

A POLÍTICA DE COMÉRCIO EXTERIOR E A ABERTURA DO MERCADO DE CAPITAIS: 1990-92

*Lauro Lobo Burle**

1 - Introdução

Um dos fatos que chama a atenção do analista que se propõe a estudar o comércio exterior brasileiro é o fechamento da economia do País. Em 1989, por exemplo, a participação das importações brasileiras no PIB foi de apenas 5,2% (B. Mens. BACEN, 1992). Nesse contexto, a abertura comercial adotada pelo Plano Collor I a partir de março de 1990 era uma das mudanças estruturais mais aguardadas para se modernizar a economia e para se retomar o crescimento. Segundo Braga (1987), uma liberalização de importações deveria iniciar-se por uma retirada de barreiras não tarifárias (visando propiciar um nível de proteção tarifária transparente) e terminar por um programa de redução gradual de tarifas acoplado a negociações multilaterais de concessões tarifárias também dos parceiros comerciais. Ademais, a literatura recomenda a conveniência de se anunciar com uma certa antecedência um programa de liberalização comercial — objetivando permitir o ajuste da estrutura produtiva doméstica face à futura concorrência com os bens importados — e uma política cambial ativa, visando compensar a redução do emprego e a perda de divisas então resultantes (CORDEN, 1989). Com relação ao Plano Collor e entre os princípios acima, faltou, principalmente, a adoção de uma política cambial ativa, com a finalidade de recuperar e manter a competitividade externa das exportações. Outra questão que se colocava era o momento em que se encontrava a economia, depois de uma década de recessão, o que aumentava os riscos de um sucateamento da indústria em caso de uma abertura brusca e acentuada.

Vale notar que, anteriormente a 1990, ocorreram duas rodadas de redução de tarifas nas importações, isto é, em julho de 1988 e em setembro de 1989. A reforma tarifária de 1988, por exemplo, foi antecedida de amplo debate entre empresários e Governo, e os resultados práticos em termos de redução do protecionismo não foram muito significativos em virtude do elevado número de itens de produtos com

* Professor da Faculdade de Economia, do Centro de Ensino Unificado de Brasília (CEUB).

O autor agradece o apoio logístico da Confederação Nacional dos Trabalhadores nas Empresas de Crédito (CONTEC) e assume inteira responsabilidade pelas opiniões expressas no artigo.

alíquotas redundantes, da atuação do Governo aumentando certas alíquotas para se promoverem determinados setores (tarifas promocionais) e da unificação do IOF e da Taxa de Melhoramento dos Portos (TMP) no Imposto de Importação. A reforma tarifária de 1989 objetivou a redução dos preços internos e a modernização através do incremento da produtividade, entre outros pontos. Uma das dificuldades dessa segunda rodada foi a escassez de prazo (seis meses) para a realização de estudos aprofundados para a fixação de novas alíquotas. No entanto importantes contribuições foram deixadas, tais como definição de cadeias produtivas setoriais e fixação de critérios de redução de tarifas por setor, e que seriam aproveitadas a partir de 1990. De acordo com Lemme (1989), depois da reforma tarifária de 1989 ficou faltando

" (...) o aprofundamento do conhecimento das condições de competitividade apresentadas pelos diversos setores, viabilizando, assim, não apenas a permanente adequação da estrutura de proteção ao grau de competitividade que tais setores vêm alcançando, como também a geração de importantes subsídios para a formulação da própria política industrial".

Além de uma política cambial ativa, é indispensável seguir-se uma política de incentivos fiscais e financeiros às exportações — dentro das normas do Acordo Geral de Comércio e Tarifas (GATT) — junto a um programa de liberalização comercial. Tais incentivos, entretanto, devem ser usados de forma eficiente e racional (inclusive para melhorar a distribuição de renda), visto que, desde meados da década de 80, os recursos orçamentários se tornaram escassos. No entanto, embora seja importante uma maior participação de recursos privados e externos no financiamento do comércio exterior, os recursos estatais ainda são necessários para a garantia de divisas, através das exportações. Ademais, a abertura às importações deve vir acompanhada da retomada do crescimento e do fortalecimento do mercado interno — visando testar a sua participação nesse processo e propiciar o incremento das exportações por meio de ganhos de escala, segundo as teorias de Vernon e de Linder (BURLE, 1988) — e não, conforme se verificou nos três anos iniciais do Governo empossado em março de 1990, atrelada a uma política econômica recessiva.

Por outro lado, desde a segunda metade da década de 80 tem sido destacada a participação dos fluxos internacionais de capitais em bônus nos fluxos totais de capitais. Segundo os dados do FMI (B. Mens. BACEN, 1992), por exemplo, em 1988, enquanto os fluxos de capitais através de bônus atingiram US\$ 228,4 bilhões, os fluxos através de créditos bancários alcançaram US\$ 159,7 bilhões. Esse processo de aumento da participação de bônus se explica, em grande parte, pela liberalização do mercado de capitais, inclusive o dos países em desenvolvimento (CORDEN, 1989). Embora a participação desses países nos fluxos atuais de capitais seja menor do que a constatada durante os anos 70 (quando a participação dos empréstimos bancários foi dominante), o fato é que alguns desses países participam ativamente desse surto de captações em bônus, como é o caso dos latino-americanos. No caso do Brasil, vale notar que, após março de 1990, se verificou a adoção de um processo de liberalização de importações e que se associou, a partir de meados de 1991, com uma série de medidas de liberalização do mercado de capitais. Todavia, se, por um lado, os recursos do mercado de capitais podem ser utilizados no financiamento de atividades produtivas como o comércio exterior, por outro, podem resultar em várias distorções macroeconômicas para o País. Dentre

as mais importantes, destacam-se, em primeiro lugar, o impacto monetário pela entrada dos capitais, pressionando a inflação; em segundo, a instabilidade do equilíbrio do balanço de pagamentos, dada a pressão sobre a taxa de câmbio e o prazo curto desses capitais; e, por fim, o contexto atual interno de inflação elevada, fazendo com que os capitais não tenham um retorno em investimentos produtivos e se dirijam para aplicações em títulos públicos e depósitos a prazo (CDBs).

