma idéia da posição brasileira *vis-a-vis* às duas outras maiores economias da América Latina, ainda no final de 1998, o título argentino correspondente ao Rep 27 brasileiro, também chamado de Rep 27, foi cotado a 90,25% do seu valor de face, enquanto o título mexicano corres-

pondente, o UMS 26, apresentava um ágio de 7%.¹ Registrem-se ainda dois outros indicadores importantes que encerraram o ano preocupando tanto as autoridades monetárias nacionais quanto os investidores estrangeiros: o déficit fiscal crescia de forma exponencial, atingindo 8,1% do PIB, e a balança comercial continuava desfavorável, apresentando um déficit de US\$ 6,4 bilhões.

Nos primeiros dias de janeiro de 1999, a crise intensificou-se. Parece que a declaração da moratória da dívida com a União, decretada pelo Governador de Minas Gerais, e a relutância do Congresso em aprovar certas medidas que aliviariam as contas públicas, foram a “gota d’água” que faltava num copo que há muito estava por transbordar. Ainda que na prática essa moratória não tenha se concretizado — na medida em que o Governo Federal reteve o repasse a Minas Gerais de um volume de recursos que foi suficiente para zerar possíveis perdas da União e honrar os compromissos do Governo mineiro no Exterior — e, também, que, alguns dias depois, o Congresso tenha aprovado a CPMF, o abalo político foi suficiente para, quem sabe, antecipar uma situação que se avizinhava: um novo ataque especulativo contra o real.

2 - A fase crítica

O epicentro da crise cambial brasileira transcorreu entre 11 e 15 de janeiro de 1999, segunda e sexta-feira respectivamente. A fase crítica, entretanto, estendeu-se até os primeiros dias de março.

No dia 11 de janeiro, o Índice Bovespa despencou, bem como a cotação dos títulos da dívida externa brasileira. O prêmio de risco pago pelos IDUs (títulos da dívida externa), por exemplo, já era o dobro daquele pago no Natal de 1998 e 60% acima do valor pago antes da decretação da moratória mineira. Por isso, o Governo sustou a emissão de novos papéis, e o Banco do Brasil foi obrigado a vender contratos futuros de dólar para evitar a disparada das cotações. Nesse dia, a única “vitória” foi a saída líquida de dólares, que se situou em US\$ 66 milhões, muito reduzida quando comparada com o que estava por acontecer.

¹ Ver Rodrigues (1999). A explicação óbvia para a queda na cotação dos títulos brasileiros é encontrada nas crises asiática e russa, o que levou os investidores internacionais a venderem papéis de boa parte dos países emergentes, gerando uma redução nos seus preços. Mas existiria ainda um outra hipótese a justificar a queda nos preços dos papéis emitidos pelo Brasil: como, nesses momentos, o País aumentou muito seus juros internos, os investidores teriam optado pela troca de posições, vendendo títulos brasileiros e aplicando os recursos no mercado interno do Brasil, o que lhes aumentaria a remuneração.

No dia 12 de janeiro, a situação deteriorou-se de vez, com o Índice Bovespa chegando a cair 7,61% no fechamento — durante o pregão havia atingido menos 10,0% —, e os investidores estrangeiros (e brasileiros) retirando do País cerca de US\$ 1 bilhão. A crise brasileira refletiu-se no mercado internacional, com quedas nas principais Bolsas de Valores do mundo. No dia seguinte, aconteceram as primeiras mudanças: Gustavo Franco, o Presidente do Banco Central, um fervoroso defensor do sistema de bandas cambiais² e que vinha sustentando a política de apreciação do real, pediu demissão. Indicado como novo presidente, Francisco Lopes anunciou um alargamento da banda cambial, com o teto passando de R\$ 1,22 para R\$ 1,32, o que significou uma mididesvalorização do real da ordem de 8,26%.

Isto posto, a atenção voltou-se para a reação dos mercados. Foi de pânico, ou melhor, de fuga. Em dois dias, o Banco Central gastou US\$ 2,8 bilhões para sustentar o teto da banda cambial, a Bolsa de Valores de São Paulo teve de acionar duas vezes o *circuit-breaker* (sistema *anticrash* acionado quando a queda supera os 10%), as Bolsas dos principais mercados financeiros fecharam em baixa, os títulos da dívida externa brasileira caíram ainda mais, e os juros no mercado futuro dispararam outra vez. Diante das evidências, o Governo cedeu. A partir do dia 15, deixou o câmbio flutuar, ao anunciar o fim do regime de bandas. Estava rompida a âncora cambial, o maior pilar de sustentação do Plano Real.

A saída de dólares na semana fatídica situou-se acima de um bilhão por dia. A livre flutuação, apesar de criar uma euforia inicial, que se refletiu, por exemplo, na alta da Bolsa, não impediu a continuidade do saldo negativo no fluxo de capitais, só que agora em ritmo menor. Na semana seguinte à flexibilização cambial, as saídas superaram as entradas em cerca de US\$ 300 milhões diários.

Além do esperado receio do investidor externo, também os exportadores passaram a evitar o fechamento de contratos de câmbio, na esperança de melhores cotações da moeda norte-americana. Só no Banco do Brasil, por exemplo, o movimento das Antecipações de Contratos de Câmbio (ACCs) reduziu-se a 30% do normal. A última semana de janeiro foi ainda mais difícil, porque coincidiu com um período de grande concentração de vencimentos de dívidas no Exterior.

² O sistema de bandas cambiais foi adotado pelo Governo em março de 1995. Elas sinalizavam os valores que o Governo considerava ideais para a flutuação do câmbio no curto prazo (minibanda ou intrabanda) e no longo prazo (banda larga ou cheia). Toda vez que o mercado empurrava a taxa para o piso ou para o teto, o Governo intervinha comprando ou vendendo dólares respectivamente.

Toda essa conjuntura puxou a taxa de câmbio para cima. No final de janeiro, ela estava em cerca de dois reais por dólar, quando estivera, conforme já mencionado, em R\$ 1,32/US\$ 1 no dia anterior à liberalização do câmbio.

O Governo reagiu como pôde. Só na última semana de janeiro, elevou três vezes a taxa Selic — que serve de referência para as demais operações do sistema financeiro —, posicionando-a em 37,5% ao ano, oito pontos percentuais e meio acima da que vigorava antes da livre flutuação cambial. Anunciou ainda duas outras medidas para aumentar a oferta de dólares no mercado e segurar uma maior desvalorização do real: autorizou os bancos a tomarem 50% a mais em empréstimos no Exterior para atender às necessidades do mercado interno e decidiu também unificar o mercado cambial, viabilizando que os dólares transitassem do mercado livre (comercial) para o flutuante e vice-versa.³ Com esta última medida, flexibilizou a oferta de dólares, permitindo, por exemplo, que a falta no mercado comercial pudesse ser suprida pela oferta do flutuante.

Essas medidas, porém, tiveram impacto limitado. Apesar da alta dos juros, os investidores externos mantiveram-se retraídos, à espera do desenrolar dos acontecimentos, vale dizer, do comportamento da inflação, do déficit público, etc.

