

## ***Fluxos de capitais, volatilidade e vulnerabilidade externa – uma análise do caso brasileiro pós abertura financeira***

*Vanessa Petrelli Corrêa<sup>1</sup>*

**Resumo:** O objetivo de nosso trabalho é o de mostrar a volatilidade das contas externas do Balanço de Pagamentos nacional, especialmente após o processo de abertura financeira efetuado pelo país – mais especificamente após a implantação do Plano Real. O intuito não é o de analisar em detalhes o processo de abertura e sim o de indicar que o balanço de pagamentos brasileiro, ao incorporar crescentemente o ingresso de capitais de curto prazo e com viés especulativo torna-se crescentemente volátil. A situação de vulnerabilidade não se dissipa mesmo quando, após 1999, começam a se apresentar crescentes superávits comerciais.

**Palavras Chave:** *Fluxos de capitais, Balanço de Pagamentos, Abertura Financeira*

**Sub-área:** 05

### ***Introdução***

O objetivo de nosso trabalho é o de mostrar a volatilidade das contas externas do Balanço de Pagamentos Nacional, especialmente após o processo de abertura financeira efetuado pelo país – mais especificamente após a implantação do Plano Real.

O intuito não é o de analisar em detalhes o processo de abertura e sim o de indicar que o Balanço de Pagamentos Brasileiro, ao incorporar crescentemente o ingresso de capitais com viés de curto prazo e com perspectiva especulativa, torna-se crescentemente volátil. O que destacamos é que esta volatilidade tem a ver com a própria dinâmica dos fluxos internacionais de capitais mas que, no caso do Brasil, é magnificada pela centralidade da política de combate à inflação. Segundo nosso argumento, esta volatilidade continua, mesmo após a flexibilização do câmbio, quando começam a se apresentar crescentes Superávits na Balança Comercial.

Para abordar estas questões o trabalho apresenta 3 seções. A primeira delas, trata da especificação do novo perfil dos capitais que passa a se dirigir aos países periféricos após 1990. A segunda seção trata do ajuste do Balanço de Pagamentos Brasileiro após o Plano Real, no período do câmbio administrado e a terceira seção trata do período pós 1999.

### ***1) O longo fluxo de liquidez do período 1990-1997 - o crescimento das operações via títulos e o perfil do ajuste efetuado pelos países periféricos***

Iniciamos esta análise abordando o fato de que os ciclos financeiros de alta liquidez que se inauguram da década de 1980, têm características distintas do ciclo anterior.

Durante o ciclo da década de 1970 os capitais se dirigiram para os chamados “países periféricos”, principalmente pela via de bancos, através de empréstimos sindicalizados, observando-se ainda que, até então, estes países tinham suas Contas de Capital e Financeira do Balanço de Pagamentos operando com elevado grau de controle. O aumento das taxas de juros internacionais no final da década em questão marca o início do processo de encerramento do ciclo de recursos abundantes. Geram-se impactos imediatos sobre a Conta Serviços dos países devedores, que passam

---

<sup>1</sup> Professora do Mestrado em Economia do IE/ Universidade Federal de Uberlândia

a ter dificuldade de fechamento em seus Balanços de Pagamentos, gerando forte retração das fontes de financiamento externo voluntário (Griffith-Jones, 1990). Em termos de periodização, observa-se que em 1982 a decisão mexicana de declarar moratória foi o fator final, que desencadeou as crises das dívidas latino-americanas e o movimento de redução da liquidez, especialmente estes países.

Em meados da década de 1980, ocorre o início de um novo ciclo de liquidez internacional, apresentando-se mudanças em termos do perfil do fluxo de recursos. Estas mudanças têm a ver com as inovações financeiras que se processaram anos de 1980/1990 e que ocorrerem principalmente em duas frentes. A primeira, foi o processo de securitização, que envolveu: a reciclagem de créditos antigos, o crescimento do endividamento via títulos, a montagem de novas engenharias financeiras que engendram a articulação entre mercado de crédito e de capitais. A segunda frente se relacionou à expansão das operações com mercados derivativos (mercados futuros, de opções, de operações swaps), sendo que estes movimentos vieram articulados ao crescimento da atuação dos Investidores Institucionais. Estes começam a aparecer como os principais detentores de liquidez e se tornaram grandes compradores de papéis, além de terem se tornado agentes atuantes nos citados mercados de derivativos – o que foi um importante fator para gerar a liquidez nestes mercados.

O fato de grande parte dos recursos ingressantes ser dominado pelo endividamento através da emissão de Títulos de Dívida Direta é uma diferença importante, vis a vis ao período de endividamento das décadas de 1970 e 1980<sup>2</sup>. Para os propósitos de nosso trabalho, levantamos alguns dos elementos diferenciadores. O primeiro, se refere ao fato de que a heterogeneidade dos agentes envolvidos em transações de crédito é menor do que a que se apresentará a partir do momento em que o endividamento através de Títulos passa a se tornar dominante. O segundo ponto, é o de que a magnitude dos recursos envolvidos é muito maior no caso dos fluxos de títulos que envolvem agentes guiados por uma lógica de curto prazo e dominados por investidores que buscam reestruturar continuamente seus portfólios, exigindo a máxima liberdade possível para realizar tais operações. O terceiro ponto, se refere a que os bancos têm um perfil menos volátil e o quarto relaciona-se ao encurtamento generalizado dos prazos. No que se refere ao último elemento citado, o que se observa é que a abertura financeira e o aparecimento de papéis de dívida de diferentes prazos e maturação estão acessíveis a investidores (internacionais e domésticos) que realizam continuamente comparações de rentabilidade entre diferentes papéis sendo que, mesmo títulos de longo prazo, passam a sucumbir pela lógica de curto prazo. Estes são negociados em mercados secundários e seus preços podem variar continuamente, sendo que o lançamento de uma dívida nova leva em conta o movimento de preços dos títulos antigos nestes mercados. Ou seja, o mercado

---

<sup>2</sup> No que tange à questão dos tomadores de recursos, Lopez-Mejía (1999) observam que houve uma mudança. Enquanto que no ciclo dos anos 1970 até meados de 80 o Setor Público foi um importante receptor dos fluxos, nos anos 1990 os agentes privados contrataram a maioria dos empréstimos externos.

de dívidas de longo prazo é fortemente influenciado por movimentos especulativos efetuados nos mercados financeiros.

É importante indicar estas mudanças, pois observa-se que a volta de recursos aos países emergentes e especialmente para os países da América Latina deu-se, em parte, por conta do fenômeno destas inovações financeiras, que magnificaram o processo de globalização e que geraram um novo ciclo de liquidez. Observa-se que parte expressiva destes fluxos se vinculam à compra de papéis efetuadas por Investidores Institucionais, especialmente Fundos de Pensão e Fundos de Investimento, sendo que estes capitais ingressam nos países via conta de Investimentos em Carteira, para comprar títulos relacionados ao país (em moeda forte ou mesmo em moeda local) que tenham grande rentabilidade e até mesmo para realizar ganhos de arbitragem. Os ingressos de investidores especulativos pode se dar também na forma de movimentos de Moeda e Depósitos, que passam a ser crescentemente liberados pelos países a partir de seus processos de abertura financeira.

O destaque, ademais, vai para o fato de que os detentores de capitais com viés especulativo buscam uma alta flexibilidade, o que explica a contínua recomendação quanto à abolição de qualquer barreira que dificulte mais fortemente a possibilidade de reestruturação de seus *portfólios*. São capitais voláteis, que tomam a direção de países periféricos, quando buscam alta lucratividade ou mesmo possibilidade de ganhos de arbitragem.

Outro ponto a indicar que é que os capitais que buscam títulos mais arriscados são apenas uma parte alíquota menor do capital em geral, que se concentra em títulos considerados mais estáveis<sup>3</sup>. Seguindo esta última observação, a explicação do direcionamento de grande parte dos recursos para os países periféricos se dá por fatores ligados à lógica de valorização dos capitais dos países centrais. Neste sentido, o direcionamento está intrinsecamente ligado à política monetária destes países, especialmente a dos EUA e à lógica de atuação dos principais compradores de papéis, o que envolve, inclusive, sua política de alavancagem de recursos.

A este cenário descrito é que se agregam as atuações mais diretas dos países periféricos para atraírem capitais:

(i) Via mudanças de condicionantes internos, que dizem respeito ao processo de adequar internamente o país às “normas” ditadas pelas finanças globalizadas através: do processo de abertura financeira, da renegociação de sua dívida externa,<sup>4</sup> da redução do papel do Estado na economia, de mudanças de legislação nos mercados de capitais para que estes se tornem mais transparentes.

---

<sup>3</sup> - Lopes-Mejia (1999) indicam que 1999 140 dos 166 países em desenvolvimento contavam com menos do que 5% dos influxos totais de capital.

<sup>4</sup> A respeito dos processos de liberalização financeira ver Prates (1997)

ii) Através de uma política explícita de atração dos capitais que envolve o ajuste dos juros internos aos requerimentos exigidos, especialmente pelos capitais de curto prazo.

Considerando o contexto acima indicado, os países periféricos engendraram rápido processo de abertura comercial e financeira; adotaram políticas de estabilização monetária baseadas em âncoras cambiais (graças à forte entrada de capitais, o câmbio desses países passa a se valorizar); começaram a reduzir a participação do Setor Público, via processo de privatização.

Ademais, estes países devedores renegociaram suas Dívidas Externas, sob a égide do Plano *Brady*, abrindo espaço para que se iniciasse um novo ciclo de endividamento. Estes ajustes foram efetuados de formas e em épocas distintas pelos países devedores mas, via de regra, ocorreram entre meados da década de 1980 e meados da década de 1990, período em que se observa forte fluxo de capitais para os mesmos .