Depois das colocações anteriores, na seção 2, analisam-se as políticas cambial e comercial em 1990, destacando-se as medidas de liberalização das importações adotadas em março, a liberalização da política cambial e os fatores atuantes sobre a balança comercial nesse ano. Na seção 3, estudam-se as políticas cambial e comercial em 1991 e no início de 1992, enfatizando-se as diretrizes da reestruturação competitiva da economia, a reintrodução dos incentivos fiscais e financeiros às exportações, a política de redução tarifária nas importações, a política cambial e o "pacote" do comércio exterior de fevereiro de 1992. Na seção 4, analisam-se os principais instrumentos de captação externa do mercado de capitais, as implicações cambiais e fiscais desse afluxo de recursos e as medidas de contenção adotadas, objetivando-se reduzir a entrada desses capitais. Finalmente, na seção 5, apresentam-se as considerações finais.

2 - Políticas comercial e cambial em 1990

Anteriormente a março de 1990, estava evidente um quadro de incerteza cambial em razão da moratória do pagamento dos juros da dívida externa decretada em julho de 1989 (Resolução nº 1.564) e do aumento das remessas de lucros e dividendos para o Exterior face às expectativas do bloqueio monetário.¹ Além disso, os exportadores retinham o fechamento da contratação de câmbio ante sua expectativa de uma maxidesvalorização cambial, e, após o Plano (abril de 1990), os bancos internacionais reduziram os saldos e os prazos e elevaram os *spreads* (taxas de risco) das linhas externas de crédito de curto prazo ao comércio exterior em virtude do risco cambial do País.

Durante e depois do Plano Collor, em março de 1990, foram extintos o **Anexo C** (lista de vários produtos com importação proibida), os regimes especiais de importação, os programas de importação por empresa e a anuência prévia para importação e também foi reduzido o Adicional ao Frete para Renovação da Marinha Mercante (AFRMM), extinto em 1991. Isto é, houve inúmeras medidas de liberalização comercial, objetivando aumentar a concorrência doméstica, combater os cartéis e modernizar a indústria. Por outro lado, o Governo acabou com as isenções do Imposto de Renda sobre o lucro da atividade exportadora (Medida Provisória nº

¹ Segundo o Banco Central, no primeiro trimestre de 1990, essas remessas alcançaram 66,9% do total anual, evidenciando a especulação quanto às medidas econômicas (Relat. BACEN, 1991, 1992).

161) e com os incentivos fiscais do IPI e do Imposto de Importação concedidos pela Comissão para Concessão de Benefícios Fiscais a Programas Especiais de Exportação (BEFIEIX).²

Por sua vez, a política cambial mudou das minidesvalorizações periódicas fixadas pelo Banco Central para o sistema do mercado de taxas livres de câmbio (Resolução nº 1.690). Vale notar que a liberalização cambial vinha ocorrendo desde janeiro de 1989, com a regulamentação do mercado flutuante de câmbio pela Resolução nº 1.552. Conforme se observa na Tabela 1, nos seis meses posteriores ao Plano, a taxa de câmbio (Cr\$/US\$) valorizou-se em relação à inflação medida pelo Índice Geral de Preços do Mercado (IGP-M), o que se explicou pelo acúmulo de juros atrasados, pela conseqüente redução da procura por divisas e pela própria atuação do Banco Central evitando comprar dólares, com o objetivo de conter a expansão monetária.³ Na verdade, somente em setembro a autoridade monetária assumiu sua posição compradora nesse mercado. Além do mais, os reajustes cambiais foram bastante oscilantes ao longo do ano, contribuindo, ainda mais, para o desestímulo às exportações.

Em vista da situação descrita anteriormente, o Governo diagnosticou a necessidade de se fomentarem as exportações como condição essencial para se sustentar o programa de abertura comercial. Assim sendo, lançou, em junho de 1990, as diretrizes iniciais da nova Política Industrial e de Comércio Exterior (PICE), enfatizando o incremento da competitividade externa por meio do aumento da produtividade, do uso de novas tecnologias, da qualificação da mão-de-obra e da utilização de insumos importados (Relat. BACEN 1990, 1991). Entretanto a estratégia industrial demandava tempo e dependia da contenção da inflação, o que não se verificou em 1990. Assim, constata-se, pela Tabela 2, que, ao final desse ano, a balança comercial registrou uma substancial perda no saldo em relação a 1989, refletindo a valorização real da taxa de câmbio, a quebra da safra agrícola, a queda dos preços das *commodities* e a insuficiência dos financiamentos às exportações, com a extinção do Fundo de Financiamento às Exportações (Finex) em outubro. Em síntese, uma situação comercial difícil atuou para o déficit em transações correntes de US\$ 3,5 bilhões e para o déficit global de US\$ 8,8 bilhões no balanço de pagamentos, mesmo se considerando que grande parte dos juros assinalados na Tabela 2 não foram pagos em virtude da moratória.

² Efetivamente, permaneceram apenas os incentivos fiscais dos contratos em andamento, entre os quais alguns do setor automobilístico, com previsão para terminar até 1996.

³ Após o Plano, o Banco Central ainda adotou uma série de medidas de suspensão temporária de depósitos em moeda estrangeira, de retenção temporária de saques dessas contas, entre outras de âmbito cambial, com o objetivo também de conter a liquidez. Ver Relatório do Banco Central do Brasil 1991 (1992).

