

ROBERT RENATO DA SILVEIRA PEREIRA

O BRASIL PÓS 1999: UMA ANÁLISE SOBRE O CRESCIMENTO DAS RESERVAS  
INTERNACIONAIS APÓS A CRISE CAMBIAL

Monografia apresentada à disciplina Trabalho de Fim  
de Curso, como requisito parcial à conclusão do  
Curso de Graduação em Ciências Econômicas, Setor  
de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal  
do Paraná

Orientador: Prof. Dr. Fabiano Abranches Silva Dalto

CURITIBA

2013

## TERMO DE APROVAÇÃO

ROBERT RENATO DA SILVEIRA PEREIRA

### O BRASIL PÓS 1999: UMA ANÁLISE SOBRE O CRESCIMENTO DAS RESERVAS INTERNACIONAIS APÓS A CRISE CAMBIAL

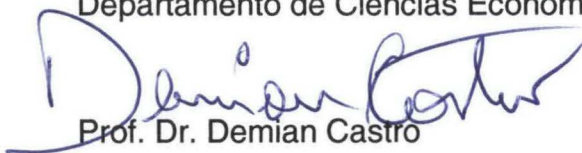
Monografia apresentada à disciplina Trabalho de Fim de Curso, aprovada como requisito parcial à conclusão do Curso de Graduação em Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná.

Orientador:



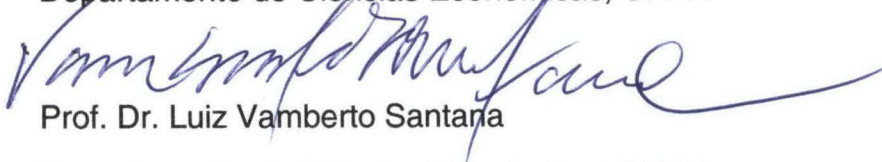
Prof. Dr. Fabiano Abranches Silva Dalto

Departamento de Ciências Econômicas, UFPR



Prof. Dr. Demian Castro

Departamento de Ciências Econômicas, UFPR



Prof. Dr. Luiz Vamberto Santana

Departamento de Ciências Econômicas, UFPR

Curitiba, 08 de Agosto de 2013.

## **AGRADECIMENTOS**

Aos professores

Claus Magno Germer

Fábio Dória Scatolin

João Basilio Pereima Neto

Marcelo Luiz Curado

pela inspiração

Ao professor

Fabiano Abranches Silva Dalto

pela amizade

*“Thanks for all you’ve done.*

*I miss you for so long, I can’t believe you’re gone*

*You still live in me*

*I feel you in the wind, you guide me constantly”*

*In loving memory of*

*Marli de Paula da Silveira*

## **RESUMO**

Em 1999 o Brasil experimentou um choque na sua taxa de câmbio, que em janeiro daquele ano saiu de 1,20 para 2,00 reais. Contrariando as expectativas pessimistas, o que se viu após isso foi um grande aumento nas nossas reservas internacionais. Este trabalho busca analisar a entrada de moeda estrangeira no Brasil nos dez anos seguintes ao da desvalorização cambial, investigando se o aumento nas reservas representou um crescimento no dinamismo produtivo e nas exportações, ou se foi fruto de investimentos financeiros especulativos. Ele traz uma revisão sobre o mercado de câmbio, e as ideias de Keynes sobre as propriedades da moeda e a formação das expectativas, que auxiliam na análise dos dados sobre entrada de moeda estrangeira, obtidos no site do Banco Central do Brasil.

Palavras-chave: Câmbio. Crise cambial. Reservas internacionais.

## SUMÁRIO

|                                                             |           |
|-------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>1. INTRODUÇÃO .....</b>                                  | <b>5</b>  |
| <b>2. O MERCADO DE CÂMBIO .....</b>                         | <b>7</b>  |
| 2.1. PRINCÍPIOS DO FUNCIONAMENTO DO MERCADO DE CÂMBIO ..... | 7         |
| 2.2. O MERCADO DE CÂMBIO BRASILEIRO.....                    | 8         |
| <b>3. A MOEDA E AS EXPECTATIVAS .....</b>                   | <b>11</b> |
| 3.1. A FORMAÇÃO DAS EXPECTATIVAS DO INVESTIDOR .....        | 11        |
| 3.2. A TAXA DE JUROS SOBRE O DINHEIRO .....                 | 14        |
| <b>4. A GRANDE DESVALORIZAÇÃO REAL EM 1999 .....</b>        | <b>17</b> |
| <b>5. A ENTRADA DE CAPITAIS ESTRANGEIROS .....</b>          | <b>23</b> |
| <b>6. CONCLUSÃO .....</b>                                   | <b>32</b> |
| <b>7. REFERÊNCIAS .....</b>                                 | <b>35</b> |