Mesmo levando em conta que estes ajustes foram fundamentais, os fatores que definiram o direcionamento dos recursos para os países periféricos nos anos 1990 estiveram vinculados à lógica especulativa dos grandes capitais e ao movimento das taxas de juros internacionais. Teve a ver essencialmente com o fato de que os Estados Unidos mantiveram sua taxa de juros em patamares baixos durante os anos 1990. O que se observa é que no início desta década citada ocorrem mudanças na Conta Capital e Financeira deste país; registrando-se saídas líquidas de capitais, após um longo período de entradas líquidas. Parte deste processo se relaciona à saída de capitais privados dos Estados Unidos para comprar títulos relativos a devedores Latino Americanos, em busca de maior rentabilidade. Neste contexto, a exigências destes capitais é a de que os papéis de devedores vinculados a países periféricos ofereçam uma rentabilidade extra, vis a vis à dos títulos em moeda forte, com a justificativa de que este *spread* tem o intuito de cobrir os “riscos” considerados por eles<sup>5</sup>. Calvo, Leiderman e Reinhart (1993) destacam que as condições cíclicas nos países desenvolvidos teriam sido as principais responsáveis pelo direcionamento dos fluxos de capitais para a América Latina no novo ciclo de liquidez que engloba os anos 1990.

Após a renegociação da Dívida externa mexicana os países periféricos voltaram paulatinamente a se inserir nos mercado internacionais de capital. Ocorre um grande crescimento no fluxo líquido de capitais enviados a este países, indicando-se que os fluxos de portfólio passam a ser maiores do que os de empréstimos bancários<sup>6</sup>. Neste contexto é interessante observar que, mesmo os países que não haviam completado o processo de reestruturação de suas dívidas e que

---

<sup>5</sup>No caso de títulos de dívida de países periféricos definidos em moeda forte, exige-se um *spread* acima da rentabilidade do Treasury Bond, sendo este o indicador que convencionou-se ser a indicação mais utilizada de “Risco País”. Para papéis em moeda local do país periférico exige-se, além do Risco País, que se agregue a desvalorização esperada do câmbio.

<sup>6</sup>Na verdade, até 1997 os países Asiáticos captavam ainda majoritariamente recursos via bancos e Investimentos Diretos. Ainda assim. Os influxos de curto prazo foram mais pesados na Ásia (Montiel e Reinhart, 1999)

não haviam adotado políticas mais explícitas de controle de inflação, foram contemplados com o aumento dos fluxos atraídos pelos juros altos ofertados.

Como consequência da adoção conjunta de liquidez financeira e juros altos apresentou-se um crescimento expressivo das Reservas Internacionais e uma tendência generalizada de apreciação do câmbio real, especialmente para os países da América Latina já no início da década de 1990<sup>7</sup>. Após a rápida valorização do câmbio grande parte países periféricos passou a intervir o no mercado cambial, sendo que o excesso de recursos ingressantes pelo lado das contas Investimento em Carteira e Outros Investimentos (especialmente Moeda e Depósitos), resultou em acumulação de Reservas durante grande parte da 1990 (com exceção de 1994). Cresceu, paralelamente, a necessidade de recursos para fechar os Balanços de Pagamentos, por conta do impacto sobre a conta Serviços e da vulnerabilidade das Reservas, dominadas por capitais de curto prazo. Este *mix* de políticas, ademais gera obviamente efeitos negativos na acumulação da Dívida Pública. Isto porque a acumulação de Reservas não esterilizada traz conseqüências não desprezíveis para a dinâmica da inflação, pois compromete as metas de emissão monetária. Isto pode gerar impactos de apreciação da taxa de câmbio real, efeito que a Autoridade Monetária tenta evitar, ao intervir no mercado de câmbio, absorvendo divisas externas. Este movimento, por sua vez, é efetuado pela geração de recursos via emissão de Dívida Pública. O nosso ponto então é que, tendo em vista a dinâmica dos mercados financeiros internacionais, a abertura financeira, conjugada com políticas explícitas de atração de capitais de curto prazo via juros altos, faz crescer a vulnerabilidade das contas externas dos países periféricos (Edwards, 1999; Gourinchas, 2001). No caso específico do Brasil a centralidade da política de combate da inflação magnifica a política de atração, gerando uma contínua vulnerabilidade nas contas externas, sendo que esta situação não se desmonta, mesmo com a adoção do câmbio flutuante.

## ***2- O movimento do Balanço de Pagamentos brasileiro entre 1994 e 1998– o crescimento da vulnerabilidade e a armadilha sobre as contas externas***

Conforme já destacamos, a principal causa externa para a retomada de capitais para os países latino-americanos no início da década de 1990 foi a forte tendência de redução das taxas de juros internacionais (Calvo, Leiderman & Reinhart, 1993) e o desenvolvimento favorável do Balanço de Pagamentos dos Estados Unidos e do Japão. A isto se agregou a queda da percepção de risco quanto aos investimentos em mercados emergentes, propiciada pelas sucessivas renegociações da Dívida Externa dos países latino-americanos a partir do México em 1990. O nosso ponto é que após o movimento de abertura, os países que se ajustaram economicamente aos requerimentos de

---

<sup>7</sup> No México, a partir de 1990; na Argentina, a partir do Plano Cavallo (que instituiu o *currency board* em 1991). No Brasil, até o final de 1991 (tendência revertida com a desvalorização), sendo que a apreciação mais forte ocorre após a adoção do Plano Real.

rentabilidade dos capitais receberam, rapidamente, recursos líquidos que estavam disponíveis em busca de valorização, antes mesmo de terem realizado as reformas de ajuste inflacionário, por exemplo. Este foi o caso do Brasil, que observou forte ingresso de capitais após 1991. Com a adoção do Plano Real, se continuou oferecendo altos juros internos sendo que, de início, a não intervenção no mercado de câmbio em período de alta liquidez provoca a apreciação real do câmbio. Observou-se que o próprio movimento do mercado foi responsável pela sobrevalorização cambial que facilitou o ingresso de capitais e a própria estabilização.

Após este primeiro momento, o câmbio passou a ser administrado, adotando-se o sistema de bandas cambiais com o intuito de manter a estabilidade na área cambial e ajustam-se os juros domésticos para atingir o nível necessário à atração dos capitais, expresso nos mercados futuros de juros que segue a lógica da equação abaixo.

$$i = i^* + \text{Risco País} + \text{Risco de câmbio (desvalorização esperada} + \text{Prêmio de risco)}^8$$

Ou seja, a taxa doméstica de juros esperada ( $i$ ) é aquela que permite oferecer uma rentabilidade que envolva a cobertura da taxa de juros internacional ( $i^*$ ) mais o Risco País (Medido, por exemplo pelo índice Embi +) e mais o Risco de Câmbio, medido pelas projeções das desvalorizações cambiais nos mercados futuros de câmbio ou pelas taxas swaps entre juros domésticos e câmbio.

Tendo em vista o ajuste dos juros, conforme pode-se observar pelo Gráfico 1, ocorre expressivo ingresso pelos Investimentos em Carteira, o que permanece até 1997/1998. A conta Outros Investimentos, tem um peso expressivo até 1996, sendo que começa a decrescer desde a Crise do México. Agregando os dados da Tabela 1, é possível perceber que a abertura gera, não apenas a mudança do perfil dos fluxos, como também o rápido aumento do patamar dos mesmos.

A Conta Financeira passa de um ingresso de US\$ 8.518 milhões em 1994 para US\$ 33.514 em 1996. O forte ingresso inicial de capitais traz consigo necessidades crescentes de recursos para fechar o Balanço de Pagamentos, tendo em vista o crescimento inexorável da Conta Serviços, fazendo com que a necessidade de atração de capitais seja cada vez mais forte. Quando, paralelamente a isto, se somam déficits na Balança Comercial resultantes da sobrevalorização do câmbio no início do Plano, verificamos que o patamar do Déficit em Transações Correntes cresce rapidamente. De um déficit de US\$ 18.811 em 1994, chega-se a US\$ 33.416 em 1998. Este é um dos passivos que se cristalizam já no início da política que agregou abertura financeira e forte ingresso de capitais. Nesta situação, a atração crescente de capitais se mostra como elemento central para a continuidade do processo.

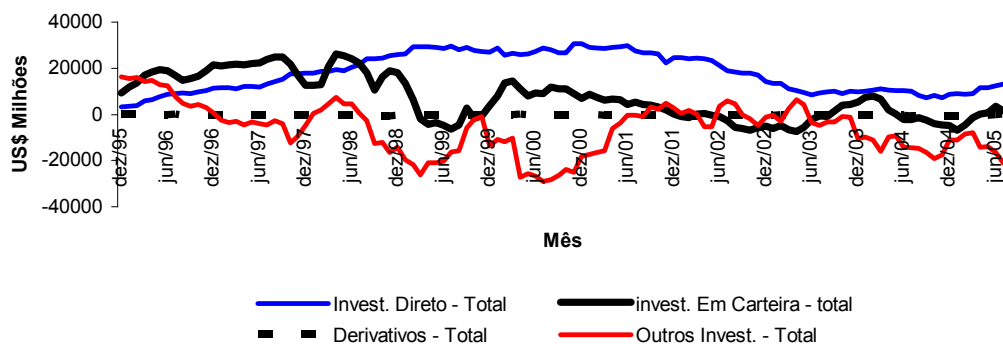
<sup>8</sup> - Para esta discussão vide Garcia & Olivares (2000) e Garcia & Valpassos (1998).

**Tabela 1 – Balanço de Pagamentos Sintético 1993/2005 - em US\$ milhões**

Anos	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
<b>Transações Correntes</b>	-676	-1811	-18384	-23502	-30452	-33416	-25335	-24225	-23215	-7637	4177	11711	14199
Balança Comercial	13299	10466	-3466	-5599	-6753	-6575	-1199	-698	2650	13121	24794	33641	44757
Rendas e Serviços	-15577	-14692	-18541	-20350	-25522	-28299	-25825	-25048	-27503	-23148	-23483	-25198	-34115
Transf. Unilaterais	1602	2411	3622	2446	1823	1458	1689	1521	1638	2390	2867	3268	3558
<b>Capital e Financeira</b>	10495	8692	29095	33968	25800	29702	17319	19326	27052	8004	5111	-7330	-8808
<b>Erros e Omissões</b>	-1111	334	2207	-1800	-3255	-4256	194	2637	-531	-66	-793	-2137	-1072
<b>Resultado Balanço</b>	8709	7215	12919	8666	-7907	-7970	-7822	-2262	3307	302	8496	2244	4319

Fonte: Bacen

**Gráfico 1-Conta Financeira -  
dados mensais- ac. 12 meses US\$ Milhões**



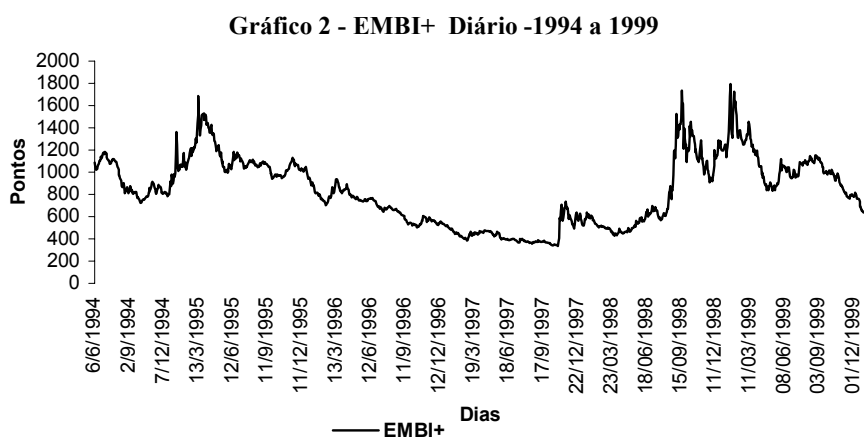
Fonte: Bacen- elaborado pelo autor

O nosso ponto é o de que as contas externas do país vão agregando continuamente capitais voláteis e que a dinâmica dos Juros Internos fica subordinada à lógica da atração destes capitais.