Tabela 1

Taxas mensais de reajuste cambial e de inflação
no Brasil—mar./90-dez./91

DISCRIMINAÇÃO	REAJUSTE NOMINAL DA TAXA DE CÂMBIO (1) A	ÍNDICE GERAL DE PREÇOS DO MERCADO B	REAJUSTE REAL DA TAXA DE CÂMBIO B/A
1990			
Mar.	38,9	83,9	-24,5
Abr.	20,4	28,4	-6,2
Mai	7,8	5,9	1,8
Jun.	10,5	9,9	0,5
Jul.	13,1	12,0	0,9
Ago.	3,9	13,6	-8,5
Set.	17,5	12,8	4,2
Out.	26,9	12,9	12,4
Nov.	35,3	16,9	15,7
Dez.	17,5	18,0	-0,4
1991			
Jan.	29,4	17,7	9,9
Fev.	1,5	21,0	-16,1
Mar.	6,9	9,2	-2,1
Abr.	9,1	7,8	1,2
Mai	9,2	7,5	1,6
Jun.	9,7	8,5	1,1
Jul.	11,0	13,2	-1,9
Ago.	13,6	15,3	-1,5
Set.	18,1	14,9	2,8
Out.	38,7	22,6	13,1
Nov.	30,3	25,6	3,7
Dez.	27,2	23,6	2,9
Total Acumulado	3 385,9	3 328,2	1,7

FONTE: BOLETIM MENSAL DO BANCO CENTRAL DO BRASIL (1992). Brasília, v.28, n. 4-6, abr./jun.

NOTA: O ágio do dólar paralelo em relação ao dólar oficial (mercado livre) situou-se em baixos percentuais no período, excetuando-se em fases periódicas, como em outubro de 1991.

(1) Taxa de câmbio (Cr\$/US\$) de fim do mês (taxa de venda).

Tabela 2

Balança de pagamentos do Brasil — 1989-91

(US\$ milhões)

ITENS	1989(1)	1990	1991(2)
A - Balança comercial — FOB	16 120	10 753	10 604
Exportações	34 383	31 414	31 621
Importações	18 263	20 661	21 017
B - Serviços	-14 800	-15 096	-13 177
Juros	-9 633	-9 748	-8 621
Outros serviços	-5 167	-5 348	-4 556
C - Transferências unilaterais	244	834	1 556
D - Transações correntes (A + B + C) ...	1 564	-3 509	-1 017
E - Capital	-4 179	-4 988	-4 513
Investimento direto (líquido)	125	0	170
Financiamentos	3 640	3 424	2 026
Estrangeiros	3 788	3 474	2 125
Novos ingressos	2 257	2 662	2 125
Refinanciamento	1 531	812	-
Brasileiros	-148	-50	-99
Amortizações	-33 985	-8 665	-7 830
Pagas	5 889	-8 053	-7 830
Refinanciadas (Clube de Paris) .	-28 096	-612	-
Empréstimos em moeda	25 972	-297	964
Curto Prazo	-1 664	-1 208	-3 033
Longo Prazo	27 636	911	3 997
Bancos brasileiros	1 465	-	-
Novos ingressos	-	-	-
Refinanciamento	1 465	-	-
Bancos comerciais estrangeiros	26 065	-	-
Novos ingressos	600	-	-
Refinanciamento	25 465	-	-
Intercompanhias	106	258	308
Demais	-	653	3 689
Outros capitais	69	550	157
F - Erros e omissões	-776	-328	851
G - Superávit ou déficit (D + E + F) ...	-3 391	-8 825	-4 679
H - Financiamento do resultado	3 391	8 825	4 679
Haveres (=aumento)	-887	-480	369
Obrigações-FMI	-852	-741	-590
Obrigações a curto prazo	5 130	10 046	4 900
Atrasadas	3 989	9 959	5 621
Outras	1 141	87	-721

FONTE: RELATÓRIO DO BANCO CENTRAL DO BRASIL 1990, 1991 (1991, 1992).
Brasília.

(1) Estão consolidadas as parcelas relativas aos refinanciamentos dos anos anteriores no Multi-Year Deposit Facility Agreement (MYDFA), no valor de US\$ 20.129 milhões. (2) Dados preliminares.

3 - Políticas comercial e cambial em 1991-92

Em fevereiro de 1991, as autoridades econômicas adotaram um novo "choque" de estabilização, visando conter a alta dos preços e retomar o crescimento (Plano Collor 2). Esse programa de ajustamento veio acompanhado de uma reforma financeira que extinguiu o *overnight* e criou o Fundo de Aplicações Financeiras (FAF), objetivando o controle monetário e o alongamento das aplicações financeiras. Com relação à reestruturação competitiva da economia, foram divulgadas inúmeras diretrizes no Programa de Competitividade Industrial (PCI) (BR. Minist. Faz. Econ. Planej., 1991) e no Projeto de Reconstrução Nacional (projeto) (BR. Minist. Faz. Econ. Planej., 1991a), em fevereiro e março respectivamente. Dentre as medidas desses documentos postas em prática, destacaram-se a redução da exigência mínima de nacionalização (de 70 para 60%) nos financiamentos de longo prazo dos bancos oficiais (Banco do Brasil, BNDES, BNB e BASA), a isenção do IPI e a depreciação acelerada como estímulo de redução de custos dos investimentos e a reativação do crédito oficial às exportações de bens de capital e serviços, através da criação do Programa de Financiamento às Exportações (Proex) em julho de 1991. Dentre as características do Proex, explicitam-se a redução de produtos considerados (ficaram bens de capital sob encomenda e equipamentos de transporte) em relação ao extinto Finex, a cobertura do financiamento e da equalização das taxas de juros em até 85% do valor FOB exportado do bem conforme o índice de nacionalização, os prazos longos e as amortizações trimestrais ou semestrais do empréstimo. No caso da modalidade de taxas de juros fixas, a equalização ocorre a partir de 8 a 8,5% (respectivamente, para países latinos e demais países) mais correção cambial, ou seja, na hipótese de o custo final do empréstimo ser de 12% ao ano mais correção cambial, a diferença (4 ou 3,5 pontos percentuais, conforme o mercado) é dada como subsídio pelo Governo ao exportador.