## 1. INTRODUÇÃO

Embora a teoria econômica desde os clássicos tenha dado maior importância ao comércio internacional e, embora o comércio tenha se intensificado como jamais imaginado por Smith e Ricardo, pouca ou menor atenção tem se dado aos fluxos financeiros. Se Ricardo estivesse entre nós ainda hoje, teria que dedicar-se a analisar aquilo que chamamos de conta capital, do nosso Balanço de Pagamentos, pois hoje o valor anual de todas as trocas internacionais de bens e serviços no mundo todo, não ultrapassa o equivalente a apenas três dias de troca de moedas, no mercado de câmbio global (VASCONCELOS, 1999).

Neste contexto de intensa troca de moedas entre os países, em meados da década de 1990 aconteceu no Brasil o que ficou conhecido nos livros de história econômica brasileira como a crise cambial de 1999. Nesse ano, o Real sofreu uma maxi desvalorização frente ao dólar, num intervalo de tempo considerado anormal para tal movimento na taxa de câmbio<sup>1</sup>. A esse fato muitas causas foram atribuídas, mas certamente a deterioração dos agregados macroeconômicos da economia brasileira, bem como o cenário de grandes incertezas na economia mundial nos anos imediatamente anteriores, levaram a posições insustentáveis para o patamar em que a nossa taxa de câmbio estava sendo mantida pela autoridade monetária.

Apesar de tudo, a grande desvalorização a qual o Real foi submetido em 1999 acabou nos anos seguintes se refletindo em oportunidade para diversos seguimentos da economia, bem como contribuindo para a melhora do balanço de pagamentos, e de certos fundamentos da economia. Setores exportadores antes oprimidos começaram a obter espaço e competitividade no mercado externo. Também os investimentos diretos voltaram a ser atrativos no Brasil. Fluxos de capitais estrangeiros se elevaram, e nossas reservas internacionais cresceram consideravelmente, passando de pouco mais de 37 bilhões de dólares ao final de 1999, para mais de 230 bilhões em dezembro de 2009.

Diante desse expressivo crescimento das reservas, o objetivo desse trabalho é analisar o crescimento das reservas internacionais no Brasil entre o ano de 1999 e

---

<sup>1</sup> Segundo dados do Banco Central do Brasil, a taxa de câmbio que era de 1,21 no dia 12 de janeiro de 1999 passou para 1,99 no dia 29 do mesmo mês.

2009, e discutir acerca da natureza das entradas de moeda e suas consequências para a economia. Para tanto, segue-se a essa introdução cinco principais sessões. Na primeira é feito um apanhado geral sobre as principais características do mercado de câmbio, nas questões pertinentes ao objetivo do trabalho. A segunda discutirá a respeito da moeda como um ativo, que possibilita investimentos e comércio entre países. A sessão seguinte traz uma revisão histórica sobre a grande desvalorização do Real em 1999, dando o contexto histórico ao trabalho e ajudando a entender em que circunstâncias aconteceram tal evento. A quarta sessão traz os dados *in natura* das entradas moeda estrangeira no Brasil dentro do período discutido, e uma análise de cada dado apresentado. Após segue-se as considerações finais a respeito do que foi analisado.