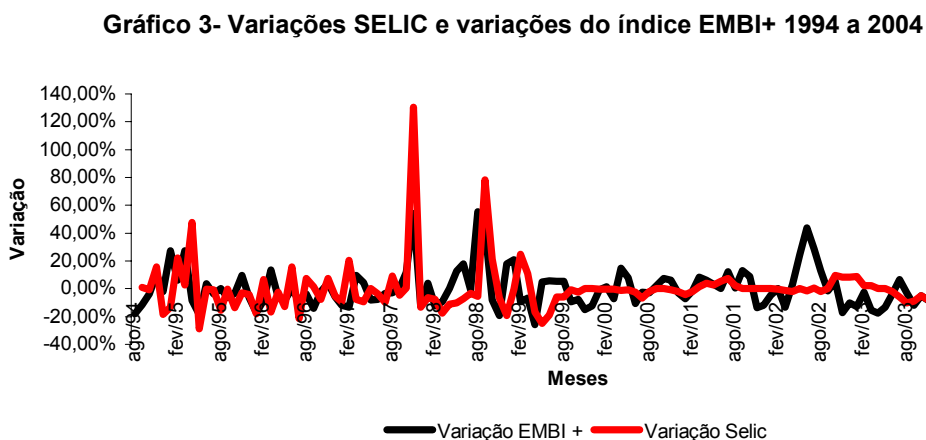
No que tange aos ingressos de recursos, tanto a conta Outros Investimentos quanto a de Investimentos em Carteira, são dominadas por capitais altamente voláteis, que são influenciados por elementos de expectativas. Qualquer mudança de conjuntura internacional acaba por afetá-los. Pode perceber pelo Gráfico 1, que estas contas apresentam entradas positivas de capitais até meados de 1997, sendo que a partir daí observa-se uma inflexão: os Investimentos em Carteira passam a cair e a conta Outros Investimentos, não só tem o mesmo movimento, como no agregado do ano se tornam fortemente negativa. Mesmo considerando o aumento do ingresso de capitais da conta Investimento Direto Líquido, nota-se que a queda dos recursos vinculados às outras duas contas faz com que o resultado da Conta Financeira do Balanço de Pagamentos fique aquém do Déficit registrado em Transações Correntes entre 1997 e 2000 (Tabela 1), período em que se perdem Reservas.

Quando é deflagrada a Crise da Ásia, que gera retração de liquidez nos mercados financeiros internacionais, o desajuste das contas externas já estava montado. A centralidade da política de combate à inflação (que definiu a manutenção da valorização do câmbio) magnificou os efeitos, por si sós, perversos da abertura financeira em países que não têm moeda forte.

A necessidade de continuar atraindo capitais aparece como inexorável, tendo em vista o rápido crescimento da dependência de capitais externos para fechar o Balanço de Pagamentos. Ocorre que após as crises do México, da Ásia e da Rússia gera-se o chamado “efeito contágio” (Edwards, 1998), que opera vendas em massa de papéis de países periféricos afetando o preço dos mesmos e, ato contínuo, aumentando a exigência de rentabilidade sobre os papéis dos países sobre ataque (aumentam os *spreads* requeridos e, por conseguinte os requerimentos sobre os juros internos). Este processo pode ser percebido pelo movimento do índice Embi+ Brasil, sendo que o aumento abrupto do índice também corresponde a momentos de redução de liquidez e fuga de capitais (Gráfico 2).



Fonte: J. P. Morgan



Fonte: J. Morgan e Banco Central

Os dados de Balanço de Pagamentos nos dão a visualização do peso dos capitais voláteis. Abrindo-se a conta Outros Investimentos, observa-se que a conta Moeda e Depósitos (de brasileiros e de estrangeiros) é uma daquelas que apresenta forte volatilidade. No período pós-crise do México e nas crises da Ásia e a Crise da Rússia estes capitais apresentam um movimento de saída abrupta de capitais. Após a Crise da Rússia a média de recursos que ingressam por esta conta (quando ocorrem) é muito baixa, mas o potencial de saída continua alto (Tabela 2 e Gráfico 4).



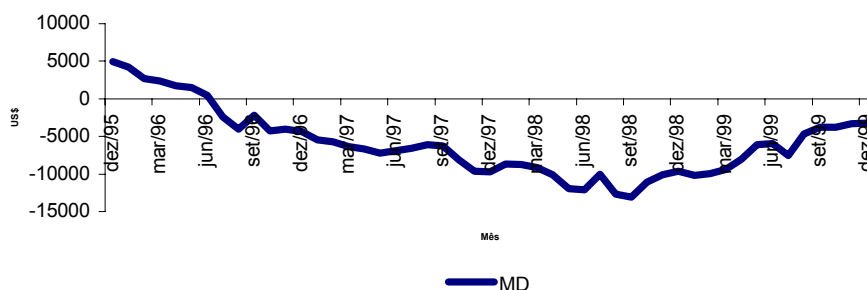
Os movimentos potencialmente negativos destes capitais de curto prazo são ainda reforçados pela redução de ingresso dos Créditos Comerciais, que também revertem rapidamente (Tabela 3). Estes dados nos mostram que não são só os fluxos de Investimento em Carteira que apresentam a maior volatilidade, observando-se que a conta Outros Investimentos gera fluxos de saídas negativas a partir da Crise do México e mais fortemente depois da crise da Ásia e da Rússia.

**Tabela 2- Outros I Brás.- Moeda e Depósitos - US\$ Milhões**

Ano	1994	1995	1996	1997	1998	1999
<b>M. e D.</b>	<b>-4923</b>	<b>6432</b>	<b>-6480</b>	<b>-829</b>	<b>-3234</b>	<b>-2301</b>
Bancos	-5625	6596	-4368	3400	1800	345
Outros	702	-164	-2111	-4229	-5033	-2647

Fonte: Bacen

**Gráfico 4- OIE: Moeda e Depósitos (dez/1995-dez/1999) US\$ Milhões- mensal (ac 12 meses)**



Fonte: Bacen

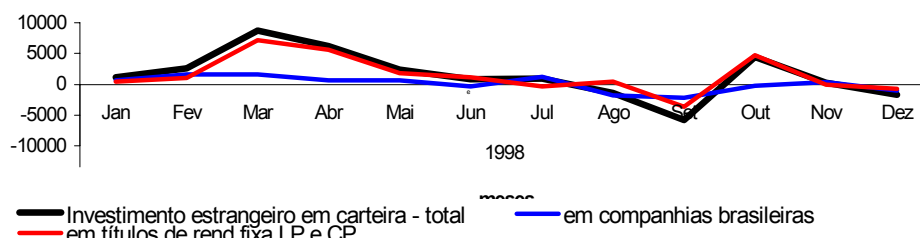
**Tabela 3- Outros I Est.: Crédito Comercial- fornecedores LP e CP -US\$ Milhões**

Ano	1994	1995	1996	1997	1998	1999
CC	7821	8118	12337	1045	2740	-7284
LP	-319	-96	-239	6404	4307	-4783
CP	8140	8214	12576	-5359	-1567	-2501

Fonte: Bacen

Por outro lado, quando analisamos os Investimentos em Carteira, observamos que eles são os principais atratores de capitais até 1997, e estes são primordialmente explicados por Investimentos Estrangeiros em Carteira, especialmente os negociados no exterior. Estes apresentam recuo na crise da Ásia e especialmente na crise da Rússia, indicando que nos momentos de crise internacional há um efeito contágio e gera-se uma fuga dos papéis brasileiros negociados no exterior, causando queda nos preços dos mesmos e um conseqüente aumento no Risco País. A queda conjunta de Investimentos em Carteira e Outros Investimentos dá-se justamente quando as necessidades de recursos para o fechamento do Balanço de Pagamentos em Transações Correntes exige forte ingresso de capitais.

**Gráfico 5- Investimentos Estrangeiros em Carteira 1998**  
US\$ Milhões

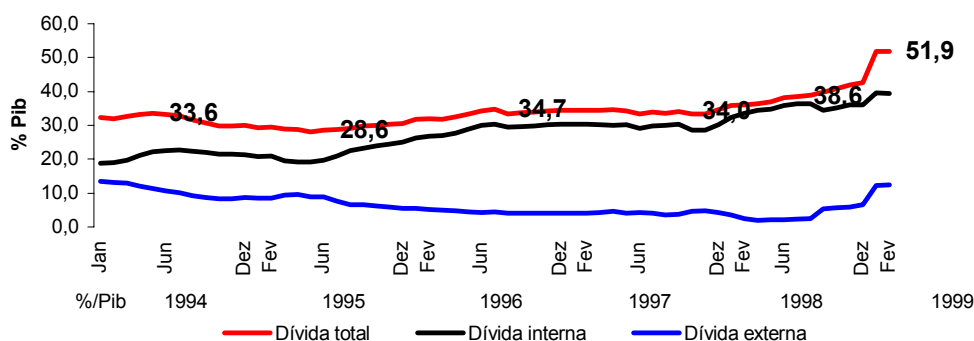


Fonte: Bacen

Mesmo a política de atração de Investimentos Diretos pela via das privatizações e de facilitação de fusões e aquisições no setor serviços (principalmente bancos) não é suficiente para gerar os recursos requeridos.