Paralelamente ao Plano Collor 2, o Governo anunciou o cronograma inicial de redução gradual das tarifas nas importações para o período 1991-94, objetivando aumentar a competitividade da indústria, dentre outros pontos já assinalados. De acordo com o documento oficial,

"(...) foram estabelecidas as condições básicas para um programa de liberalização de importações, o qual não significa uma tendência ao livre comércio, mas a elaboração de uma política de proteção estável (alíquotas para os próximos 4 anos), transparente e temporária, buscando o estímulo à eficiência através da concorrência externa" (GM, 1.2.91).

A Tabela 3 procura reproduzir o esquema de redução gradual das tarifas no período 1990-94 para os principais produtos da pauta de comércio exterior. Os critérios de fixação das tarifas baseiam-se nas cadeias produtivas, nos anos de fabricação dos produtos, nas alíquotas dos insumos, entre outros fatores. Por exemplo, dentro de uma cadeia produtiva, são fixadas tarifas menores para insumos e tarifas maiores para bens finais ao longo do período, principalmente para 1994. São estabelecidas também tarifas nulas (ou de 0% *ad valorem*) para bens com evidente vantagem comparativa de custos (ou sem similar nacional, ou de elevados custos de transporte), tarifas de 10 a 15% para produtos ao longo das cadeias produtivas, tarifas de 20% para a maioria dos produtos (é a tarifa modal prevista para 1994) e tarifas na faixa de 30 a 40% para trigo, automóveis, bens de informática, entre outros casos (Tabela 3). Por sua vez, constata-se que a redução tarifária é menos acentuada para bens de consumo e mais pronunciada para

bens de capital e bens intermediários no início do período (1991 e 1992), bem como alguns produtos apresentam elevação da alíquota nesse período (casos de trigo e bens de informática), em virtude da retirada de barreiras não tarifárias (quotas e anuência prévia) em 1990. Em síntese, o programa de liberalização das importações objetiva reduções graduais da média e da dispersão tarifárias associadas ao uso de legislação "anti-dumping", que garante instrumentos de salvaguarda contra práticas desleais de comércio e de imposto específico para produtos com preços anormalmente baixos.

Tabela 3

Cronograma de redução tarifária dos principais produtos importados — 1990-94

	(%)				
DISCRIMINAÇÃO	1990	1991	1992	1993	1994
Bens de capital					
Máquinas e equipamentos mecânicos ..	40,0	30,0	25,0	20,0	20,0
Máquinas têxteis	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
Bens de informática (sem anuência) ..	50,0	65,0	60,0	50,0	40,0
Bens de consumo duráveis					
Automóveis, caminhões e motocicletas	85,0	60,0	50,0	40,0	35,0
Calçados de couro	50,0	40,0	30,0	20,0	20,0
Eletrodomésticos eletrônicos	65,0	55,0	50,0	40,0	30,0
Bens de consumo não duráveis					
Trigo	25,0	45,0	40,0	35,0	30,0
Arroz	20,0	15,0	15,0	15,0	10,0
Vinhos e uísques	85,0	75,0	65,0	40,0	20,0
Bens intermediários					
Cobre	5,0	8,0	8,0	5,0	-
Produtos petroquímicos	20,0	20,0	20,0	15,0	15,0
Petróleo	-	-	-	-	-
Tarifa média	32,2	25,3	21,2	17,1	14,2
Tarifa modal	40,0	20,0	20,0	20,0	20,0
Tarifa mediana	30,0	25,0	20,0	20,0	20,0
Desvio-padrão	19,6	17,4	14,2	10,7	7,9

FONTE: MEFP (1991a). GAZETA MERCANTIL (1.2.91). A política tarifária no período 1991-94, São Paulo, p.11.

NOTA: 1. Tarifas (% "ad valorem").

2. Desvio-padrão e tarifas média, modal e mediana estimadas com base em todos os produtos importados.

Em abril de 1991, foram divulgadas as linhas operacionais do BNDES para o biênio 1991-92 e que se enquadraram nas diretrizes gerais da reestruturação competitiva da economia. Conforme conclui Burle (1991), "(...) o padrão de financiamento do BNDES visa ampliar capacidade produtiva, modernizar, reduzir custos, para se atingir a meta principal do crescimento econômico em condições sustentáveis". Vale destacar o

Programa de Financiamento à Exportação de Máquinas e Equipamentos (Finamex), atuando no financiamento do pré-embarque das exportações de bens de capital (até 70% do valor FOB), desde fevereiro de 1991, a taxas preferenciais e de acordo com o ciclo de fabricação do produto, como também a atuação do banco no financiamento do pós-embarque das exportações de bens de capital (inclusive material de transporte), desde agosto desse ano. Por sua vez, especificamente quanto aos portos, segundo Burle (1991) "(...) são estimuladas inversões em terminais de contêineres, granéis e na ampliação e/ou modernização das instalações de uso próprio ou misto, contribuindo decisivamente para a redução dos custos nas exportações".