Aliás, nesse momento, a elevação das taxas de juros internos gerou efeitos contraditórios. Por um lado, foi mais um fator, além da desvalorização do real, a incentivar os exportadores no fechamento de contratos de câmbio, na medida em que eles poderiam aplicar o dinheiro no mercado doméstico e ganhar com os juros elevados. Nesse sentido, só não trouxeram mais divisas porque as linhas externas de financiamento continuavam fechadas para o Brasil. De outro lado, ao contribuir para aumentar o tamanho da dívida pública, a política de juros altos lançou dúvidas sobre a capacidade de pagamento do Governo. Boatos sobre feriado bancário, confisco de dinheiro ou moratória da

³ A chamada posição vendida é a dívida em dólares que cada banco pode ter ao tomar empréstimos no Exterior para atender a seus clientes no País. A medida referida acima permitiu que os bancos aumentassem sua posição vendida em 50%. Assim, por exemplo, um banco pequeno (patrimônio líquido de até US\$ 25 milhões) poderá agora ter uma posição vendida de até US\$ 8,475 milhões, enquanto, para um banco grande (patrimônio líquido acima de US\$ 100 milhões), o valor sobe para US\$ 33,75 milhões. Quanto à unificação cambial, registre-se que havia no País dois mercados cambiais, o livre ou comercial e o mercado flutuante. No mercado comercial, eram negociadas divisas para operações de comércio exterior (importação e exportação de mercadorias) e do mercado financeiro, como, por exemplo, investimentos produtivos, aplicações em Bolsa e empréstimos em moeda estrangeira. No mercado de câmbio flutuante, eram contabilizadas as operações de turismo e de transferências de divisas para quem mora no Exterior, isto é, através das chamadas contas CC-5 (de não residentes).

dívida interna espalharam-se rapidamente pelo País, criando um princípio de pânico, que se consubstanciou, em algumas cidades, numa corrida aos bancos, para sacar dinheiro ou transferi-lo para aplicações supostamente mais seguras, como a poupança ou mesmo a conta corrente. Na sequência, para acalmar o nervosismo que tomava conta do mercado, foi preciso que o Presidente da República e o Ministro de Fazenda viessem a público reiterar a disposição de cumprir rigorosamente os contratos estabelecidos. Sob esse aspecto, a situação foi controlada, ou seja, o pânico esmoreceu.

Todavia isso não impediu que, ao longo de fevereiro e início de março, a escassez relativa de dólares continuasse pressionando para cima a taxa de câmbio. Após leve queda no começo de fevereiro, o câmbio manteve uma tendência de alta e, no final do mês, ultrapassou novamente a barreira dos R\$ 2,00/US\$ 1,0, atingindo o pico nos primeiros dias do mês seguinte — 2,17 reais por dólar em 02 de março. Isso, apesar de algumas intervenções do Banco Central — através dos *dealers*, bancos que atuam em seu nome —, tentando evitar o descontrole total. Com o mercado à espera de uma série de definições, o fluxo de moeda estrangeira era relativamente pequeno, e toda vez que se acumulavam vencimentos de empréstimos externos, o aumento da demanda por dólar pressionava a cotação. Colaborou também para a saída de divisas a divulgação, pela Fundação Getúlio Vargas (FGV), do Índice Geral de Preços de Mercado (IGP-M) para o mês de fevereiro, que alcançou 3,61%, muito acima das previsões feitas após a mudança no regime cambial. Tal qual já havia ocorrido no final de janeiro, a impressão que se tinha era a de que a economia estava novamente fora de controle.

Mais uma vez, o Governo jogou com as (poucas) armas de que dispunha na ocasião. Primeiro, elevou para 30% a alíquota do recolhimento compulsório feito pelos bancos sobre os depósitos a prazo. Com a medida, pretendeu retirar do sistema financeiro algo entre R\$ 4 bilhões e R\$ 6 bilhões, visando diminuir o fôlego das instituições para investir em dólar. Logo depois, o novo Presidente do Banco Central, Armínio Fraga, subiu a taxa de juros (taxa Selic) de 39% a.a. para 45% a.a.⁴ Essa medida visou também atrair capitais externos, mas, principalmente, conter a expansão inflacionária, mesmo que à custa de mais recessão e desemprego.

⁴ O Governo resolveu também mudar o sistema de juros, extinguindo a Taxa Básica do Bacen (TBC) e a Taxa de Assistência do Bacen (Tban), que funcionavam, respectivamente, como o piso e o teto dos juros. Entre elas, estava a taxa Selic (Sistema Especial de Liquidação e Custódia), utilizada nas operações de compra e venda de títulos públicos. Em 04 de março, quando essas medidas foram tomadas, a TBC estava fixada em 25% a.a., a Selic em 39% e a Tban em 41%.

Aqui, antes de introduzir a seção seguinte, é importante fazer uma observação. Ao flexibilizar o câmbio, o Governo livrou-se das amarras que o obrigavam a manter os juros altos para atrair capital externo. Com efeito, sob o antigo regime de câmbio “fixo” (na verdade, administrado através do sistema de bandas, onde eram permitidas pequenas margens de variações), era este que segurava a inflação, ao forçar o ajustamento de boa parte dos preços internos aos preços internacionais. Por outro lado, nesse modelo, cabia aos juros o papel de atrair os capitais do resto do mundo, fundamentais para o equilíbrio do balanço de pagamentos. Assim, cada vez que, por qualquer motivo, a credibilidade do País ficava abalada, a elevação dos juros e, por conseguinte, da rentabilidade nas aplicações servia para cobrir o “risco país”, ou seja, o risco de uma desvalorização e/ou de uma moratória.

Pois bem, a partir da mudança do regime cambial, em tese, já não seria preciso manter os juros elevados, porque, quando de uma crise externa, a própria flexibilidade se encarregaria de desvalorizar o real até onde fosse necessário para reajustar o balanço de pagamentos. Nesse sentido, as taxas de juros poderiam ficar em níveis relativamente baixos, auxiliando na reativação da atividade econômica. Entretanto a taxa de juros só poderia declinar após o câmbio alcançar o equilíbrio.

Ou seja, mostra a experiência que, na passagem de um sistema de câmbio fixo, com moeda valorizada, para um de câmbio flutuante, existe um salto inicial (*overshooting*) onde a moeda nacional é desvalorizada até um patamar superior ao de equilíbrio, sob o qual, mais tarde, tende a estabilizar-se a taxa de câmbio. Assim, nesse momento de transição, é muito importante assegurar recursos externos para tentar abreviar ao máximo o tempo de duração do *overshooting* e, por conseguinte, do impacto da desvalorização cambial sobre os preços. Também durante a fase de transição, cabe segurar a demanda agregada, para que esta não se constitua em mais um fator a pressionar a alta dos preços. Então, nesse espaço de tempo, entre o *overshooting* e o equilíbrio, a elevação dos juros exerce um duplo papel: atrai capitais externos e contém o nível de atividade econômica, evitando uma escalada inflacionária. Só depois, a partir do câmbio estabilizado, os juros podem baixar assegurando a retomada do crescimento econômico.

Acontece que o Governo foi forçado a liberar o câmbio numa conjuntura internacional desfavorável, particularmente para o Brasil. Por isso, o aumento dos juros foi suficiente para conter a demanda interna, mas não para atrair capitais do resto do mundo, porque os investidores estrangeiros preferiram a segurança à rentabilidade. Assim, os juros cumpriram “apenas um dos seus dois papéis”. Era necessário, então, encontrar outra maneira de trazer capitais externos.

Na verdade, ao elevar as taxas de juros, o Governo fez uma aposta contra o tempo. Por um lado, havia consenso de que as mesmas não poderiam permanecer nesse patamar mais do que poucas semanas, sob pena de agravar sobremaneira os problemas econômico-sociais. Por outro, era preciso conter a inflação, caso contrário o País entraria numa “roda viva” de triste memória: inflação, desvalorização cambial, indexação, mais inflação, etc.