Ou seja, observamos o crescimento da vulnerabilidade do Balanço de Pagamentos brasileiro e o peso dos capitais de curto prazo nesta dinâmica. Neste contexto, o papel da política de Juros como elemento de manutenção do capital e de atração se coloca para os gestores da política econômica como a saída a ser seguida, uma vez que se opta pela continuidade do regime de bandas cambiais com forte abertura financeira, o que ocorreu até 1999.

**Gráfico 6 - Dívida Líquida do Setor Público Mensal em % do PIB**



Fonte: Bacen

O que destacamos é que ajuste macroeconômico adotado exigiu que no período de câmbio controlado os Juros Selic se ajustassem ao Cupom Cambial requerido (Gráfico 3), sendo que os expressivos juros requeridos geraram impactos contínuos sobre a Dívida Pública.

Quando a redução da liquidez internacional se apresenta, o país se encontra com um forte desequilíbrio no balanço de pagamentos e com uma Dívida Pública que já havia crescido sobremaneira. Nesta situação, entra-se em uma séria armadilha, pois nos momentos de fuga dos capitais e de retração da liquidez os aplicadores passam a ter uma maior aversão ao risco e passam a olhar para todos os indicadores possíveis, dentre os quais a relação DLSP/PIB.

À medida em que o país permanece utilizando a âncora cambial e demora em mudar esta política, os passivos vão se tornando cada vez maiores. Por fim, no início de 1999 adota-se uma forte desvalorização do câmbio, deixando-se o câmbio flutuar. No entanto, considerando que os títulos públicos vinculados a esta variação haviam crescido, gera-se um expressivo impacto cambial sobre a Dívida Pública, entrando-se no período de câmbio flexível com um crescimento do passivo público.

### ***3- O movimento das contas externas após 1999 – a permanência da vulnerabilidade***

#### **3.1) A dinâmica dos capitais internacionais**

No final da década de 1990 a sequência de crises ocorridas num grande número de países periféricos, resultou em desvalorização cambial das moedas locais daqueles que sofreram o ataque especulativo, seguida da adoção do regime de câmbio flutuante. Esta mudança repentina nas cotações das moedas resultou em prejuízos significativos para os investidores que aplicavam nestes países e a flexibilização do câmbio reduziu a previsibilidade do retorno dos investimentos em dólares. Estes impactos prejudicaram as aplicações para os países emergentes, sendo que houve uma redução geral de liquidez, visto que os aplicadores tornaram-se mais avessos ao risco (BIS, 2003).

Como consequência, após o fim do longo ciclo de liquidez financeira que abarcou o fim dos anos 1980 e foi basicamente até 1997/1998, inaugura-se uma nova fase, com características distintas das observadas no período pretérito. Um dos destaques importantes vai para o fato de que os capitais ligados à conta de Investimentos em Carteira e de Outros Investimentos continuam tendo importância central na determinação da volatilidade dos fluxos, só que se observa que os ciclos de expansão são mais curtos, seguidos por períodos abruptos de retração de recursos. Outra característica importante a ser mencionada, refere-se ao fato de que os detentores de capitais passam a considerar uma hierarquização dos países periféricos quando vão decidir suas aplicações.

Nesta parte do trabalho iremos abordar brevemente estes aspectos, que são cruciais para a compreensão de que a vulnerabilidade externa dos países que não têm moeda forte se mantém, mesmo depois do ajuste efetuado após a ocorrência de crises. Vejamos.

Conforme já citado, o ciclo financeiro compreendido entre 1999 e 2004 se caracteriza por haver a contraposição de curtos períodos de liquidez, seguidos por fases escassez de recursos. Entre 1998 e até 2001 observamos uma redução da liquidez internacional, e pela Tabela 4 podemos constatar que os Investimentos em Carteira e os Empréstimos<sup>9</sup> reduzem fortemente seus patamares no interregno indicado. Esta queda de recursos ocorre como decorrência das expectativas negativas quanto ao crescimento global, que afetaram o movimento dos fluxos de capitais em direção das

---

<sup>9</sup> - Os empréstimos estão contidos na Conta “Outros Investimentos” (other private capital flows)

economias emergentes. Após 1998 estas redução dos recursos se observa para os países periféricos em geral, sendo a mesma seguida por uma sucessão de crises: do Brasil (1999) e da Turquia e Argentina (2001-2002). Ademais, além das crises sobre os países periféricos observam-se vários outros acontecimentos, que geraram expectativas negativas sobre os aplicadores neste período sob análise. Dentre os mais importantes destacam-se: a crise de credibilidade sobre a bolsa de valores norte americana por conta dos escândalos contábeis, o fim da bolha especulativa nas bolsas mundiais, a desaceleração da economia mundial, o ataque terrorista contra os Estados Unidos. As condições de liquidez são fortemente afetadas e ocorre uma redução geral de recursos para financiamento.

**Tabela 4- Fluxos líquidos de Capitais para países periféricos e em desenvolvimento - extrato**

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>Total</b>							
<b>Private Capital Flows, net</b>	<b>77,4</b>	<b>86,6</b>	<b>42,2</b>	<b>20,6</b>	<b>47,0</b>	<b>131,2</b>	<b>162,9</b>
Private Direct Investment, net	53,0	171,2	175,0	189,1	139,3	119,3	135,3
Private Portfólio investment, net	38,4	666,0	66,1	-95,7	-98,6	-87,5	-43,9
Other private capital flows, net	-114,0	-150,6	-139,0	-72,8	6,3	99,3	71,2
Official Flows, net	47,3	6,4	-14,5	25,8	3,3	-7,2	-20,0
Change in reserves	-34,6	-92,7	-116,9	-113,5	-196,0	-363,9	-303,8
Current account	-51,4	38,8	128,9	88,1	145,8	207,3	162,5
<b>Central and East Europe</b>							
Private Capital Flows, net	27,3	34,5	33,4	-1,1	43,8	43,5	45,7
<b>Emerging Asia</b>							
Private Capital Flows, net	-50,6	2,7	-4,2	10,1	24,8	84,3	116,8
<b>Western Hemisphere</b>							
Private Capital Flows, net	78,6	53,2	51,9	26,9	8,5	11,8	17,9
Private Direct Investment, net	61,5	65,5	66,4	68,9	39,6	30,0	34,6
Private Portfólio investment, net	27,2	4,4	2,9	-7,2	-13,7	2,9	2,1
Other private capital flows, net	-10,1	16,6	-17,4	-34,7	-17,4	-21,1	-18,8
Official Flows, net	9,5	-3,4	-9,9	26,3	14,6	18,2	-5,6

Fonte: FMI (2004)

Quanto à dinâmica dos fluxos, conforme já foi registrado alternam-se momentos de expansão seguidos por períodos abruptos de retração de recursos, indicando-se ciclos curtos (dinâmica de *feast or famine*) (IMF, 2003). Esta dinâmica, por sua vez é influenciada pelos investidores com posições muito alavancadas que tiraram, pelo menos em parte, lições das crises passadas e assimilaram a natureza cíclica dos fluxos de capitais para as economias emergentes em geral. Desta forma, o que se observa é que os capitais estão alertas para o primeiro sinal de possível reversão, liquidando suas posições, e o movimento das taxas de juros norte-americanas afeta diretamente as expectativas destes agentes. Daí segue a nossa indicação de que as determinações relativas à escassez/abundância internacional de recursos para os países emergentes não estão relacionadas meramente aos indicadores de vulnerabilidade macroeconômica de cada uma destas economias, tendo a ver com a dinâmica específica da política monetária dos países centrais e com o perfil dos investidores. Quanto à periodização dos fluxos mais recentes, pode-se considerar, em linhas gerais as indicações do Quadro 1, sendo que passaremos a indicar brevemente seus determinantes principais.

### Quadro 1 – Ciclos Recentes de liquidez

→ 1998 a 1999 movimentos abruptos de expansão e retração

→ 1999 a nov de 2001 → retração

→ dez de 2001 a março 2002 → expansão

→ maio a nov 2002 → forte escassez

→ a partir de dez de 2002 e 2003 → abundância

→ primeiro semestre de 2004 → perda de ímpeto da liquidez

→ segundo semestre de 2004 a 2005 → abundância

**Tabela 5 - Taxa de juros dos feds funds - mensais ( janeiro) (em % ao ano)**

j. 1987	j. 1988	j. 1989*	j. 1990	j. 1991	j. 1992	j. 1993	j. 1994	j. 1995	j. 1996
6,00	6,63	8,75	8,25	6,60	4,00	3,00	3,00	5,4	5,25
j. 1997	j. 1998	j. 1999	j. 2000	j. 2001	j. 2002	j. 2003	j. 2004	j. 2005	j.2006
5,25	5,50	4,75	5,5	6,00	1,75	1,50	1,00	2,25	4,50

Fonte: Federal Reserve Bank

\* no ano de 1989 a taxa chegou a 9,75%

Enquanto de janeiro de 1999 a dezembro de 2000 se observou um crescimento nas taxas de juros internacionais, a partir de 2001 ocorreu uma paulatina queda nas taxas de juros norte americanas durante todo o ano (Tabela 5). Seria de se esperar que houvesse a busca por ativos mais arriscados, dentre eles os dos países periféricos. Ocorre, no entanto, que os escândalos contábeis e o ataque terrorista contra os Estados Unidos mantêm a retração dos recursos. A queda das taxas internacionais permanece e, no final do ano, e até o março de 2002, apresenta-se uma expectativa de retomada da economia global, sendo que houve um ciclo curto de expansão de recursos entre dezembro de 2001 e março de 2002. Observou-se um aumento do apetite de risco e os capitais fluem para os países periféricos, apresentando-se um curto período de expansão.

No entanto, no segundo trimestre do mesmo ano, ainda que as taxas de juros internacionais permanecessem baixas, eventos oriundos dos países centrais, como a divulgação de balanços de empresas com lucros mais baixos e a falência de grandes corporações reverteram a expectativa de crescimento e geram nos investidores uma perda de confiança. A aversão ao risco se faz sentir, de forma que no primeiro semestre de 2002 as taxas de juros básicas norte americanas param de cair. Entre junho e novembro de 2002 observa-se um aumento geral dos *spreads* de crédito, que atingiu inclusive os países centrais e os emissores com grau de investimento. A redução das emissões brutas é geral, observando-se, ademais, uma “fuga para a qualidade”, de forma que os investidores passam a adquirir ativos de mais alta qualidade de crédito (IMF, 2003; BIS, 2003a) – gerando aumento de preços nos mesmos.