Com a mudança da equipe econômica em maio de 1991, o Governo adotou uma série de medidas de incentivo às exportações e de liberalização da política cambial. Em agosto, o Banco Central instituiu o sistema de *dealers* (instituições financeiras) para atuar no mercado de divisas em seu nome — permitindo aumentar a transparência nas transações interbancárias cambiais —, e o Governo criou o Comitê de Financiamento à Exportação (CFE) para fixar critérios, avaliar riscos, estabelecer alçadas do Banco do Brasil, entre outras funções relacionadas ao crédito oficial às exportações (do Proex). Além disso, a partir de setembro, a política cambial passou a objetivar mais a competitividade das exportações e menos a contenção monetária, isto é, o Banco Central comprou mais divisas no mercado cambial.

Em 1991, a taxa de câmbio desvalorizou-se em 12,6% reais em relação à inflação interna, tendo contribuído para isso a mididesvalorização cambial do final de setembro e a saída do Banco Central do mercado de ouro nesse período (Tabela 1). No entanto os altos custos portuários, a quebra da safra agrícola, a falta de financiamento e a recessão dos países industrializados (Relat. BACEN 1991, 1992) não permitiram uma melhoria na balança comercial em relação a 1990, conforme se verifica na Tabela 2.⁴ Constata-se que o déficit em transações correntes se reduziu em relação ao ano anterior, atuando, para isso, dentre os fatores, a diminuição das despesas de juros em virtude da queda das taxas de juros (sem contar a moratória), a redução das remessas de lucros e dividendos para o Exterior e as receitas de transferências unilaterais (para esse item, atuaram o registro e o estímulo à operação propiciados pelo câmbio flutuante). Vale ressaltar ainda os investimentos diretos estrangeiros no País (principalmente no mercado de ações)⁵ e, por outro lado, as saídas de divisas para a capitalização e a expansão das dependências dos bancos brasileiros no Exterior. Por fim, cabe destacar a progressiva regularização dos pagamentos dos encargos da dívida externa (com bancos privados, organismos internacionais, agências oficiais, fornecedores e clientes) e o afluxo de "dinheiro novo" através de bônus, *commercial papers*, entre outros títulos do mercado de capitais.

⁴ Em 1991, o dólar oscilou, acentuadamente, em relação às demais moedas fortes, em virtude da instabilidade cambial européia. Em termos de fim de ano, entretanto, a cotação do dólar em relação ao marco praticamente se manteve no mesmo patamar constatado em dezembro de 1990.

⁵ Ao final de 1991 (Lei nº 8.383) e em março de 1992, o Governo adotou inúmeras medidas de estímulo ao capital de risco estrangeiro (que deverão ter atuação a partir de 1993), tais como redução do Imposto de Renda sobre as remessas de lucros e dividendos para o Exterior e permissão para o registro e a remessa de lucros apurados em aplicações financeiras.

Em fevereiro de 1992, o Governo ampliou a margem de subsídios na equalização das taxas de juros do Proex, ao estabelecer por teto a Libor — que estava em 4,4% ao ano para empréstimos de seis meses, no dia 26 de dezembro de 1991 —, ou seja, um patamar inferior aos 8 a 8,5% do começo do programa.⁶ Ademais, as autoridades econômicas determinaram que a equalização fosse lastreada por um título público federal — a ser resgatado de acordo com as prestações do empréstimo —, visando reduzir o risco da incerteza do não-pagamento do crédito pela União, tal como ocorria com o Finex. Apesar disso, entretanto, a verdade é que os recursos orçamentários foram escassos, e, até dezembro de 1992, a emissão dos títulos ainda dependia da aprovação pelo Conselho Monetário Nacional (CMN).

Ainda em fevereiro, foi instituído o *drawback* "verde-amarelo", isto é, a isenção do IPI na compra interna de insumos utilizados na produção exportável,⁷ inclusive para as empresas comerciais exportadoras (*tradings companies*). Essas empresas foram beneficiadas também por receberem os incentivos fiscais (Imposto de Importação, IPI) do *drawback* convencional na importação de insumos para exportação, os quais já eram concedidos aos demais exportadores.⁸ O Governo estendeu o prazo de permanência das mercadorias nos entrepostos aduaneiros sem a cobrança de impostos e antecipou o cronograma de diminuição das tarifas nas importações, ou seja, a redução prevista para janeiro de 1993 passou para outubro de 1992, e a redução prevista para janeiro de 1994, para julho de 1993. Por fim, em meados de 1992, autoridades econômicas e empresários da indústria automobilística acertaram as bases de um programa de exportações para esse setor (a ser implantado a partir de 1993, se projeto de lei a respeito for aprovado pelo Congresso), destacando-se a maior participação de peças e componentes importados com incentivos fiscais na produção dos autoveículos em relação ao extinto BEFIEX.

4 - A abertura do mercado de capitais

As taxas de juros internas elevadas, a escassez do crédito, a liberalização da política cambial, a recessão dos países industrializados e os baixos percentuais da Libor para empréstimos em dólar de seis meses determinaram a entrada do País no mercado de eurobônus. No entanto esses papéis lançados por empresas e bancos têm prazos apenas de um a cinco anos e vêm pagando altas taxas de juros (refletindo os altos riscos do País) aos investidores no mercado secundário.

Conforme se verifica na Tabela 4, o Brasil foi o País latino-americano cuja participação do sistema financeiro nas captações através das emissões de eurobônus

⁶ Mesmo se considerando que, entre julho de 1991 e dezembro desse ano, as taxas de juros finais dos créditos ao comércio exterior também caíram.

⁷ Vale notar que, até dezembro de 1992, a isenção do ICMS para os estados ainda não havia sido adotada, comprometendo o *drawback* "verde-amarelo".