## **2. O MERCADO DE CÂMBIO**

O mercado de câmbio é o grande locus de troca de moedas entre diferentes países. Logicamente isso só acontece porque, com algumas exceções, os países possuem moedas nacionais, diferente da de outros países. As exceções são os países do Mercado Comum da Europa, que possuem o Euro como moeda comum, e aqueles países que adotam moedas estrangeiras mais fortes como moeda secundária ou até mesmo principal em suas economias, como é o caso do Equador que adotou o dólar americano como sua moeda oficial, e alguns países da América Latina e do Sul, que transacionam com o dólar americano juntamente com suas moedas locais, como a Argentina, Paraguai e Uruguai, principalmente nas regi

### **2.1 Princípios básicos do funcionamento do mercado de câmbio**

O mercado de câmbio se tornou necessário inicialmente devido ao início do comércio entre nações soberanas que possuíam moeda própria. Mas tão logo organizou-se um mercado financeiro, que transacionava direitos sobre o capital e opções de compra e venda, também a moeda estrangeira tornou-se alvo de negócios, independente de uma contrapartida em mercadoria e serviços.

Operacionalmente falando, o mercado de câmbio acontece geralmente em grandes centros financeiros, como é Londres (o maior do mundo), Nova Iorque, Tóquio, Hong Kong, São Paulo etc. A maior parte dos negócios é feito por meio de bancos comerciais, que transacionam entre si, com os agentes econômicos, e com bancos do resto do mundo. Mas pode também se dar diretamente entre empresas, instituições financeiras não bancárias, e também por meio dos Bancos Centrais (KRUGMAN, 2003).

O mercado de câmbio pode ser livre ou controlado. Como se supõe, nos mercados livres os participantes podem comprar e vender livremente. O governo pouco ou nada intervém nos negócios e na taxa de câmbio, sendo que essa é fixada livremente pelo mercado. Além disso, nesses casos os participantes podem manter conta no exterior ou no próprio país, em moeda estrangeira. Os Estados Unidos são um exemplo de mercado livre de câmbio. Lá o governo não disciplina, apenas fiscaliza o mercado (MAIA, 2008).

O mercado controlado pressupõe uma forte presença do Estado, seja regulamentando e fiscalizando o mercado, seja restringindo a liberdade de negociação de moeda estrangeira. Nesse tipo de mercado, o governo determina quem serão os participantes, como poderão ser feito os negócios, além de controlar direta ou indiretamente a taxa. O governo também impede que empresas e cidadãos mantenham conta no exterior, ou conta local em moeda estrangeira. O Brasil possui um mercado desse tipo.

## **2.2 O mercado de câmbio brasileiro**

Durante um longo período houve no Brasil o que se chama *monopólio cambial* por parte da autoridade monetária, que inicialmente era o Banco do Brasil, e depois o Banco Central do Brasil, com a criação deste (MAIA, 2008). Nesse período, que foi de 1931 a 1990, toda transação de moeda estrangeira tinha que passar pela autoridade monetária, que também ditava o rumo da taxa de câmbio.

Esse tipo de política cambial gerava muitas contradições nos fundamentos macroeconômicos e também nos dados reais de desempenho da economia. No primeiro caso, a taxa fixada pelo governo era totalmente artificial. Acreditava-se ser necessário manter a moeda nacional supervalorizada para evitar aumento na inflação, provocada pelo preço das importações, sobretudo do petróleo. Acontecia então que setores importadores eram incentivados por preços atrativos de mercadorias estrangeiras.

Por outro lado, essa taxa valorizada onerava as exportações, fazendo com que essas perdessem competitividade no mercado externo. Havia então a grande contradição: uma taxa artificial de câmbio que segurava a inflação, mas que estimulava importações e inviabilizavam setores exportadores. Tal combinação esgotava as reservas de divisas, e agravava os desequilíbrios no balanço de pagamentos.

Em 1968 o governo adotou a política de minidesvalorizações cambiais, que consistia em pequenos ajustes no câmbio, semanal e depois diariamente, a fim de regularizar o mercado e incentivar as exportações. Tal medida surtiu bons efeitos durante a década de 1970, porém como a taxa não era ajustada de forma suficiente,

os desequilíbrios permaneciam. Por esse motivo, a partir de 1979 ocorreram alguns movimentos de maxidesvalorizações, que eram grandes ajustes na taxa de câmbio, chegando a até 50%, como em 1980 durante do governo de Figueiredo (MAIA, 2008).

Finalmente em 1990 o monopólio cambial foi extinto, e a taxa de câmbio passou a ser definida livremente pelo mercado. Mesmo assim, de forma indireta o governo continuou intervindo, por meio da fixação de uma alta taxa interna de juros, o que levava à entrada maciça de capitais estrangeiros, e a manutenção de uma taxa de câmbio sobrevalorizada. Por consequência, o balanço de pagamentos passou a apresentar superávit, mas a balança comercial, sucessivos déficits.