Paralelamente, observam-se fortes vendas dos títulos soberanos dos países emergentes que se mantinham no nível de *sub-investment grade*, de forma que há um aumento do Risco País dos mesmos. Ocorre um declínio no preço das ações e títulos destes países e um aumento na volatilidade. O período que vai de maio a novembro de 2002 é de forte escassez de recursos.

Outro ponto a ressaltar quanto ao direcionamento dos recursos para os países periféricos é o de que, a partir daí, começa a se observar mais fortemente a diferenciação entre regiões. De fato, no que se refere aos recursos para os países emergentes, para além da queda dos fluxos, o que se destaca na nova fase que estamos relatando é que após o *default* da Argentina (2001) ocorrem mudanças na estrutura do mercado de títulos de dívida dos referidos países, o que acaba por definir uma certa hierarquia no que concerne ao tratamento dado pelos capitais a cada grupo destes países. Os que estão em nível *de sub-investment grade* passam a ser mais rapidamente aliçados dos mercados, mas os da América Latina têm sido os mais atingidos. Paralelamente, começa a ser observado que os tomadores com *grau de investimento* não-latino americanos se beneficiaram de uma redução do custo do endividamento, quando comparados aos demais.

Esta hierarquização dos países tem a ver com outra característica que se explicita nos mercados globais: aquela relativa ao crescimento da importância dos novos Fundos Mútuos “dedicados” em mercados emergentes (*new dedicated emerging market mandates*). Isto porque os mesmos se baseiam em índices mais amplos (como o EMBI *Global* e o EMBI *Global Diversified*), nos quais o peso dos países latino-americanos, como Brasil e Argentina, é menor (Prates e Farhi, 2004). Neste sentido, estes Fundos têm mais alternativas de aplicações quando vão reestruturar seu *portfólio* dirigindo seus recursos, inclusive a países que anteriormente não eram considerados. Ademais, a percepção que estes aplicadores começam a demonstrar é a de que os países da América Latina estão mais sujeitos a riscos quando comparados aos demais periféricos.

Para entender a lógica de aplicação destes fundos e dos capitais que consideram a possibilidade de aplicar em ativos mais arriscados, é preciso destacar que a reestruturação de *portfólio* dos mesmos não considera meramente os indicadores domésticos dos países periféricos. Na verdade, a decisão destes investidores é ditada essencialmente pelo movimento dos mercados financeiros dos países centrais.

No que concerne aos ativos de risco, há uma elevada correlação entre a volatilidade e os prêmios de risco dos chamados mercados emergentes (medidos pelos índices como o EMBI +) *vis à vis* ao comportamento dos mercados acionários dos países centrais (FMI, 2003). No período em questão foi possível observar um comportamento sincronizado entre os *spreads* dos chamados *Jun-Bonds* (títulos de rentabilidade elevada e alto risco emitidos por corporações americanas) e o dos títulos emitidos pelos mercados emergentes. Quando há expectativa de alta nos juros norte americanos os capitais mais especulativos saem dos papéis vinculados a países em nível de *sub-investment* (aumentado o Risco País) e se dirigem aos *Junk-Bonds*. Nesta situação a consideração é a de que os últimos estão com preços baixos e devem ser comprados, podendo-se realizar ganhos no momento de nova reversão dos preços. Paralelamente, ocorre o efeito contrário quando a indicação é a de queda nos mesmos juros (aumento dos preços e momento de venda).

Os Fundos de Investimento Dedicados Países Emergentes são um dos grupos de investidores que seguem esta dinâmica de fuga nos momentos em que as expectativas revertem. Os papéis que estão no nível de *sub-investment* são aqueles que são rapidamente descartados, sendo que os investidores passaram a exigir maiores contrapartidas dos emissores desses ativos, como securitização de recebíveis e garantias oficiais (FMI, 2003).

Na medida em que as expectativas de mercado mudam com muita rapidez, passa a se observar uma dinâmica que alterna momentos de alta liquidez, com momentos de escassez abrupta de recursos. No que se refere ao direcionamento em termos das regiões periféricas, prevalece a já citada questão de que os fluxos têm crescentemente se diferenciado. A América Latina tem sido a região que mais tem sofrido com as reversões abruptas das expectativas, indicando que os países aí inseridos têm sido considerados mais arriscados.

A constatação é a de que esta percepção de diferenciação dos riscos tem beneficiado, paralelamente, os países asiáticos e do Leste Europeu. Isto ocorreu, em parte, porque os asiáticos foram beneficiados pela base de investidores locais e os porque os últimos mantiveram o acesso ao mercado primário, favorecidos pelo “avizinhamento” de sua integração européia e das aplicações de investidores institucionais europeus em busca de rentabilidade (Prates e Farhi, 2004). De outro lado, existe a questão de que os ajustes dos países periféricos têm se dado de forma diferenciada. Ainda que a maior parte das economias emergentes tenham se ajustado após as crises, adotando o regime de câmbio flutuante articulado a Metas de Inflação, a forma de lidar com este mix de política econômica tem sido bastante diferente. Muitos países, especialmente os asiáticos, têm atuado mais diretamente no mercado de câmbio (flutuação suja), com o intuito de proteger suas taxas de câmbio e de não descuidar do fluxo de exportações, sendo que este tipo de ajuste vem sendo feito pelos países que estão sendo menos discriminados pelos fluxos financeiros internacionais.

Os fundos dedicados, por exemplo, seguem esta lógica de diferenciação entre regiões, sendo que nos momentos de redução de liquidez aumentaram suas posições em caixa e reduziram o peso relativo dos países latino-americanos em relação ao *benchmark*, elevando simultaneamente o peso das posições na Europa do leste, especialmente na Rússia. Então, em termos do movimento geral, observa-se que nos momentos de reversão das expectativas ocorre uma retirada relativamente maior das aplicações em papéis da América Latina, com exceção do México (FMI, 2002b e c; FMI, 2003).

Para se ter uma idéia, enquanto que o ano de 2002, tomado em conjunto, aparece como um período de forte retração de recursos para os países da América Latina, para o caso dos países asiáticos e emergentes europeus não ocorre a mesma falta de capitais (Tabela 4). Ou seja, as condições adversas atingiram principalmente os países emergentes sem “*grau de investimento*” e de uma determinada região mais fortemente do que a de outras.

Voltando à questão dos ciclos de liquidez, as análises dos fluxos têm demonstrado que durante o ano de 2003 ocorreu um período de abundância de recursos(BIS, 2003b). A percepção das Autoridades Monetárias norte americanas foi a de que o movimento de aversão ao risco que dominava os mercados poderia desencadear um movimento de deflação, o que levou-as a efetuar reduções seguidas nas taxas de juros básicas a partir do final do ano de 2002, movimento que permanece até meados de 2003.

Estes acontecimentos, em conjunto, geram um estímulo para os investidores buscar papéis mais arriscados, que gerem maior rentabilidade. Volta o apetite pelo risco e os especuladores se aproveitam das baixas taxas de juros internacionais para tomar empréstimos de curto prazo e aplicar em títulos de maior risco, mas com perspectiva de rentabilidade elevada. Ou seja, a partir do final de 2002 e durante o ano de 2003 os países emergentes em geral voltam a receber recursos, sendo que nesta fase o México e a Rússia são alçados à categoria de *investment grade*. Mesmo considerando esta expansão, deve ser observado que a vulnerabilidade dos países demandantes de capitais permanece, pois grande parte dos recursos ingressantes possuía um viés de curto prazo, sendo que os especuladores são levados a reestruturar suas carteiras a qualquer mudança de cenário, por conta do alto grau de alavancagem em que estavam.

No início de 2004 começa a se indicar a possibilidade de crescimento das taxas de juros norte-americanas (Tabela 5) e ocorre uma redução da liquidez no primeiro semestre daquele ano, sendo que as expectativas negativas também acabaram atingindo os mercados acionários maduros (IMF, 2004c).

A rápida reversão dos fluxos, seguindo estas expectativas, nos mostra que não têm sido as preocupações quanto aos “fundamentos” dos países que geram o movimento de aumento dos *spreads*, assim como não tem sido a melhora dos mesmos, a gerar a queda. Os próprios investidores têm reconhecido que a realocação de seus *portfólios* têm a ver com a expectativa de alta dos juros globais, que penalizou principalmente os países classificados como *sub-investment graded*.

Neste cenário, a mera estabilização das expectativas de que taxas de juros norte americanas permaneceriam baixas foi suficiente para gerar outra onda de compra dos mesmos papéis, provocando a queda dos *spreads* e a volta dos recursos.

Quando do em junho, o FED anuncia que as taxas norte americanas iriam aumentar apenas paulatinamente, geram-se novas operações de alavancagem e as condições de liquidez internacional se re-estabelecem. A duração do período de expansão, no entanto, é completamente desconhecida e, nesta dinâmica, a mera sinalização de que as taxas de juros norte americanas ou no mercado de eurodollar podem subir de forma mais abrupta, pode provocar uma venda dos papéis dos países que estão em nível de *sub-investment*, gerando uma queda de preços e um aumento dos *spreads*

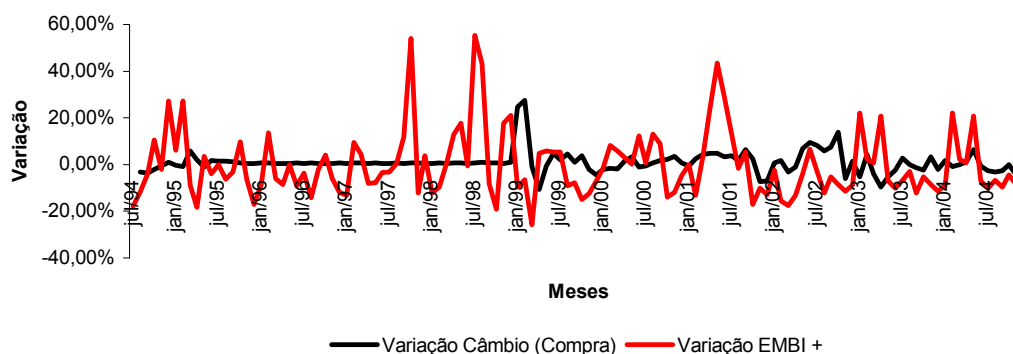


Ademais, a indicação dos mercados internacionais é a de que o cenário pode apresentar problemas por conta da bolha especulativa que vem ocorrendo no mercado imobiliário norte-americano.