O “tempo estava se esgotando”, e o mercado internacional de capitais continuava fechado para o Brasil. Por isso, o Governo recorreu a uma solução muito conhecida. Tratou de acelerar a renegociação do acordo com o FMI, que havia sido suspenso sob a justificativa de que o Fundo desejava rever as metas fixadas anteriormente, a partir do conhecimento de que a dívida pública havia crescido 11% em relação ao PIB só nos dois primeiros meses do ano. Para o Brasil, a obtenção de dinheiro do Fundo serviria como uma “ponte” até os investidores privados voltarem a ofertar recursos.

3 - A recuperação do crédito externo

No início de março, foi anunciado oficialmente um novo acordo com o FMI. Através de um memorando técnico, o Brasil comprometeu-se, dentre outros pontos a: (a) elevar o superávit primário para 3,1% do PIB, um aumento de 0,5% em relação ao acordo anterior; (b) reduzir, até dezembro de 1999, para 49% a relação dívida pública/PIB (em março de 1999 ela estava em 52%); (c) ter uma taxa de juros acumulada no ano de 28,8%; (d) obter um superávit de US\$ 11 bilhões na balança comercial; (e) manter a inflação de 1999 abaixo de 17%, sendo que, em dezembro, a inflação anualizada não poderia ficar acima de 10%; e (f) segurar a cotação média do dólar em torno de R\$ 1,75, chegando a dezembro em R\$1,70.

Em troca, o País obteve o compromisso do FMI de liberar a segunda parcela do empréstimo de US\$ 41,5 bilhões acertado no ano anterior. Essa parcela, no valor de US\$ 9,8 bilhões, seria liberada (como de fato o foi) até o começo de abril. Desse valor, metade viria do próprio Fundo, e a outra metade, através do BIS, de um grupo de 20 países industrializados. Definiu-se ainda que, dos recursos a serem liberados, US\$ 8 bilhões poderiam ser utilizados para intervir no mercado cambial ao longo dos quatro meses seguintes — US\$ 3 bilhões em março, US\$ 2 bilhões em abril e US\$ 1,5 bilhão em maio e em junho respectivamente. Ficou acertado também que, caso o dinheiro não fosse inteiramente gasto ao longo do mês a que se destinava, poderia, sob certas condições, ser utilizado no mês seguinte.

Quase simultaneamente ao fechamento da renegociação com o FMI, o BID aprovou empréstimos ao Brasil da ordem de US\$ 3,4 bilhões, com o compromisso de disponibilizar US\$ 1,1 bilhão em sete dias. Também o Banco Mundial anunciou a liberação de dois empréstimos no valor de US\$ 1,01 bilhão. Um deles, de cerca de 70% do total, correspondente ao programa de reforma da Previdência e o outro ao programa de proteção social do Governo. Tanto os recursos do BID quanto os do Banco Mundial inseriam-se dentro do mesmo pacote de apoio internacional liderado pelo FMI e aprovado no final de 1998.

A partir do novo acordo, a situação mudou drasticamente. Não só pela possibilidade de o País obter divisas, mas também pelas novas condições de intervenção do Banco Central no mercado cambial, acordadas na renegociação. Senão, vejamos.

No final de fevereiro, o Brasil estava com reservas de cerca de US\$ 26 bilhões, excluídos US\$ 9,3 bilhões da primeira parcela liberados pelo FMI em dezembro, os quais não podiam ser utilizados na defesa do real. Também pelo acordo original, a partir do momento em que as reservas atingissem US\$ 20 bilhões, o País não poderia mais utilizá-las para segurar a taxa de câmbio (NUNES, IZAGUIRRE, 1999). Assim, na verdade, o Banco Central contava com apenas US\$ 6 bilhões para intervir no mercado em defesa da moeda. Especulava-se, na ocasião, que a orientação oficial era a de evitar a intervenção, deixando o câmbio flutuar ao sabor do mercado. Cabe a pergunta: diante do quadro apresentado, o Governo tinha outra alternativa?

Com o novo acordo, o cenário mudou. Ficou estabelecido que o Brasil poderia dispor para intervir no câmbio não só da totalidade de suas reservas (US\$ 26 bilhões), como também de parte dos recursos correspondentes à primeira e à segunda parcelas do acordo com o Fundo. Na opinião de um diretor de um banco estrangeiro sediado no País, "O Governo se fortaleceu de uma forma impressionante para enfrentar o mercado. Os riscos de especular com o câmbio quadruplicaram de tamanho" (NUNES, IZAGUIRRE, 1999). O mercado também fez a mesma leitura, tanto é que, somente no dia do anúncio do acordo, o real valorizou-se em cerca de 5%.

Por outro lado, Governo e mercado tinham plena consciência de que os empréstimos dessas instituições multilaterais serviriam apenas de "ponte" para impedir uma desvalorização desenfreada do real até que a confiança internacional no Brasil fosse restabelecida e os capitais aportassem novamente. A necessidade do retorno desses capitais privados, mesmo que de curto prazo, era justificada, além das razões de sempre, também pela perspectiva (mais tarde confirmada) de que as exportações não teriam o salto esperado, e, portanto, a balança comercial dificilmente atingiria o superávit de US\$ 11 bilhões, conforme

estava previsto na renegociação do acordo. Por sua vez, o retorno desses capitais estrangeiros dependia de uma série de fatores tanto internos — como o comportamento da inflação, o desenrolar do ajuste fiscal, a possibilidade da redução dos juros, o comportamento do nível de atividade e do emprego — quanto externos — como a evolução das economias dos EUA, União Européia e Japão, além da continuidade da recuperação dos países emergentes.

Dados todos esses condicionantes, era preciso atacar em várias frentes. E isso foi tentado. Numa demonstração de que até o contestadíssimo capital de curto prazo seria muito bem-vindo para abastecer o mercado de dólares, o Ministério da Fazenda, após prorrogar, até 30 de junho, a isenção do Imposto de Renda sobre fundos de renda fixa para investidores estrangeiros, decidiu também reduzir de 2% para 0,5% a alíquota do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) para aplicações em fundos de renda fixa, operações de câmbio entre bancos no Brasil e no Exterior e contas CC-5, utilizadas por estrangeiros para movimentar dólares no Brasil.⁵ Além disso, proibiu que instituições financeiras nacionais realizassem novas aplicações em Fundos de Investimento no Exterior (Fiex).

Uma outra medida destinada a melhorar o fluxo de divisas foi a redução da restrição ao financiamento das importações, estabelecendo um prazo de pelo menos 90 dias antes do vencimento para a contratação antecipada do câmbio. Até então, as importações com prazo de pagamento de até 360 dias estavam sujeitas à contratação antecipada do câmbio num prazo de até 180 dias antes do vencimento da obrigação. Assim, por exemplo, um financiamento de 270 dias ficava reduzido, na prática, a 90 dias, ao passo que um de 180 dias significava um pagamento à vista. Quando de sua publicação, em março de 1997, essa medida visava alongar os prazos de financiamento, penalizando quem obtivesse um financiamento num prazo igual ou inferior a 360 dias. Entretanto essa restrição perdeu sentido dois anos depois, quando haviam praticamente sumido as linhas de financiamento de longo prazo. Portanto, ao restringir a obrigatoriedade para a contratação antecipada do câmbio a um prazo de até 90 dias, o Governo incentivou a tomada de financiamento em prazos mais curtos. Agora, por exemplo, ao realizar um financiamento de 270 dias, o importador deverá contratar o câmbio 90 dias antes do seu vencimento e não 180 dias antes, como ocorria até então.