⁸ Em 1989, as *tradings* tinham uma rede de 450 pontos de venda no Exterior (agentes gerais, agentes exclusivos, filiais, escritórios e associações com empresas locais), representavam 30% das exportações totais e eram fundamentais para os pequenos exportadores (DURÃO, 1990).

foi maior entre janeiro de 1989 e junho de 1992. Ademais, os papéis brasileiros vêm pagando os maiores prêmios médios (diferença entre a taxa de retorno e a taxa de juros da Letra do Tesouro americana de prazo equivalente) e apresentando os prazos médios mais curtos em relação aos demais países latino-americanos, especialmente México, Argentina e Venezuela. Dentre os fatores que explicam a alta participação do sistema financeiro na captação em eurobônus do Brasil, destacam-se a sua internacionalização, a carteira de aplicações mais diversificada dos bancos do que em relação às empresas não financeiras (permitindo a diluição do risco associado aos eurobônus) e as elevadas taxas de juros internas já assinaladas.⁹ Com relação ao primeiro fator, vale notar que a atuação das instituições financeiras estrangeiras tem sido bastante ativa, desde a coordenação externa das emissões para terceiros (bancos e empresas brasileiras) até a participação direta nas captações. Além disso, os bancos estaduais e os privados nacionais procuraram acompanhar os congêneres estrangeiros nas aberturas cambial e do mercado de capitais, objetivando manter a concorrência e a fatia do mercado financeiro.¹⁰

Tabela 4

Características dos eurobônus dos países latino-americanos — jan./89 a jun./92

DISCRIMINAÇÃO	MÉXICO	BRASIL	ARGENTINA	VENEZUELA	DEMAIS PAÍSES	TOTAL
A - Valor total captado por eurobônus (US\$ bilhões)	6,0	4,0	1,3	1,5	0,4	13,2
B - Número de eurobônus lançados	63	44	19	12	7	145
C - Valor médio captado por eurobônus (US\$ milhões) A/B	95	91	68	125	57	91
D - Taxa média de retorno por eurobônus (% a a)	10,9	11,0	10,5	10,7	9,5	10,9
E - Prêmio médio por eurobônus (pontos-base)(1)	365	533	466	380	427	438
F - Prazo médio por eurobônus (anos)	4,6	1,5	2,9	4,7	2,3	3,6
G - Distribuição, por setor, do valor total captado em eurobônus (participação percentual)						
Financeiro	29	37	24	2	0	27
Industrial	36	22	22	7	0	24
Exploração de recursos minerais (2)	15	26	11	73	0	28
Demais setores (3)	20	15	43	18	100	21

FONTE: BITTENCOURT, Getúlio (1992), quem comprou os eurobônus do Brasil. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 25 e 27 jul., p. 17. Caderno Mercados.

(1) Pontos percentuais (ou "spread"—taxa de risco) da taxa de retorno acima da Letra do Tesouro americana de prazo equivalente. (2) Petróleo e minério de ferro, principalmente. (3) Telecomunicações e outros serviços.

⁹ Em junho de 1992, as instituições financeiras captavam em eurobônus a 12% ao ano mais correção cambial e repassavam internamente a 25% ao ano, ou seja, a um custo final ainda bem menor do que o do crédito interno lastreado em CDBs de mais de 50% reais ao ano.

¹⁰ Na segunda metade de 1991, os investidores em eurobônus brasileiros parecem ser constituídos principalmente por próprios brasileiros repatriando capitais. Na primeira metade de 1992, entretanto, aumentou a importância dos investidores da Europa e dos Estados Unidos.

Os títulos de securitização de exportação destinam-se a empresas desconhecidas e são remunerados em cerca de três pontos percentuais abaixo dos bônus sem garantia (eurobônus), por serem garantidos pela mercadoria exportada (eliminam o risco do País). As desvantagens desse papel são as exigências de contratos elevados e regulares de exportação, o que, entretanto, não tira a atração dos custos mais baixos. Os *commercial papers* (notas promissórias) são títulos de emissão externa de empresa ou banco e de prazos variáveis, que foram muito utilizados no financiamento das exportações e do capital de giro por empresas multinacionais após o Plano Collor I. Nesses casos, as garantias são dadas pelas matrizes e pelos custos próximos aos da securitização de exportações. Os certificados de depósito (CD) são títulos bancários colocados no Exterior, de prazo de 90 a 360 dias e custo de 9 a 11% ao ano mais correção cambial (taxas do BANESPA em dezembro de 1991). No caso desse banco, esses títulos estão sendo usados na capitalização das agências no Exterior e no financiamento do comércio exterior.¹¹

Contudo, no contexto inflacionário do final de 1991 e início de 1992, tais capitais não serviam aos créditos longos e, sim, tinham o potencial de gerar problemas nas esferas cambial e fiscal. No primeiro caso porque a oferta de divisas poderia valorizar a taxa de câmbio e comprometer a balança comercial, bem como o balanço de pagamentos ficaria dependendo de recursos de curto prazo para se manter em equilíbrio. No segundo caso porque, em virtude da pressão monetária que ocasionavam, o Banco Central tinha que elevar as taxas de juros internas (mantendo o diferencial positivo juros-câmbio) para "enxugar" a liquidez por meio da venda de títulos públicos, provocando o aumento dos encargos da dívida pública mobiliária interna. Em razão desses motivos, a autoridade monetária adotou, no início de 1992, inúmeras medidas, visando conter a entrada de capitais externos, tais como: aumento do prazo mínimo nas emissões de eurobônus de dois para cinco anos, elevação do prazo mínimo dessas emissões com isenção do Imposto de Renda nas respectivas remessas para cinco anos, redução da posição vendida em dólares dos bancos (equivalendo a um corte de US\$ 400 milhões na captação externa, nas linhas de curto prazo), redução do prazo das Antecipações de Contratos de Câmbio (ACC) de 360 para 180 dias e aumento do IOF sobre essas operações sem lastro em exportação. Em outubro, o Governo alongou também os prazos dos empréstimos "intercompanhias" (Leis nºs 41 e 31) e da Resolução nº 63, visto que algumas instituições financeiras estavam se utilizando dessas vias para captar em menores prazos, em eurobônus.