### 3.2) O movimento das contas externas brasileiras após 1999

No caso brasileiro, após 1999, podemos dizer que a política macroeconômica que tem como centro a estabilização, conjugada a amplo processo de abertura, passa para uma nova etapa. Migra-se do regime de âncora cambial para o de câmbio flexível e aí mudam os focos de manejo da Política Econômica. A estabilidade passa a centrar-se na definição de Metas Inflacionárias sendo que, teoricamente, os juros se ajustam para permitir a Meta estabelecida, ficando mais livres dos movimentos especulativos. Nesta nova situação, permanece a abertura financeira e as variações nas expectativas dos agentes, que acabem se traduzindo em impactos sobre os fluxos de capitais se ajusta mais fortemente via câmbio. A lógica da equalização e da exigência da rentabilidade vinculada ao movimento do Risco País continua se mantendo, mas é principalmente o câmbio que se move (Gráfico 7).

**Gráfico 7-Variações Câmbio EMBI+ Mensal**



**Fonte:** J. P. Morgan E Banco Central – elaborado pelo autor

A discussão que se estabelece em nível dos operadores da Política Monetária no início da adoção do novo regime é a de que, em se conseguindo manter um superávit fiscal elevado e ajustando-se as contas externas para permitir a melhora dos “fundamentos macroeconômicos” estaria aberto o espaço para a queda da Dívida Interna, sendo que a própria vulnerabilidade externa do país estaria relativamente ajustada pela melhora dos indicadores (Pastore e Pinotti, 2002; Velloso 2005).

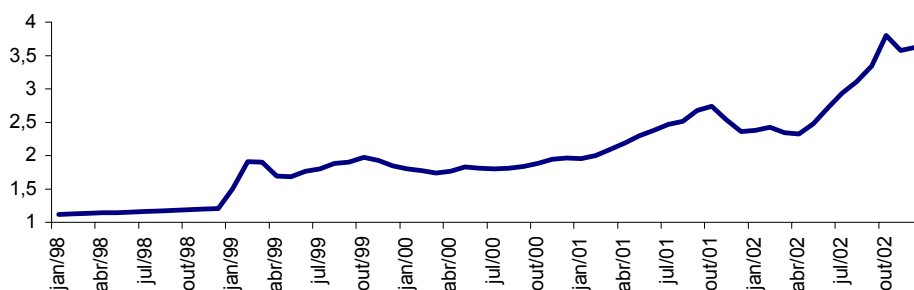
Após alguns anos da implantação do novo regime cambial, no entanto, o que se percebe é que a DLSP é fortemente resistente à baixa, a despeito dos expressivos superávits fiscais. Ademais, os juros reais básicos, apesar de mais baixos que no período anterior, oscilam em torno do patamar de 10% aa, ainda muito elevado. No caso das contas externas, podemos observar que a

desvalorização inicial do câmbio provoca efeitos positivos, especialmente na Balança Comercial (Tabela 1). No entanto, observamos que os da conta financeira do Balanço de Pagamentos continuam demonstrando grande volatilidade (Gráfico 1). O argumento que levantamos é o de que os fluxos de capitais para o país têm sido determinados principalmente pela lógica definida pela política econômica dos países centrais, tal como analisada no item anterior do Trabalho. Nesta fase, apresentam-se ciclos de expansão e retração rápidas de liquidez que têm afetado o movimento do Risco país dos devedores em nível *de sub-investment grade*, dentre eles o Brasil. A lógica que domina estes fluxos têm mais a ver com fatores exógenos, que envolvem a política de reestruturação de *portfólio* dos capitais mais voláteis, como também a de aplicação do sistema bancário internacional.

O que queremos destacar é que permanece a armadilha sobre as contas externas, sobre os juros e sobre a Dívida Pública. A vulnerabilidade ditada pela lógica dos mercados financeiros permanece e continua gerando impactos cumulativos sobre os juros e câmbio domésticos. Vejamos esta dinâmica.

Analisando os dados da Conta Financeira do Balanço de Pagamentos (Tabela 1 e Gráfico 1), o que se percebe é que em 1999 e depois em 2001 e 2002 ocorrem movimentos fortes de saídas de capital, gerando uma importante oscilações da taxa de câmbio, que se desvaloriza nestes momentos. Destacamos que após o impacto de 1999 os movimentos de capitais estão fortemente vinculados à nova dinâmica que se processa nos mercados internacionais de capital. A partir daí, é possível destacar uma periodicidade, no que tange aos impactos gerados pelo movimento dos fluxos de capitais sobre os demais indicadores macroeconômicos. i) Período de baixo impacto cambial, que vai da fase logo após a desvalorização de 1999 ao início de 2001; ii) Período em que o câmbio sofre forte oscilação exercendo impacto sobre a Dívida Líquida e os juros, que engloba o ano de 2001 e vai até outubro de 2002; iii) Período em que a oscilação do câmbio começa a cair e em que retornam os fluxos de capitais a partir de novembro de 2002. O que destacamos é que esta periodicidade está intrinsecamente ligada aos já descritos movimentos de expansão e retração da liquidez internacional, fortemente influenciados pela Política Monetária norte americana.

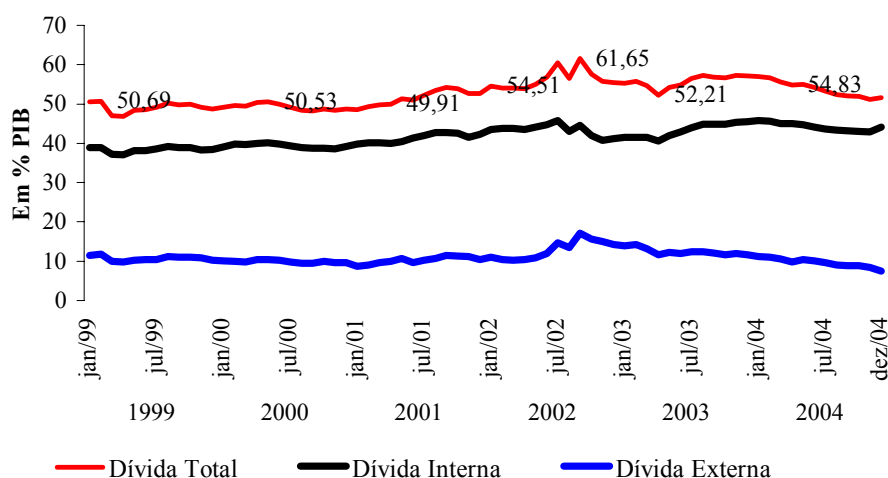
**Gráfico 8- Taxa de cambio média (Real por US\$)**



**Fonte:** Banco Central – elaboração própria

Conforme observamos anteriormente, na adoção do regime de câmbio flutuante a economia brasileira apresentava forte dependência de capitais externos e vivia um momento de perda de reservas e de Dívida Líquida do Setor Público crescente, sendo que a Dívida Interna se apresentava com uma preponderância de títulos pós-fixados indexados à taxa Selic e ao Câmbio. Para se ter uma idéia, em janeiro de 1999 30,4% dos títulos eram cambiais e 57,9% estavam indexados à Selic. Nesta fase, então o ajuste cambial gerou choques importantes sobre a Dívida Líquida do Setor Público, sendo este um dos fatores para explicar o porquê de a dívida não ter caído, mesmo adotando-se superávits primários expressivamente altos<sup>10</sup>. Na verdade, observamos que entre 1999 e 2000 a mesma manteve-se no patamar médio de 49% do PIB (Gráfico 9).

**Gráfico 9 – Dívida Líquida do Setor Público – 1999 a 2004 – Mensal – Em % PIB**



FONTE: Banco Central do Brasil.

Isto ocorre, em parte, porque após o ano da desvalorização cambial, 2000 se apresenta como um período de estabilidade: houve uma melhora paulatina na Balança Comercial, que passa de um patamar de US\$ -6.404 milhões em dezembro de 1998 para US\$ -698 milhões em dezembro de 2000 (Tabela 1). Também observa-se um movimento de retorno dos capitais, ainda que em níveis abaixo dos necessários para fechar o Balanço de Pagamentos (Tabela 1).

Este período corresponde a uma das fases de curta de liquidez que se apresenta nos mercados internacionais de capitais, sendo que os países que haviam sido alijados da captação de recursos retornam rapidamente ao mercado de títulos.

Paralelamente, o país consegue apresentar taxas de juros mais baixas. Após a flexibilização cambial, percebe-se uma queda nas taxas de juros Selic: de um patamar de 45% aa em março para

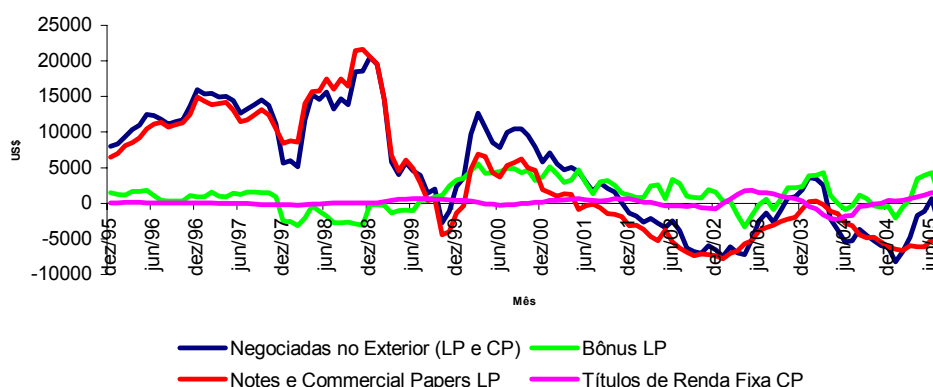
<sup>10</sup> - Não estamos aqui desconsiderando o impacto do reconhecimento de dívidas sobre a Dívida Líquida. Neste artigo estamos querendo destacar os componentes financeiros da mesma mais diretamente ligados à política macroeconômica adotada.