⁵ Recentemente, o Secretário da Receita Federal, Everardo Maciel, declarou que boa parte desses recursos aplicados em renda fixa e supostamente de estrangeiros são, na verdade, de brasileiros que, através dessa manobra, se eximem de pagar impostos (SUSPEITA..., 1999).

Também logo após a renegociação do acordo, uma equipe econômica do primeiro escalão do Governo, incluindo o Ministro da Fazenda e o Presidente do Banco Central, iniciou uma série de encontros (*road show*) em grandes centros financeiros internacionais visando convencer os bancos privados a retomarem o crédito ao País. Como já foi dito, desde a crise cambial, o País vinha tendo dificuldades não só em obter dinheiro novo, como também na rolagem de créditos interbancário e comercial. O objetivo, nesses encontros, era conseguir dos grandes bancos estrangeiros — responsáveis por cerca de 85% do total dos créditos concedidos a bancos nacionais e a empresas não financeiras do País — o compromisso de voltarem à posição de 28 de fevereiro, quando tinham aplicados no Brasil, através dessas linhas de crédito, cerca de US\$ 42 bilhões.

Ainda na última quinzena de março, os primeiros sinais de mudança fizeram-se notar. Uma prova da melhora do “risco Brasil” pode ser constatada pela venda de Certificados de Depósitos (CD, equivalente ao CDB, só que no interbancário internacional) por instituições financeiras no Exterior. A renovação desses papéis estava registrando, em março, um volume de recursos e prazos sensivelmente maiores do que aqueles das últimas semanas de janeiro e do mês de fevereiro, período crítico da crise cambial. Também as taxas de risco (*spreads*) estavam recuando. Registre-se ainda que, nesse primeiro momento, quem estava retornando eram basicamente os grandes investidores privados, enquanto os gestores de fundos e os investidores corporativos ainda estavam retraídos.⁶

A entrada de dólares fez cair a taxa de câmbio, que passou de cerca de R\$ 1,90 em meados de março para aproximadamente R\$ 1,70 no mesmo período de abril. Da mesma forma e ao contrário do previsto, a inflação (medida pelo

⁶ Em matéria apresentada na **Gazeta Mercantil**, Carlos Gribel, gerente da mesa de renda fixa internacional do Banco Bozano Simonsen, afirma que, no final de janeiro e ao longo de fevereiro, a taxa de renovação das operações de CD do Banco havia sido de aproximadamente 25%, ao passo que, em março, estava em cerca de 70%. Também os prazos estavam sendo esticados, de 30 e 60 dias em fevereiro para 90 e até 180 dias em março. Na mesma direção, vai a narrativa de Roberto Cintra, gerente de mercados do Banco Boavista Interatlântico, quando afirma que a taxa de renovação dos Certificados de Depósitos saltou de 10% a 20% em fevereiro para 50% a 60% em março. Confirmando o prazo maior (30/60 dias para 90/180 dias), Cintra disse ainda que as taxas pagas (*yield*) recuaram, entre fevereiro e março, de 40% para 13% ao ano. Ainda na mesma matéria, Gribel afirma que “Quem está comprando ativos, hoje, são essencialmente os investidores *private*, muitos deles brasileiros que saíram do mercado em função da crise cambial... Há até alguma demanda por parte de gestores de fundos, mas com certeza os investidores corporativos ainda estão de fora” (SOUZA, 1999).

IGP-M da FGV) recuou para 2,83% em março, bem abaixo dos 3,61% verificados em fevereiro. O comportamento desses indicadores viabilizou a queda dos juros básicos, que diminuíram de 45% em 05 de março para 34% em 14 de abril (42% em 25.03.99 e 39,5% em 06.04.99). À medida que a reversão do comportamento anterior dessas variáveis (câmbio, inflação e juros) ia se confirmando, o otimismo tomava conta do mercado, e avolumava-se a entrada de dólares, reforçando a nova tendência.

Além da renegociação do acordo com o FMI, as medidas anunciadas posteriormente, como a prorrogação da isenção do Imposto de Renda e a redução do IOF, colaboraram para a inversão do fluxo de divisas. Mas também colaborou a tendência de queda dos juros e do câmbio. No caso dos juros, porque, mesmo com viés de queda, os juros reais praticados no Brasil ainda eram elevadíssimos. Nesse sentido, era atrativo para os investidores estrangeiros aproveitarem o mais cedo possível esse diferencial entre os juros externos e os internos. No caso do câmbio, porque a desvalorização havia reduzido, em dólares, os preços dos ativos brasileiros. Assim, a confirmar-se essa nova tendência de valorização do real, aplicações em Bolsas brasileiras, por exemplo, em tese, seriam tão mais lucrativas quanto mais depressa chegassem ao País.

Os dados confirmaram essas expectativas. Segundo o Banco Central, no mês de março, os fundos de renda fixa de capital estrangeiro apresentaram um resultado líquido positivo de R\$ 2,5 bilhões, enquanto, em fevereiro, as saídas haviam superado as entradas em R\$ 248 milhões. O retorno também aconteceu nas aplicações de renda variável: graças aos investidores estrangeiros, durante o mês de abril, a Bovespa alcançou, em alguns dias, a movimentação em torno de R\$ 800 milhões.

Também voltou a captação de recursos do Exterior através da emissão de papéis. Primeiramente, foram operações de curto prazo e ficaram restritas a bancos ou empresas de primeira linha, como o Bradesco, o Citibank, a Vale do Rio Doce e a Petrobrás. Mais adiante, no início de abril, o próprio Governo captou US\$ 2 bilhões em bônus globais, a primeira emissão soberana desde março de 1998.⁷ Essa captação abriu espaço para que o setor privado pudesse tomar um maior volume de recursos no médio e no longo prazo. É o que afirmou o chefe do Departamento Econômico do Banco Central, Altamir Lopes, ao divul-

⁷ Os *global bonds* são títulos emitidos no Exterior e adquiridos por investidores de diferentes países. São chamados de "soberanos" porque são papéis garantidos por um país, no caso, a República Federativa do Brasil. Normalmente, esses lançamentos, quando coroados de êxito, abrem espaço para emissões de empresas e bancos do país emissor (ENTENDA..., 1999).

gar que, apenas na primeira quinzena de maio, o País obteve US\$ 1,7 bilhão em empréstimos externos de médio e longo prazos, quase o dobro do verificado em abril, quando foram obtidos US\$ 991 milhões (IZAGUIRRE, 1999).

Ao longo do mês de maio e na primeira quinzena de junho, até onde se tinham informações disponíveis quando da realização deste trabalho, a situação externa manteve-se relativamente tranqüila. Sem maiores turbulências no mercado internacional de capitais, permaneceu um fluxo de recursos para o Brasil que permitiu ao câmbio estabilizar-se em torno de R\$ 1,70 por dólar. Também colaboraram para essa estabilização o comportamento da inflação interna — o IGP-M da FGV caiu acentuadamente, tendo-se fixado em 0,71% em abril e -0,29% em maio — e a queda sistemática dos juros internos, o que aliviou a pressão sobre as contas públicas e o receio de decretação de moratória interna e/ou externa. Apenas a redução significativa dos juros internos, diminuindo o diferencial entre estes e os juros externos, se refletiu numa menor entrada de aplicações em renda fixa.