Em 1994 foi criado o Plano Real, que além de representar uma nova moeda oficial para o país, era também um plano de estabilização econômica por meio da contenção da inflação. A estratégia utilizada para atingir esse objetivo foi a equiparação da nova moeda com o dólar, que possuía relativa estabilidade de preço. Por esse motivo, o câmbio foi quase fixo naquele momento. Porém, sucessivas crises monetárias ao redor do globo tornaram mais difícil a manutenção de uma taxa equiparada, ou sobrevalorizada. O governo passou a trabalhar com bandas cambiais estreitas, permitindo pequena flutuação da taxa de câmbio.

Em 1999 ocorre uma grande mudança na equipe econômica e também nas políticas monetárias, e as bandas cambiais são abandonadas. Desde então a taxa de câmbio no Brasil é determinada livremente pelos movimentos do mercado, sendo que somente em casos especiais o Banco Central realiza intervenções, comprando ou vendendo suas reservas internacionais. Também a partir daquele momento, o governo passou a trabalhar com metas de inflação, cujos objetivos às vezes exigem políticas que influenciam a taxa de câmbio, mas sem que essa esteja no foco das ações.

Com uma taxa de câmbio flutuante, hoje o Brasil não enfrenta dificuldades para quitações de seus compromissos com o exterior, nem enfrenta os problemas de contradições em seus fundamentos macroeconômicos. Entretanto, no lado real da economia (a saber, no setor produtivo) ainda são observadas certas contradições. Se observarmos uma série da taxa de câmbio, do início do Plano Real até início de 1999 (momento da mudança na orientação da política monetária) e

comparamos com a taxa media que temos hoje, podemos ser levados a crer que atualmente temos uma taxa desvalorizada. Porém, essa é uma questão bastante relativa, que depende de variáveis como a inflação interna, e o nível da produtividade da economia.

### 3 A MOEDA E AS EXPECTATIVAS

Para que se entenda melhor certos comportamentos observados pelos investidores que aqui miraram seus capitais após a desvalorização do real, é pertinente apresentar algumas particularidades a respeito de como se formam as expectativas do investidor. São essas expectativas que dão movimento aos capitais, determinando entradas e saídas, permitindo nações empreenderem investimentos volumosos que a colocam entre as mais desenvolvidas, ou levando a crises monetárias capazes de fazer países entrar em colapso, decretarem moratórias sobre a dívida externa e espalharem caos pelo sistema monetário mundial.

Aqui será também apresentada uma análise sobre as propriedades da moeda e dos juros incidente sobre ela. Como sugerido na introdução do trabalho, a moeda deixou de ser um simples veículo de troca de mercadorias, para ser a mercadoria propriamente dita, quando se percebeu a importância e necessidade desta, tanto no nível de satisfação pessoal, quanto no nível de financiamento de setores inteiros da economia. E com a moeda estrangeira não é diferente.

Este capítulo terá como base as ideias de Keynes sobre o tema, expostas nos capítulos 12 e 17 de sua *Teoria Geral do Emprego, do Juros e da Moeda*, publicada em 1936.

#### 3.1 A formação das expectativas do investidor

Quando um investidor está prestes a decidir onde aplicará seu capital, ele pensa em duas questões fundamentais: o nível de retorno que espera obter, e o risco ao qual está disposto a se sujeitar para obter o retorno esperado. Tendo definido esses critérios, ele busca opções de investimentos para o qual ele tenha expectativa de sucesso no que definiu como ideal.

Dentro do mercado de capitais, essas expectativas são criadas num ambiente de grande incerteza, afinal as condições que definem a obtenção de êxito no investimento são difíceis de prever, tal como volume de capitais aplicados em um e em outro investimento, preferência dos consumidores, rumos da política econômica do governo, tendências do mercado internacional, etc.

Sendo assim, as expectativas que o investidor cria para o seu investimento dentro do longo prazo dependem fortemente das condições do momento presente, que acabam tendo importância desproporcional na criação dessas expectativas. Portanto, expectativas de longo prazo dependem basicamente do grau de confiança que o investidor tem na manutenção das condições presentes.