19% aa em dezembro em 1999. Apesar do realinhamento dos preços administrados pelo Governo, a inflação se apresentou mais controlada e, acompanhando a tendência de queda da mesma, o Banco Central manteve a redução gradual da Taxa Selic que chegou a 15,75 % aa em dezembro (Gráfico 13) Um ponto importante a destacar é o de que a volta dos fluxos de capitais teve muito mais a ver com um aumento da liquidez internacional, do que propriamente com a melhora dos indicadores domésticos.

Em 2001 o gerenciamento da política monetária foi mais difícil. O que se observou, conforme já citado no item anterior, foi um ano marcado por uma sucessão de choques externos desfavoráveis que colocaram a economia brasileira, ainda muito fragilizada, numa situação mais delicada. Os choques nas economias centrais, que provocaram a expectativa de desaceleração mundial se conjugaram ainda à crise Argentina, gerando expectativas negativas sobre os agentes internacionais, quanto aos mercados emergentes em geral. Observou-se uma retração de liquidez, engendrando uma grande dificuldade de o país captar recursos, especialmente quando se observa o nível da Dívida Pública nacional decorrente ainda do impacto cambial de 1999.

O gráfico 10 nos mostra a queda das captações efetuadas através de títulos de renda fixa, especialmente pós 2001, sendo que aí os fluxos agregados ficam negativos puxados pela retração de Notes e Commercial Papers. Observe-se que o patamar negativo para os mesmos não havia ocorrido nas crises da Ásia e da Rússia e ele permanece até o final de 2002.

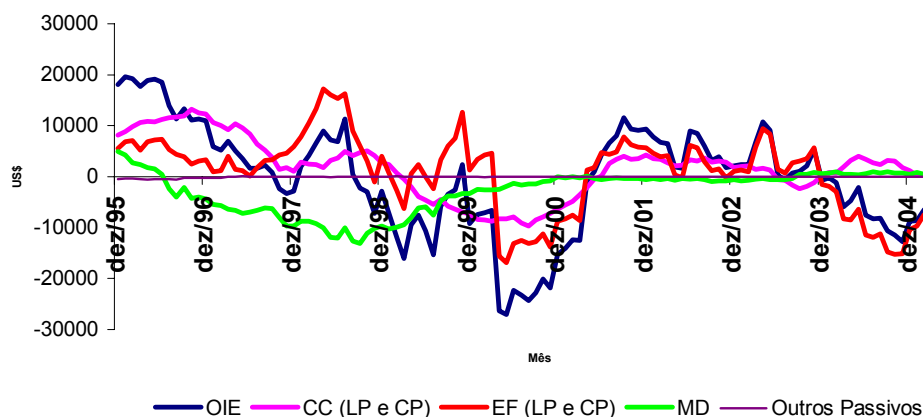
**Gráfico 10 -IEC: Títulos de Renda Fixa Negociados no Exterior (1995-2005)**  
US\$ Milhões- mensal ac. 12 meses



**Fonte:** Banco Central – elaborado pelo autor

Paralelamente, a conta de Outros Investimentos Estrangeiros nos mostra o retorno dos capitais de curto prazo entre o final de 2000 e o início de 2001. No entanto, os acontecimentos gerados pelos mercados financeiros internacionais revertem os fluxos de recursos, especialmente depois do ataque terrorista contra os Estados Unidos (Gráfico 11). Os anos de 2001, e 2002 apresentam fluxos negativos.

**Gráfico 11- Outros Investimentos Estrangeiros (1995-2005) US\$  
Milhões - mensal- ac 12 meses**

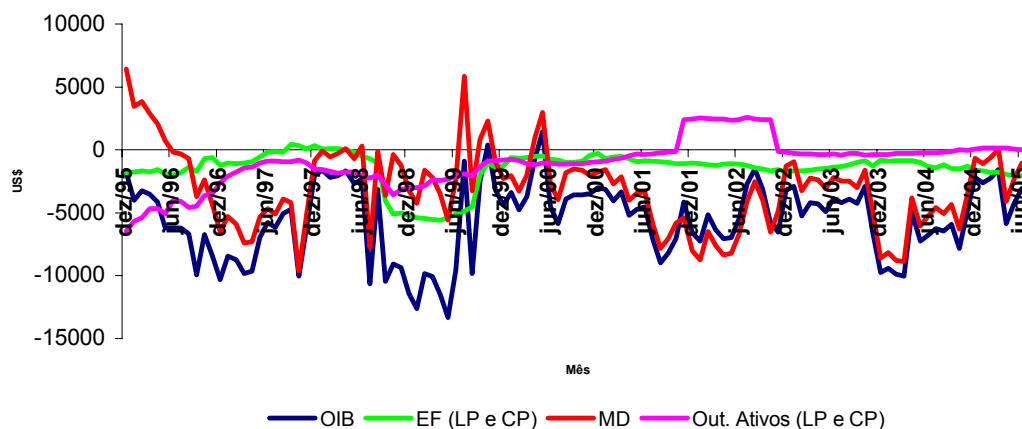


CC= Créditos comerciais; EF= Empréstimos e Financiamentos; MD= Moeda e Depósitos-inclui antiga CC5

**Fonte:** Banco Central – elaborado pelo autor

Quando tomamos os dados de Outros Investimentos brasileiros observamos que os movimentos de Moedas e Depósitos revertem muito rapidamente neste período de 2001 ao final de 2002, sendo que ele é continuamente afetado a qualquer expectativa de variação das taxas de juros norte americanas. O Gráfico 12 nos mostra o potencial negativo destes fluxos, o que continua ocorrendo após da adoção do regime de Cambio flutuante.

**Gráfico 12 -Outros Investimentos Brasileiros (1995-2005) US\$ Milhões-  
mensal- ac. 12 meses**



EF= Empréstimos e financiamentos; MD= Moeda e Depósitos

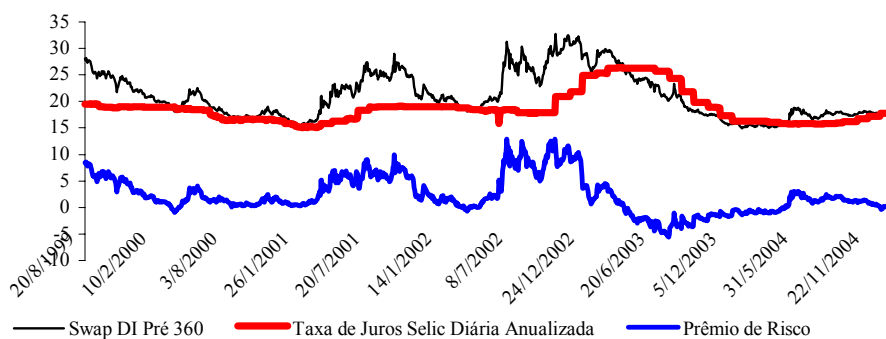
**Fonte:** Banco Central – elaborado pelo autor

Ou seja, os anos de 2001 e 2002 (até outubro) são de forte escassez de recursos para o caso Brasil. Em 2001, a crise energética interna se soma aos fatores externos determinantes da redução

internacional de liquidez e o Risco País sobre sendo que, como vimos, os capitais apresentam um movimento de retração, ocorrendo forte volatilidade no câmbio. O nosso ponto aqui é que os acontecimentos internos se sobrepuseram ao ciclo internacional de redução de liquidez internacional. Um fato a ser comentado é o de que o país não se beneficia do breve período de expansão de recursos internacionais que se observa entre o final de 2001 e que engloba o ano de 2002, por que a eleição presidencial gera um fator adicional de risco contra o país.

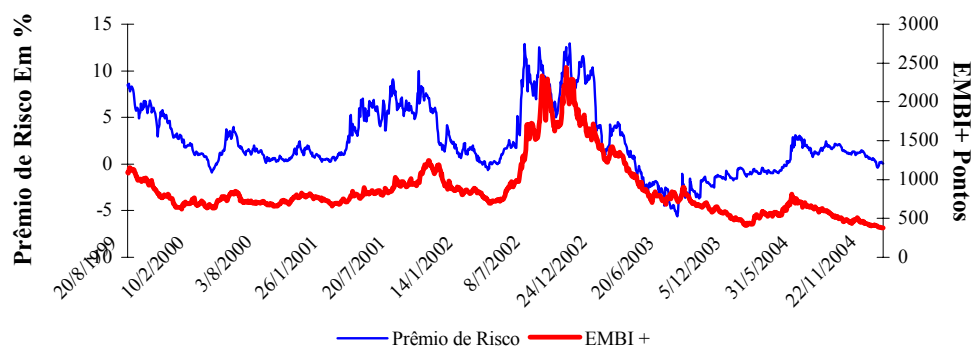
Ademais dos impactos sobre os fluxos de capitais, o movimento dos capitais instáveis gera impactos internos sobre o câmbio, sobre os juros e sobre a Dívida Pública. O que destacamos é que, ainda que os maiores impactos tenham se dado sobre o câmbio, geraram-se conseqüências também sobre os juros, cujas taxas foram elevadas no sentido de impulsionar a atração de capitais de curtíssimo prazo, num momento em que sobre o Risco País e em que as taxas longas de juros acompanham este movimento (Gráficos 13 e 14). A Selic se ajusta a esta dinâmica, mostrando que a mesma não está livre do movimento de atração dos capitais. Assim, em março do referido ano, houve a primeira elevação da taxa Selic na fase da flexibilização do câmbio que passou para 19% em julho e se manteve inalterada até o final do ano (Gráfico 13).

**Gráfico 13- Selic, Taxa DIxPré 360 e Prêmio de Risco**



\* Prêmio de Risco = Taxa Swap DI-Taxa Selic

**Gráfico 14- Prêmio de Risco e Índice Embi +**



No ano de 2002, a questão da incerteza vinculada à eleição presidencial se coloca em um momento em que, como vimos anteriormente, os mercados financeiros internacionais se retraíam e

em que já se apresentava uma baixa liquidez (Prates & Farhi, 2004). Geram-se impactos especulativos e o Risco País sobe fortemente, indicando uma alta desconfiança contra o país entre junho e dezembro, sendo que em setembro o índice EMBI+ atinge o patamar de 2.443 pontos. O Gráfico 10 nos mostram o aprofundamento da queda dos títulos de Renda Fixa Negociados no Exterior e o gráfico 11 nos indica a queda dos Créditos Comerciais e de Empréstimos e Financiamentos a partir de meados de 2002, ano que havia iniciado com um início de retomada de recursos. Os capitais especulativos de Moedas e Depósitos de Brasileiros apresenta a mesma dinâmica (Gráfico 12), sendo que vemos paralelamente o aumento do Risco País (Gráfico 14).