Por outro lado, também a redução dos juros — a taxa Selic já estava em 22% ao ano no início de junho — corroborou uma mudança de expectativa, de pessimista à otimista, ao alterar o preço do ajuste na economia brasileira: de uma previsão inicial de queda do PIB de até 4%, fala-se atualmente em diminuição de 1%, ou mesmo num PIB semelhante ao do ano passado. É óbvio que um resultado desses num país com elevada taxa de desemprego e uma das piores distribuições de renda do mundo sinaliza uma situação extremamente grave. Não obstante, a euforia aconteceu como contraponto às previsões surgidas logo após a mudança no regime cambial, que eram catastróficas.

4 - O comportamento do balanço de pagamentos

A seguir, comenta-se o comportamento do balanço de pagamentos nos quatro primeiros meses de 1999. Embora sejam dados preliminares e relativos a um curto período sob o novo regime cambial (três meses e meio), já é possível detectar algumas mudanças, comparativamente ao mesmo período do ano anterior (Tabela 2).

O comércio exterior do Brasil sofreu um forte impacto no começo de 1999. O fluxo caiu de quase US\$ 35 bilhões no período jan.-abr. de 1998 para algo em torno de US\$ 28 bilhões em igual período de 1999, representando uma queda de 20%. A redução das importações — de US\$ 18,2 bilhões para US\$ 14,5 bilhões — já era esperada em função da desvalorização cambial e da estagnação da economia. A surpresa ficou por conta do comportamento

das exportações, que, após alcançarem US\$ 16,5 bilhões no primeiro quadrimestre de 1998, caíram para US\$ 13,7 no mesmo período do ano seguinte. E a queda foi mais ou menos equânime entre os diversos grupos de produtos que compõem a pauta das exportações. Segundo informações do Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio, os valores resultantes da venda de produtos industrializados (semimanufaturados e manufaturados) tiveram uma redução de 17,2%, enquanto os dos produtos básicos caíram 16,0% (Tabela 3). Mesmo assim, devido à expressiva redução das importações, a balança comercial melhorou o saldo, com o déficit acumulado declinando de US\$ 1,7 bilhão para US\$ 800 milhões entre os dois períodos considerados.

É claro que ninguém esperava uma reação imediata das exportações à desvalorização do real. Não se reconquistam mercados do dia para a noite, especialmente no caso de manufaturados. Ademais, no primeiro mês subsequente à mudança da política cambial, não era possível prever em que nível iria estabilizar-se a taxa de câmbio. Isso refreou não só os importadores como também os exportadores. Portanto, os resultados até abril ainda são pouco expressivos em termos de tendência. No entanto explicações para esses resultados é que não faltam.

Num relatório da Câmara de Comércio Exterior (Camex) sobre as reclamações e as sugestões dos 59 setores que integram o Programa Especial de Exportações, estão arrolados 240 obstáculos que, segundo as empresas, entravam a ação dos exportadores (OBSTÁCULOS..., 1999). Exageros à parte, o certo é que existem diversas razões para justificar o baixo desempenho do setor exportador. Uma das principais refere-se à já citada escassez de linhas de crédito externas para o financiamento às exportações. Outro motivo é o, comparativamente, reduzido crescimento da demanda mundial, onde apenas os EUA continuam com uma evolução econômica satisfatória, já que a Europa está crescendo em ritmo lento, e o Japão continua estagnado. Estima-se que a taxa de crescimento do comércio internacional de mercadorias em 1999 será de 3,9%, pouco acima da de 1998, que alcançou 3,0%, mas muito inferior aos 10,6% verificados em 1997 (FMI, 1999, p.139).

De outro lado, além de os importadores de produtos brasileiros terem forçado o rebaixamento dos preços (em dólares) e dessa forma terem se apropriado de uma parcela do ganho dos exportadores, estes ainda tiveram suspensa a possibilidade de continuar abatendo do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) os valores correspondentes à Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins) e ao Programa de Integração Social (PIS), embutidos nos preços dos insumos utilizados na produção de bens exportados. Em suma, parte do ganho com a desvalorização cambial foi perdida para os impor-

tadores e parte para o Governo, o que, obviamente, não exclui a possibilidade de os exportadores terem obtido ganhos com a mudança do regime cambial.

Existem, ainda, outras razões para explicar o fraco desempenho das exportações nesse primeiro quadrimestre. Os preços das *commodities* no mercado internacional estiveram, em média, 20% abaixo daqueles de igual período de 1998. Assim, por exemplo, decaiu a receita cambial do complexo soja, embora a quantidade exportada entre janeiro e abril deste ano tenha sido praticamente a mesma de igual período do ano passado. Além disso, no caso dos produtos agrícolas, deve-se registrar a dificuldade em ampliar mercados em vista das grandes barreiras que enfrentam nos Estados Unidos e na Europa.

Quanto aos produtos manufaturados, boa parte do resultado negativo pode ser creditada à queda nas vendas para os países latino-americanos, que também se encontram em retração econômica. Um bom exemplo é a Argentina, o segundo maior mercado para as exportações brasileiras e o primeiro parceiro comercial do País na América Latina. Entre janeiro e abril de 1998 e idêntico período de 1999, o total das exportações brasileiras para esse país decresceu 27% (Tabela 4). Considerando, especificamente, o resultado do segmento automotivo, as vendas caíram quase 35%.

A balança de serviços, no período jan.-abr./99, apresentou um déficit de aproximadamente US\$ 8 bilhões, levemente superior ao acumulado no mesmo período de 1998, quando o resultado negativo atingiu pouco mais de US\$ 7,9 bilhões. Entretanto, apesar do resultado global parecido, os principais itens que compõem essa conta apresentaram tendências distintas, reflexo das alterações na política econômica verificadas a partir de meados de janeiro. Enquanto transportes e viagens internacionais tiveram sensível redução em seus déficits, os juros apresentaram um aumento, e lucros e dividendos tiveram um comportamento similar ao do mesmo período do ano anterior.

O item transportes reduziu o déficit de US\$ 1,2 bilhão no primeiro quadrimestre de 1998 para algo próximo a US\$ 790 milhões em igual período desse ano. Essa alteração de tendência foi consequência da contração do comércio exterior brasileiro, principalmente da queda vertiginosa das importações e, em menor escala, da redução das aquisições de passagens aéreas emitidas por empresas estrangeiras.

A desvalorização cambial, como era esperado, impactou fortemente o fluxo de turistas brasileiros ao resto do mundo. Isso pode ser percebido quando se observa que as despesas com viagens internacionais caíram de US\$ 1,7 bilhão para US\$ 900 milhões. As receitas, por sua vez, ainda não tiveram o mesmo impacto. Apesar de estar bem mais barato viajar ao Brasil, os turistas estrangeiros deixaram no País, entre janeiro e abril deste ano, cerca de US\$ 620 milhões,

pouco mais do que os US\$ 540 milhões que haviam deixado no mesmo período do ano passado (BACEN..., 1999). Assim, a queda do déficit da conta viagens internacionais, que passou, *grosso modo*, de US\$ 1,2 bilhão para US\$ 300 milhões, deveu-se quase exclusivamente à redução das despesas.⁸

Ainda na balança de serviços, a melhora nos itens supramencionados foi contrabalançada pela elevação dos dispêndios com juros. Com efeito, o déficit nesse item saltou de US\$ 3,1 bilhões para US\$ 4,7 bilhões, significando um crescimento superior a 50%. Esse resultado decorreu do acréscimo da dívida externa em 1998 e do aumento do custo para sua rolagem. Ressalte-se que o aumento das despesas com os juros pressiona o déficit "estrutural" do balanço de pagamentos, ou seja, aquele que não é possível comprimir através de medidas de política econômica.