Em junho de 1991, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) autorizou investidores institucionais estrangeiros (fundos de pensão, fundos mútuos e seguradoras) a atuarem nas Bolsas de Valores, com livre entrada e saída de capitais, isenção do Imposto de Renda sobre ganhos de capital e alíquota de 15% sobre

¹¹ As alternativas externas de capitalização (indexadas e/ou lastreadas em dólares) surgidas e/ou aperfeiçoadas após março de 1990 englobam ainda os pré-pagamentos de exportações, as *export notes*, o arrendamento mercantil (*leasing*) de bens importados, o *factoring* de exportação, as debêntures cambiais, a securitização de taxas de juros (*swap*), entre outras.

dividendos. Nesse ano, o investimento estrangeiro no mercado de ações alcançou US\$ 750 milhões, sendo US\$ 482 milhões por investidores institucionais. Vale destacar que esses recursos são voláteis e de curto prazo (*smart money*). Os ADR/IDR são títulos emitidos nos Estados Unidos e na Europa, respectivamente, e lastreados em ações de empresas locais. Apesar de pouco utilizados pelo País (apenas Aracruz e TELEBRÁS), têm grande potencial de captação de divisas com a arrancada do programa de privatizações e os lançamentos previstos para 1993. Em síntese, o Governo adotou uma postura ativa para atrair o capital estrangeiro por intermédio do mercado de capitais. Todavia o pleno êxito dessa estratégia está condicionado ao ajuste fiscal, ao controle da inflação e à conclusão da negociação da dívida externa. Concretizando-se tais requisitos, as condições de prazos, juros e volume de divisas captado poderão melhorar substancialmente.

5 - Considerações finais

Este artigo focalizou primeiramente certos aspectos da incerteza cambial que atingia o País antes de março de 1990 face às expectativas da adoção do Plano Collor I. Com esse Plano, constatou-se que foram adotadas algumas medidas de liberalização das importações no âmbito das barreiras não tarifárias. Além do mais, retiraram-se os incentivos fiscais e financeiros às exportações, e a política cambial passou a reger-se pelas leis do mercado, embora, nos seis meses iniciais dessa mudança, o Banco Central tenha atuado para valorizar o cruzeiro em termos reais. O Governo introduziu uma nova estratégia industrial e de comércio exterior, mas esta foi insuficiente para neutralizar os fatores adversos mencionados acima, resultando na perda do saldo da balança comercial de 1990 em relação ao ano anterior.

No começo de 1991, as autoridades econômicas adotaram o Plano Collor II e consolidaram a política industrial através da reestruturação competitiva, incluindo a reintrodução dos financiamentos oficiais às exportações. Paralelamente, foi anunciado o cronograma de redução tarifária nas importações para o período 1991-94, e o BNDES assumiu papel fundamental no financiamento de longo prazo, englobando o crédito ao pré e ao pós-embarque das exportações. Ademais, com a mudança da equipe econômica em maio, a política cambial passou a estimular também as exportações, principalmente a partir de setembro. No entanto os resultados da balança comercial em 1991 mostraram-se insatisfatórios, refletindo a insuficiência dos recursos do programa de crédito oficial às exportações (Proex), a recessão internacional, a quebra da safra agrícola e os altos custos portuários. Sendo assim, em fevereiro de 1992, as autoridades econômicas aperfeiçoaram o Proex e instituíram incentivos fiscais na compra interna de insumos para a exportação (*drawback* "verde-amarelo").

Se, por um lado, as exportações foram um importante "motor" para se neutralizar a recessão interna e se sustentar a liberalização das importações, por outro, a política monetária apertada também atingiu as vendas externas e atuou para transformar as captações externas pelo mercado de capitais numa alternativa de crédito do setor e da economia. Constatou-se que o Brasil foi o País latino-americano que piores condições de prazos e juros obteve no mercado de eurobônus. Isso decorreu da instabilidade

macroeconômica interna, ou seja, do descontrole do processo inflacionário. Nesse sentido, o Governo agiu corretamente, ao aumentar os prazos das emissões de eurobônus e ao reduzir as isenções fiscais sobre as remessas dessas captações, embora fosse mais sugestivo o alongamento das aplicações internas dentro de uma reforma geral do sistema financeiro, objetivando a retomada do desenvolvimento.