A retração dos capitais indicada nos mostra a grande dificuldade de captação de recursos. As empresas foram obrigadas a comprar dólares para pagar suas dívidas, sendo que se apresenta no mesmo ano um movimento forte de desvalorização do câmbio. A Dívida Líquida do Setor Público se expande a partir de junho de 2002, como resultado do impacto sobre o câmbio e, posteriormente, por conta da variação nos juros. Após a eleição e a explicitação da continuidade da política anterior, o mercado volta a se acalmar, trazendo a cotação do dólar para o mesmo patamar de junho de 2002. Três meses após a posse, o Risco País voltou a ficar abaixo dos 1.000 pontos e, a partir de março, há um movimento de valorização do Real (a volatilidade média em novembro havia caído para algo em torno de 10%, mas nenhuma mudança efetiva para amenizar uma futura volatilidade ocorreu).

No segundo trimestre de 2003 os recursos retornam. O nosso argumento é o de que este movimento se deve, menos aos “bons fundamentos” da economia brasileira e mais a um movimento de re-alocação de capitais a países emergentes. O aumento no volume de captações que se apresenta a partir daí (semelhante ao observado entre 1996 e 1997), se deve ao fato de que investidores internacionais aumentam suas exposições ao capital de risco, à medida em que as taxas de juros norte americana na apresentam a perspectiva de um crescimento mais forte. Observe-se, no entanto, que a distribuição da captação no país reflete justamente a questão do perfil dos investidores: o de que a entrada de recursos está fortemente vinculada a capitais essencialmente especulativos, que podem sair rapidamente.

Na verdade, o novo fluxo de recursos que se apresenta mais recentemente está vinculado ao novo momento de liquidez internacional sintetizado no item anterior, sendo que se observa uma queda dos índices de Risco País, em geral para todos os países emergentes. Um elemento deve ser destacado quanto ao perfil do ingresso de financiamento que se apresenta: grande parte deles tem prazos médios baixo (duração média de 27 meses) indicando uma alta vulnerabilidade para o país, mesmo considerando a melhora dos índices de vulnerabilidade externa.

Ademais, tendo em vista que o combate à inflação continua sendo a política central do Governo, a valorização do câmbio apresenta-se, de novo, como funcional. Os juros internos se adequam a esta perspectiva, mesmo quando a inflação se mostra cadente. Observe-se que o patamar

dos mesmos ajuda na atração dos capitais e que esta é fundamental para a política de estabilização, pois a desvalorização do câmbio, ao contrário, pode gerar impactos inflacionários.

Entre o ano de 2003 e 2004 a tônica da Política Pública continuou sendo a da forte disciplina fiscal e do ajuste dos juros às condições necessárias para o atendimento das metas de inflação. Os superávits fiscais continuam expressivos (4,8% do PIB em 2004), destacando-se que neste interregno observa-se que a Selic sofria uma redução, passando dos 26,5%aa de fevereiro de 2003 para 16% em agosto de 2004. Neste anos os mercados internacionais passam de uma expectativa negativa no início do ano para um viés positivo a partir de meados do ano, ocasionando um retorno dos recursos e uma queda nas taxas de juros. No entanto, a armadilha sobre as contas externas, não estava desmontada. Toda a vez que os mercados financeiros internacionais apontam para a possibilidade de reversão mínima dos recursos, apresenta-se um movimento de aumento dos juros para manter os capitais voláteis. Ou seja; quando há a mera expectativa de que as Autoridades Monetárias Norte Americanas aumentem o ritmo do aumento dos juros isto ocorre. É o que se observa no início de 2005 e o Banco Central dá início a uma série de aumentos da taxa Selic.

### ***Considerações finais***

Destacamos em nosso trabalho a questão da vulnerabilidade do Balanço de Pagamentos brasileiro a partir do processo de abertura observado a partir dos anos 1990. O nosso intuito foi o de observar especificamente o ajuste após o Plano Real, para mostrar que a abertura financeira, conjugada à perspectiva que conduz o combate da inflação como o grande foco a ser buscado pela Política Econômica, leva a efeitos perversos sobre o Balanço de Pagamentos nacional. A contínua necessidade de atrair capitais se coloca nos momentos de alta liquidez para provocar a valorização do câmbio – funcional ao combate à inflação. Paralelamente, nos momentos de fuga de recursos, obviamente permanece a lógica de atração – agora para fechar as necessidades de financiamento do Balanço de Pagamentos. Esta situação se apresenta no período de câmbio administrado e, na verdade, permanece depois de 1999, mesmo depois de as contas externas apresentarem melhora. No entanto, a volatilidade dos capitais se mantém, como demonstram os momentos de instabilidade do câmbio em 1999, 2001 e 2002. Mesmo quando as condições de liquidez melhoram, não se desarma a armadilha dos juros altos necessários para atrair capitais voláteis que, mais uma vez, entram em excesso e provocam impactos sobre o câmbio e sobre a Dívida Pública.

Ou seja, mantêm-se os juros altos para continuar atraindo capitais, mesmo quando caem o Risco País e a inflação. De outro lado, está clara a possibilidade de reversão deste movimento, como indica a dinâmica recente de “*feast or famine*”. A contínua “necessidade” de atração de capitais voláteis mantém o país continuamente dependente das expectativas especulativas e voláteis dos grandes capitais.



### **Referências Bibliográficas**

- BHATIA, A. V. (2002). "Sovereign Credit Ratings Methodology: an Evaluation". **IMF Working Paper, Treasurer's Department**.
- BEVILAQUA, A.S. e GARCIA, M.G. (1999) "Debt Management in Brazil: Evaluation of the Real Plan and Challenges Ahead". Rio de Janeiro, **Texto para Discussão, PUC/Rio**.
- BIS (2002). **Quarterly Review**, JUNE. Basle: BIS ([HTTP://www.bis.org](http://www.bis.org))
- BIS (2003). **Quarterly Review**, march. Basle: BIS ([HTTP://www.bis.org](http://www.bis.org))
- BIS (2004). **Quarterly Review**, junho. Basle: BIS ([HTTP://www.bis.org](http://www.bis.org))
- BORDO, M. D. & FLANDREAU, M. (2001). "Core, periphery, Exchange regimes, and globalization". **NBER Working paper**, no 8584. Cambridge : NBER
- CALVO, L e REINHART (1993) "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America". **IMF Staff Papers**. 40(1). Washington, D.C.
- EDWARDS, S. (1998). "*Capital inflows into Latin America: a stop-go story*". **NBER Working Paper Series** 6441. Cambridge, USA, Março, 1998.
- FITCH RATINGS (1998). **Sovereign Rating Methodology**. Nova York: Fitch Ratings, ago. 1998. 16p(Criteria Report).Disponível, mediante registro gratuito, em: <http://www.fitchratings.com/>.
- FRANCO, G. H. B. (1995). "A inserção externa e o desenvolvimento". **Banco Central, mimeo**
- FRANKEL, J. A. (1991). "Quantifying International capital mobility in the 1980's". in Bernheim, B. D. & Shovers, J. B. eds, **National saving and economic performance**, National Bureau of economic Research, Chicago: The University of Chicago Press
- GARCIA, M. G. P. & OLIVARES, L.G.A. (2000) "o PRÊMIO DE RISCO DA TAXA DE Câmbio no Brasil durante o Plano Real". **Texto para discussão PUC/Rio** No 409
- GARCIA e VALPASSOS (1998) Capital Flows, Capital Controls and Currency Crisis: the case of the Brazil in the Nineties. Rio de Janeiro, **Texto para Discussão, PUC/Rio** No. 389, novembro.
- GOLDMAN-SACHS (2.000). **Global Economic Paper** no 45, june
- GOODHART, Charles (1994). "What Should Central Banks Do? What Should Be Their Macroeconomic Objectives and Operations?" , **The Economic Journal**, nº 104, November, pp.1424 – 36.
- GRIFITH-JONES, S., SUNKEL, O. (1990). **O fim de uma Ilusão: as crises da dívida e do desenvolvimento na América Latina**. São Paulo: Brasiliense.
- GRIFITH-JONES, S. (1996). **La Crise Del Peso Mexicano**. Revista de la Cepal, 60, Dezembro: 151-170.
- IMF (2002). **Global financial stability report: market developments and issues**. Washington, DC: IMF, june.
- IMF (2003). **Global financial stability report: market developments and issues**. Washington, DC: IMF, april.
- IMF (2004). **Global financial stability report: market developments and issues**. Washington, DC: IMF, april
- LOPES-MEJÍA, A. (1998). "Large Capital Flows: a survey of the causes, consequences and policy responses". **IMF Working Paper**, February.
- MIGUEL, Paulo Pereira (2001). **Paridade de Juros, Fluxos de Capitais e eficiência do mercado de Câmbio no Brasil: evidência dos anos 90**. Dissertação apresentada à FEA/USP.
- MONTIEL, P. & REINHAT, C. M. (1999). "The dynamics of capital movements to emerging economies during the 1990s". In Griffith-Jones (orgs), **Short-term capital movements and Balance of Payment Crises**. Oxford: Oxford University Press
- PASTORE, A.C. (2002) "The Bresser-Nakano Economic Policy Proposals. São Paulo: AC Pastore & Associados". **Informe Especial** 05/06/2002.
- (2005). "As condições macroeconômicas: política fiscal e Balanço de pagamentos". **Estudos e Pesquisas** no 95, INAE (Instituto Nacional de Altos Estudos)
- PASTORE, A. & PINOTTI (2002). "A capacidade de crescer e as política macroeconômicas". **Estudos e Pesquisas** no 18, INAE ( Instituto Nacional de Altos Estudos)
- PRATES, Daniela M. & FARHI, Maryse (2004). "Economias emergentes e ciclos de liquidez", **anais do III Colóquio de Economistas da América Latina- Sociedade de Economia Política**