Por outro lado, o déficit em lucros e dividendos manteve-se semelhante quando se comparam os dois quadrimestres, ou seja, tem-se um resultado líquido negativo de aproximadamente US\$ 1,5 bilhão, tanto entre janeiro e abril de 1998 quanto entre igual período de 1999. Entretanto, como o próprio Banco Central chama atenção, observando-se o resultado de abril nos dois anos em pauta, tem-se que, em 1999, as remessas de lucros e dividendos atingiram US\$ 354 milhões contra US\$ 685 milhões no ano anterior (BACEN..., 1999). A tendência à queda nas remessas desses rendimentos do capital é explicada pela redução do nível de atividade da economia brasileira neste primeiro quadrimestre de 1999, comparativamente a idêntico período do ano anterior, e pela desvalorização cambial, uma vez que "(...) as remessas são efetuadas nas moedas de origem, mais caras após a flutuação do Real" (BACEN..., 1999).

As transferências unilaterais tiveram um acréscimo de 32% no seu custo-meio superávit, alcançando a cifra de US\$ 775 milhões no acumulado dos primeiros quatro meses de 1999. O aumento seria em decorrência da desvalorização do real, dado que a redução do valor em dólares dos ativos nacionais teria motivado uma maior remessa de recursos por parte de brasileiros residentes no Exterior.

O movimento de capitais, embora sob outro enfoque, já foi tratado na primeira parte deste texto. No entanto são necessários alguns registros adicionais, a partir dos dados do balanço de pagamentos. Uma certa surpresa na conta de capitais foi o resultado dos investimentos estrangeiros diretos, que alcançaram a expressiva soma de US\$ 9,2 bilhões no primeiro quadrimestre do

⁸ Nessa conta, o resultado de abril voltou a ser negativo em US\$ 57 milhões, depois de um saldo positivo de US\$ 20 milhões em março, o primeiro desde maio de 1992 (CONTA..., 1999).

ano, o dobro do resultado acumulado em igual período do ano passado. Como é sabido, trata-se de recursos aplicados diretamente no setor produtivo. A surpresa decorre da expectativa em torno do baixo nível de atividade esperado para a economia brasileira no primeiro semestre deste ano, embora, por um lado, as empresas nacionais, em dólares, tenham ficado mais baratas, e, por outro, aproximadamente US\$ 5,0 bilhões do total sejam referentes a recursos oriundos das privatizações, parte dos quais foi renegociada e paga antecipadamente.

De qualquer maneira, parece existir, senão uma reversão, pelo menos um abrandamento das expectativas, a julgar por um trabalho divulgado pela Sociedade Brasileira de Estudos de Empresas Transnacionais e da Globalização Econômica (Sobeet), uma organização não governamental dedicada à análise da inserção do Brasil na economia mundial. No final de janeiro deste ano, em plena crise cambial, a Sobeet previu que, ao longo de 1999, os investimentos diretos chegariam a US\$ 16,5 bilhões, muito abaixo dos US\$ 26,1 bilhões verificados em 1998⁹. Entretanto os dados divulgados pelo Banco Central levaram a uma revisão da estimativa por essa organização, que modificou sua previsão para US\$ 20,5 bilhões. Segundo a Sobeet:

“Muitas empresas multinacionais, sobretudo aquelas fabricantes de bens de consumo duráveis e não duráveis, que tinham decidido adiar investimentos no Brasil, em função da expectativa de uma retração muito pronunciada da demanda neste ano, estão agora, animadas com o abrandamento da recessão e com a retomada do crescimento, reconsiderando seus planos estratégicos no país” (SEIDL, 1999).

Ainda considerando o período jan.-abr., em 1999 o ingresso de empréstimos e financiamentos de médio e longo prazos foi largamente superado pelo pagamento das amortizações, gerando um saldo líquido negativo, no confronto dessas duas contas, de cerca de US\$ 8,6 bilhões, oposto ao do mesmo período do ano passado, quando não havia crise, em que apresentou um resultado positivo de US\$ 22,5 bilhões. Quanto aos financiamentos, segundo o Banco Central, o resultado líquido negativo já era esperado porque boa parte destes se referem ao financiamento de importações, e estas caíram muito nos últimos meses. Ou seja,

⁹ Em termos de investimentos estrangeiros, o ano de 1998 pode ser considerado excepcional. Boa parte desses recursos entraram com as privatizações de grandes empresas, como, por exemplo, a Telebrás.

“Os fluxos líquidos de financiamentos de importação tendem a ser negativos, uma vez que o valor das importações está, atualmente, abaixo do valor importado quando da contratação, há um ano ou mais, dos financiamentos que estão sendo pagos neste momento” (BACEN...1999).

Em contrapartida, a mesma nota do Banco Central ressalta a mudança na tendência do fluxo de empréstimos de médio e longo prazos. Estes

“(...) atingiram US\$ 3 bilhões em abril, quebrando a sequência de três meses de desembolsos menores que amortizações. Apesar do custo médio global de captação ainda estar elevado, 11,73%, com prazo médio de 4,2 anos, as captações privadas foram expressivas, se comparadas às dos meses anteriores (...)” (BACEN..., 1999).

O resultado dos capitais de curto prazo, que no acumulado dos primeiros quatro meses do ano apresentou um saldo negativo do US\$ 4,3 bilhões, apenas confirma a volatilidade desses capitais, que, nos momentos de crise, preferem a segurança à rentabilidade. A esse respeito, não são poucas as vozes, algumas dentro do próprio Governo, que defendem algum tipo de controle sobre as entradas e as saídas desses recursos. Após a crise da Rússia, este foi um assunto de pauta inclusive entre o *establishment* internacional. A idéia não prosperou, mas o Brasil e outros países emergentes não desistem de defender essa tese em diferentes “fóruns” da comunidade financeira internacional. Insistem numa solução global, porque têm a percepção de que seria inconveniente um país, de forma isolada, impor sanções ao livre trânsito dos capitais, na medida em que isso poderia afugentar os investidores internacionais.

Restaria ainda acrescentar que, em abril, graças à entrada da segunda parcela dos recursos provenientes do FMI (US\$ 9,8 bilhões) e do retorno ao mercado internacional de capitais que a renegociação com o Fundo proporcionou (por exemplo, US\$ 2 bilhões em bônus globais), o saldo do balanço de pagamentos foi positivo em US\$ 10,5 bilhões. Isso serviu também para equilibrar o balanço no ano, já que, no acumulado jan./abr., o saldo ficou próximo a zero (-US\$ 45 milhões).

5 - Considerações finais: e se a economia voltar a crescer?

Tão logo ocorreu a flexibilização cambial, um conjunto de indagações tomou conta do País: livre para flutuar, até onde iria a taxa de câmbio? Qual o impacto da desvalorização cambial sobre a inflação? A elevação dos juros seria suficiente para “segurar” os investidores? E as exportações, fundamentais para reduzir a dependência externa, como responderiam à nova taxa de câmbio? E a recessão que se avizinhava, como seria administrada politicamente?

Como já foi mencionado, os investidores externos (e alguns nacionais) preferiram esperar pelas respostas a essas indagações com seus recursos fora do Brasil. E, de fato, foram terríveis os cerca de 50 dias posteriores ao anúncio da mudança na política cambial. Além de o mercado internacional de capitais fechar as portas para o País, a inflação subiu drasticamente, o dólar disparou e as exportações caíram comparativamente ao mesmo período do ano anterior. Por sua vez, a elevação dos juros prenunciava uma recessão profunda. Foi a fase do pessimismo total. Falava-se em queda do PIB de até 5%, inflação que poderia alcançar a taxa anualizada de 80%, etc.