Bibliografia

- BATISTA, JÚNIOR, Paulo Nogueira, BELLUZO, Luiz Gonzaga de Mello (1992). Reforma fiscal, âncora cambial e estabilização econômica. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 12 ju. p.5.
- BAUMANN, Renato, MOREIRA, Heloiza C. (1987). Os incentivos às exportações de manufaturados - 1969/85. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, Rio de Janeiro: IPEA, v.17, v.2, p.471-490, ago.
- BITTENCOURT, Getúlio (1992). Quem comprou os eurobônus do Brasil? **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 25-27 jul. p.17. Caderno Mercados
- BOLETIM MENSAL DO BANCO CENTRAL DO BRASIL (1992). Brasília, v.28, n.4/6, abr./jun.
- BONTEMPO, Hélio César (1989). Política cambial e superávit comercial. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, Rio de Janeiro: IPEA, v.19, n.1, p.45-64, abr.
- BRAGA, Helson C. (1987). Reflexões sobre a política de comércio exterior contida no Plano Bresser. **Revista Brasileira de Comércio Exterior**, v.2, n.13, p.30-32, set./out.
- BRASIL. Ministério da Fazenda, Economia e Planejamento (1991). Programa de competitividade industrial (PCI). **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 28 fev. p.31-35.
- BRASIL. Ministério da Fazenda, Economia e Planejamento (1991a). Brasil: um projeto de reconstrução Nacional (projeto). **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 15 mar. p.12-18.
- BURLE, Lauro Lobo (1988). **Fatores de risco na competitividade das exportações brasileiras de manufaturados**. Brasília: Universidade de Brasília. (Dissertação de mestrado)
- BURLE, Lauro Lobo (1990). Exportações: perda de competitividade. **Diário do Comércio e Indústria**, São Paulo, 6-7 mar. p.6.
- BURLE, Lauro Lobo (1990a). O setor externo no Plano Collor. **Carta de Conjuntura**, Brasília: CORECON, v.4, n.21, p.21-23, mar./abr.
- BURLE, Lauro Lobo (1991). O BNDES e a reestruturação competitiva. **Carta de Conjuntura**, Brasília: CORECON, v.5, n.26, p. 38-40, maio/jun.
- BURLE, Lauro Lobo (1991a). O BNDES e a reestruturação competitiva. **Jornal do Economistas**, São Paulo: CORECON, jun.

- CAVALCANTI, Carlos Brandão (1987). **Transferência de recursos ao exterior e substituição de dívida externa por dívida interna**. Brasília: Universidade de Brasília. (Dissertação de mestrado)
- CORDEN, W. Max (1989). Proteção, liberalização e política macroeconômica. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v.19, n.1, p.5-24, jan./abr.
- CRUZ, Hélio Nogueira da, SILVA, Marcos Eugênio da (1991). A situação do setor de bens de capital e suas perspectivas. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v.21, n.3, p.319-350, set./dez.
- DINHEIRO VIVO (1992). Agência dinheiro vivo, cerco do BC dificulta captação no exterior. São Paulo, v.5, n. 46, p.7, 16-22 dez.
- DURÃO, Vera Saavedra (1990). Tradings negociam produtos de 3 mil empresas. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 14-15 jun. p.6. (Relatório Comércio Exterior)
- FERREIRA, Carlos Kawall Leal, FREITAS, Maria Cristina Penido de (1990). Possibilidades de aceso voluntário do Brasil ao mercado internacional de bônus. In: **INSERÇÃO Internacional do Brasil nos anos 90**. São Paulo: CORECON. v.1, mar. p.303-317.
- FRITSCH, Winston (1990). A política industrial do novo governo: um passo a frente, dois para trás? In: FARO, Clóvis de, org. **Plano Collor: avaliações e perspectivas**. Rio de Janeiro: Livros Técnicos e Científicos. p.344-345.
- GAZETA MERCANTIL (1.2.91). A política tarifária no período 1991-94. São Paulo. p.11.
- GONÇALVES, Reinaldo (1990). A inserção internacional de uma economia aberta e vulnerável na década de 90: o caso do investimento externo direto no Brasil. In: **INSERÇÃO Internacional do Brasil nos anos 90**. São Paulo: CORECON. v.1. mar. p.175-193.
- LEMME, Marta Calmon (1989). A revisão tarifária de 1989. **Revista Brasileira de Comércio Exterior**, Rio de Janeiro, v.5, n.26, p.33-39, nov./dez.
- MAIA, José Nelson Bessa (1989). Por um mercado livre de câmbio. **Carta de Conjuntura**, Brasília: CORECON, v.3, n.17, p.8-9, jan./fev.
- PELLEGRINI, Josué A. (1992). O Brasil e a nova dívida externa. **Informações FIPE**, São Paulo: USP/FEA, n.141, p.10-11, maio/jun.
- PEREIRA, Lia Valls (1992). As novas medidas governamentais. **Conjuntura Econômica**, Rio de Janeiro: FGV, v.46, n.3, p.28, mar.
- PRADO, Maria Clara R. M. do (1992). Novo prazo para captação externa. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 25-27 abr. p.19.
- RELATÓRIO DO BANCO CENTRAL DO BRASIL 1990 (1991). Brasília.
- RELATÓRIO DO BANCO CENTRAL DO BRASIL 1991 (1992). Brasília.
- REVISTA DE ECONOMIA POLÍTICA (1989). PT: plano econômico alternativo de emergência. São Paulo, v.9, n.9, p.140-148, abr./jun.
- SCWARTSMAN, Alexandre (1990). A situação da taxa de câmbio. **Informações FIPE**, São Paulo: USP/FEA, n.122, p.4-6, set.

- SILBER, Simão Davi (1991). Uma avaliação da política brasileira de comércio exterior. **Informações FIPE**, São Paulo: USP/FEA, n.130, p.8-9, maio.
- SUZIGAN, Wilson (1988). Estado e industrialização no Brasil. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v.8, n.4, p.5-16, out./dez.
- SUZIGAN, Wilson (1990). O plano de estabilização e a política industrial. In: FARO, Clóvis de, org. **Plano Collor: avaliações e perspectivas**. Rio de Janeiro: Livros Técnicos e Científicos. p.339-343.
- VEIGA, Pedro da Motta (1992). Uma liberalização comercial imprescindível. **Economia em Perspectiva**, São Paulo: CORECON, n.88, p.1-2, mar.
- ZINI JÚNIOR, Álvaro Antônio (1988). As minidesvalorizações brasileiras: política cambial adequada com choques de oferta? **Estudos Econômicos**, São Paulo, v.18, n.1, p.51-91, jan./abr.