A partir do início de março, alguns dos chamados fundamentos da economia começaram a mudar. Sem muito alarde, até porque se encontrava econômica e politicamente na defensiva, o Governo havia articulado algumas saídas. Conseguiu aprovar no Congresso algumas medidas de interesse fiscal e, principalmente, renegociou o acordo com o FMI e com outras instituições multilaterais de fomento, o que, por um lado, lhe permitiu acrescentar US\$ 9,8 bilhões às suas parcas reservas e, por outro, viabilizou o reingresso de bancos e de empresas nacionais no mercado internacional de crédito — inclusive o do próprio País, através da emissão de US\$ 2,0 bilhões em bônus globais. Com isso, antes mesmo de boa parte desses recursos chegarem, a taxa de câmbio caiu de R\$ 2,2/US\$ 1,0 para R\$ 1,7/US\$ 1,0.

Outras variáveis importantes também apresentaram resultados animadores, alguns em função do próprio acordo com o FMI: a inflação retornou aos patamares de antes da crise, vale dizer, abaixo de 0,5% ao mês; as contas públicas apresentaram, no primeiro trimestre, um superávit primário superior em 50% ao previsto no acordo; os juros caíram rapidamente, sinalizando, pelo menos, um abrandamento da recessão; o déficit em transações correntes apresentou uma sensível redução nos primeiros quatro meses do ano, resultado da diminuição drástica nas importações e da redução do déficit nas contas transportes, viagens internacionais e lucros e dividendos.

Embora esses resultados tenham sido bastante satisfatórios quando comparados com os do período imediatamente anterior, vale lembrar que eles foram obtidos sob um quadro recessivo. A contração do crédito, o elevado nível de desemprego, os salários reais em queda e a desindexação da economia sustaram qualquer possibilidade de continuidade na subida dos preços. Também a redução do déficit em transações correntes foi resultante da queda do nível de atividade econômica, a par, obviamente, da própria desvalorização cambial.

Esse cenário viabilizou a queda vertiginosa dos juros (de 45% para 22% entre o início de março e o de junho), criando a expectativa de uma retomada do crescimento. Mas cabe a pergunta: é possível a economia voltar a crescer sem um novo estrangulamento externo? Ou, esse crescimento poderá ser sustentável no médio e no longo prazo? Ou, ainda, se essa “melhora” decorreu em grande parte de uma conjuntura recessiva, o que acontecerá quando esse quadro se alterar?

Considerando apenas o impacto sobre as transações correntes, ter-se-ia, pelo menos, um aumento nos dispêndios com divisas, nas contas importações, transportes, e, dado o recente processo de desnacionalização, também em lucros e dividendos. Da mesma forma, parte dos produtos potencialmente exportáveis poderiam ser redirecionados para atender à demanda interna. A não ser que a opção fosse deixar o câmbio se desvalorizar, com todas as consequências daí decorrentes sobre o processo inflacionário, o custo da reativação da economia teria de ser bancado pelo crescimento das exportações e/ou por investimentos estrangeiros diretos, ou, ainda, pelo aumento do endividamento externo.

É quase consenso que o País necessita reduzir sua dependência do Exterior, principalmente dos capitais de curto prazo. O que não está claro é como o Brasil vai transitar dessa dependência para um modelo de financiamento mais autônomo. Enquanto a resposta não vem, deve-se continuar torcendo para que nos EUA não subam os juros, para que não ocorra um *crash* na Bolsa de Nova Iorque, para que o Japão se recupere, para que a Europa cresça um pouco mais, para que a Argentina não quebre, etc. Ou seja, para que não ocorra nenhum contratempo, de forma que o mundo continue nos financiando.

Tabela 1

Reservas internacionais no Banco Central do Brasil — 1987 a abr./99

FINS DE PERÍODO	CAIXA (1)		LIQUIDEZ INTERNACIONAL (2)	
	Posição	Meses de Importação de Bens	Posição	Meses de Importação de Bens
1987	4 433	4	7 458	6
1988	5 359	4	9 140	8
1989	7 268	5	9 679	6
1990	8 751	5	9 973	6
1991	8 552	5	9 406	5
1992	19 008	11	23 754	14
1993	25 878	12	32 211	15
1994	36 471	13	38 806	14
1995	50 449	12	51 840	13
1996	59 039	13	60 110	14
1997	51 359	10	52 173	10
1998				
Jan.	52 479	10	53 103	10
Fev.	57 417	11	58 782	12
Mar.	67 772	13	68 594	13
Abr.	73 849	15	74 656	15
Maio	71 951	14	72 826	14
Jun.	70 060	14	70 898	14
Jul.	69 368	14	70 210	14
Ago.	66 480	13	67 333	14
Set.	44 986	9	45 811	9
Out.	41 562	9	42 385	9
Nov.	40 289	8	41 189	8
Dez.	43 617	9	44 556	9
1999				
Jan.	35 177	7	36 136	8
Fev.	34 643	7	35 457	8
Mar.	32 873	7	33 848	7
Abr.	43 380	10	44 315	10

FONTE: Banco Central do Brasil.

(1) Conceito operacional do Banco Central, contemplando haveres prontamente disponíveis. (2) Agrega aos valores do conceito "caixa" os haveres representativos de títulos de exportação e outros haveres de médio e longo prazos.

Tabela 2

Balanço de pagamentos do Brasil — 1998/99

DISCRIMINAÇÃO	1998			(US\$ bilhões) 1999	
	Abr.	Jan.-Abr.	No Ano	Abr.	Jan.-Abr.
BALANÇA COMERCIAL	-0,23	-1,74	-6,41	0,03	-0,79
Exportações	4,57	16,47	51,12	3,70	13,75
Importações	4,80	18,21	57,53	3,67	14,54
SERVIÇOS	-3,05	-7,96	-30,35	-2,70	-8,08
Transportes	-0,36	-1,21	-4,15	-0,14	-0,79
Viagens internacionais	-0,28	-1,15	-4,14	-0,06	-0,30
Juros	-1,60	-3,11	-11,95	-1,89	-4,74
Lucros e dividendos	-0,58	-1,55	-7,18	-0,34	-1,51
Outros (1)	-0,23	-0,94	-2,93	-0,27	-0,74
TRANSFERÊNCIAS UNILATERAIS ...	0,13	0,59	1,78	0,17	0,77
TRANSAÇÕES CORRENTES	-3,15	-9,11	-34,98	-2,50	-8,10
MOVIMENTO DE CAPITAIS	9,14	31,56	27,00	12,95	8,05
Investimentos (1)	3,54	10,77	20,88	2,69	9,87
Estrangeiros					
Diretos	1,60	4,22	26,13	1,51	9,24
Portfolio	1,99	6,78	-1,85	0,56	0,71
Brasileiros	-0,05	-0,23	-3,40	0,61	-0,09
Amortizações	-1,55	-5,53	-33,59	-3,29	-21,50
Empréstimos e financiamentos a médio e longo prazos (2)	7,92	28,08	59,82	5,93	12,85
Capital de curto prazo	0,06	-1,77	-29,11	-1,11	-4,38
Outros capitais (3)	-0,83	0,01	9,00	8,73	11,21
Variação de haveres de curto prazo	-5,99	-22,45	7,98	-10,45	0,05

FONTE DOS DADOS BRUTOS: Banco Central do Brasil.

NOTA: Dados preliminares.

(1) Inclui lucros reinvestidos. (2) Inclui empréstimos brasileiros líquidos ao Exterior. (3) Inclui erros e omissões e operações de regularização.

Tabela 3

Exportação por fator agregado — jan.-abr./98 e jan.-abr./99

DISCRIMINAÇÃO	US\$ MIL FOB		PARTICIPAÇÃO %		Δ%
	1998	1999	1998	1999	
Básicos	3,88	3,26	23,54	23,69	-15,98
Industrializados	12,36	10,24	75,00	74,42	-17,15
Semimanufaturados	2,73	2,34	16,57	17,01	-14,29
Manufaturados	9,63	7,90	58,43	57,41	-17,96
Operações Especiais	0,24	0,26	1,46	1,89	8,33
Total	16,48	13,76	100,00	100,00	-16,50

FONTE: SISCOMEX.

Tabela 4

Exportações do Brasil por países — jan.-abr./98 e jan.-abr./99

PAÍSES	US\$ MIL FOB		Δ%	PARTICIPAÇÃO %	
	1998	1999		1998	1999
Estados Unidos	2 999 589	2 983 829	-0,53	18,21	21,70
Argentina	2 157 783	1 568 935	-27,29	13,10	11,41
Países Baixos	898 769	813 241	-9,52	5,46	5,92
Alemanha	956 269	777 954	-18,65	5,80	5,66
Japão	746 647	580 306	-22,28	4,53	4,22
Itália	730 556	568 823	-22,14	4,43	4,14
Bélgica	675 517	543 629	-19,52	4,10	3,95
Reino Unido	396 349	389 046	-1,84	2,41	2,83
França	397 595	362 996	-8,70	2,41	2,64
Espanha	317 306	348 354	9,78	1,93	2,53
Paraguai	426 477	241 839	-43,29	2,59	1,76
Rússia	276 253	227 869	-17,51	1,68	1,66
México	340 475	224 544	-34,05	2,07	1,63
Chile	371 151	220 996	-40,46	2,25	1,61
Uruguai	267 251	209 554	-21,59	1,62	1,52
Provisão de navios e aeronaves	193 867	208 458	7,53	1,18	1,52
Coréia do Sul	157 945	194 670	23,25	0,96	1,42
China	217 386	172 047	-20,86	1,32	1,25
Irã	106 125	159 911	50,68	0,64	1,16
Bolívia	257 605	148 279	-42,44	1,56	1,08
Venezuela	279 108	145 340	-47,93	1,69	1,06
Portugal	167 749	130 422	-22,25	1,02	0,95
Hong Kong	141 412	127 594	-9,77	0,86	0,93
Canadá	170 875	122 153	-28,51	1,04	0,89
Taiwan (Formosa)	146 862	117 848	-19,76	0,89	0,86
Arábia Saudita	121 738	109 229	-10,28	0,74	0,79
Colômbia	172 724	100 473	-41,83	1,05	0,73
Subtotal	14 091 383	11 798 339	-16,27	85,54	85,82
Outros	2 382 115	1 949 025	-18,18	14,46	14,18
TOTAL	16 473 498	13 747 364	-16,55	100,00	100,00

FONTE: MDIC/SECEX/DTIC/Sistema Alice.

Tabela 5

Importações do Brasil por países — jan.-abr./98 e jan.-abr./99

PAÍSES	US\$ MIL FOB		Δ%	PARTICIPAÇÃO %	
	1998	1999		1998	1999
Estados Unidos	4 340 497	3 616 502	-16,68	23,62	24,88
Argentina	2 576 581	1 743 536	-32,33	14,02	11,99
Alemanha	1 510 867	1 463 216	-3,15	8,22	10,06
Japão	1 070 427	847 706	-20,81	5,83	5,83
Itália	1 051 688	807 133	-23,25	5,72	5,55
França	506 260	545 393	7,73	2,76	3,75
Reino Unido	490 313	379 946	-22,51	2,67	2,61
Espanha	323 421	348 650	7,80	1,76	2,40
Coréia do Sul	318 431	291 326	-8,51	1,73	2,00
Suécia	317 766	280 226	-11,81	1,73	1,93
China	303 943	261 447	-13,98	1,65	1,80
Suíça	260 359	256 763	-1,38	1,42	1,77
Canadá	440 549	232 091	-47,32	2,40	1,60
Venezuela	323 140	223 701	-30,77	1,76	1,54
Uruguai	325 217	213 526	-34,34	1,77	1,47
Chile	283 854	184 983	-34,83	1,54	1,27
Nigéria	242 350	176 871	-27,02	1,32	1,22
México	338 797	176 120	-48,02	1,84	1,21
Países Baixos	219 544	168 755	-23,13	1,19	1,16
Argélia	240 500	164 023	-31,80	1,31	1,13
Arábia Saudita	298 888	154 737	-48,23	1,63	1,06
Taiwan (Formosa) ...	205 692	152 189	-26,01	1,12	1,05
Bélgica	235 461	143 818	-38,92	1,28	0,99
Finlândia	85 608	139 904	63,42	0,47	0,96
Áustria	107 173	112 809	5,26	0,58	0,78
Noruega	104 645	91 664	-12,40	0,57	0,63
Malásia	136 623	86 603	-36,61	0,74	0,60
Hong Kong	104 940	84 244	-19,72	0,57	0,58
Rússia	55 466	79 499	43,33	0,30	0,55
Austrália	73 952	77 841	5,26	0,40	0,54
Paraguai	102 098	74 610	-26,92	0,56	0,51
Irlanda	49 529	61 438	24,04	0,27	0,42
Subtotal	17 044 579	13 641 270	-19,97	92,76	93,83
Outros	1 329 495	896 503	-32,57	7,24	6,17
TOTAL	18 374 074	14 537 773	-20,88	100,00	100,00

FONTE: MDIC/SECEX/DTIC/Sistema Alice.

NOTA: Os dados compreendem as correções do Siscomex até 02.06.99.

Bibliografia

- BANCO CENTRAL DO BRASIL (1999). **Nota para a Imprensa**, maio. [online] Disponível na Internet via WWW. URL: <http://www.bcb.gov.br/htms/notecon1.htm>. Arquivo capturado em 1 jun.
- CONTA turismo tem superávit (1999). **Folha de São Paulo**, São Paulo, 24 abr., p.2-1.
- ENTENDA o que são os “global bonds” (1999). **Folha de São Paulo**, São Paulo, 20 abr., p.2-5.
- FMI (1999). **World Economic Outlook**, abril. [online] Disponível na Internet via WWW. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/1999/01-/index.htm>. Arquivo capturado em 23 abr.
- IZAGUIRRE, Mônica (1999). Investimentos diretos financiam 90% do déficit. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 18 maio, p.A-4.
- NUNES, Vicente, IZAGUIRRE, Mônica (1999) BC atuará no mercado com recursos do FMI. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 5-7 mar., p.B-1.
- OBSTÁCULOS às exportações (1999). **Zero Hora**, Porto Alegre, 12 maio, p.16.
- PINTO, Celso (1999). Menos espaço para baixar juros. **Jornal do Brasil**, Rio de Janeiro, 5 jan., p.14.
- RODRIGUES, Fernando (1999). Credibilidade do Brasil no exterior despenca em 98. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 4 jan., p.1-4.
- SEIDL, Antônio Carlos (1999). Investimento direto pode ir a US\$ 20,5 bi. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 19 maio, p.2-10.
- SOUZA, Leonardo (1999). Brasil reabre captação de curto prazo. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 25 mar., p.B-1.
- SUSPEITA atinge quase metade das CC5 (1999). **Zero Hora**, Porto Alegre, 31 maio, p.23.