Em um mercado de investimento organizado, o investidor encoraja-se a investir acreditando que a única variação que pode influenciar seu investimento são as condições do futuro imediato, que ele pode facilmente prever. Sobre isso, Keynes afirma que em tempos em que a gestão e a propriedade dos investimentos se separaram, e com o advento dos mercados financeiros organizados, surge um novo fator de importância para a decisão de investir, que às vezes impulsiona essa decisão, mas que em outras ajuda a agravar a instabilidade do sistema: a possibilidade de os indivíduos reverem suas aplicações, observando a reavaliação dos investimentos feita pelas Bolsas de Valores, diariamente e quase em tempo real.<sup>2</sup>

Embora essa possibilidade se destine a facilitar transferências de investimentos já feitos, ela acaba exercendo influência sobre o montante já instaladas, em vez de criarem suas próprias e novas empresas. Além disso, a expectativa de retornos de longo prazo, por parte do empresário profissional de investimentos correntes, possibilitando indivíduos adquirirem parte de empresas, dá lugar a uma expectativa média daqueles investidores que negociam na Bolsa.

Keynes, em sua Teoria Geral... afirma que essa atividade de prever as mudanças de rumo do mercado no curto prazo é a chamada *especulação*. Essa atividade tenta adivinhar a preferência das massas, e “as reações do público melhor que o próprio público”. Portanto, a *especulação* caracteriza a atividade de prever a psicologia do mercado, enquanto o *empreendedorismo* é a atividade de prever a renda provável dos bens durante toda sua existência<sup>3</sup>.

Logicamente, diante da existência de um mercado financeiro e cambial organizado, a atividade de especulação cresce rapidamente, muitas vezes tornando-se ainda maior que a atividade de empreendedorismo. E o problema dessa atividade

---

<sup>2</sup> Capítulo 12, página 162.

<sup>3</sup> Capítulo 12, página 167.

é que suas decisões de investimento são sempre tomadas visando obtenção de retornos rápidos por meio de ativos de alta liquidez. Uma vez sendo esse o objetivo, o especulador não se dedica a prever os rendimentos de longo prazo de um investimento. Seu objetivo é prever com máxima antecedência possível, o que será desse ativo amanhã. E a resposta para essa dúvida dependerá, ironicamente, da avaliação desse ativo por parte de outros especuladores, como ele próprio.

Diante de um comportamento dessa natureza por parte dos investidores, qualquer oscilação de curto prazo no desempenho dos ativos faz com que haja uma grande reavaliação desses ativos pelo mercado. O especulador, no anseio de realizar lucros, ou evitar prejuízo, acaba abandonando seus ativos, o que se feito por muitos, gera uma debandada, mesmo que essa oscilação não tenha importância concreta sobre os rendimentos futuros. Tal movimento agrava ainda mais a instabilidade do sistema.

Sobre a formação das expectativas, recai com grande importância a qualidade e formação das pessoas que participam do mercado. É fato que a facilitação da entrada de um número maior de participantes no mercado financeiro pode ajudar no financiamento de empreendimentos importantes para a economia. Mesmo a possibilidade de que o pequeno investidor possa adquirir títulos do governo pode ser de considerável importância para o financiamento do setor público. O problema é a contradição que reside nessa possibilidade. Por conta do aumento da participação de pessoas que não têm conhecimento real do negócio em questão, a qualidade na avaliação de um investimento sofre uma séria redução. Segundo Keynes, uma avaliação convencional, fruto da psicologia de massa de grande número de indivíduos ignorantes, está sujeita a modificações violentas em consequência de repentinas mudanças de opinião suscitadas por fatores sem qualquer importância concreta. Isso logicamente torna o sistema como um todo bastante instável<sup>4</sup>.

Diante de todos esses fatos, podemos dizer que com os mercados financeiros organizados que temos hoje, as expectativas – peça-chave no rumo e nível de investimentos – são formadas num ambiente de grande instabilidade. É possível também afirmar que essa instabilidade tem origem cada vez mais endógena, ou

---

<sup>4</sup> Capítulo 12, página 164.

seja, estão mais atreladas a movimentos do próprio mercado financeiro, que muitas vezes não possuem qualquer lógica ou ligação com mudanças reais ou de longo prazo sobre os ativos. Portanto, só é possível ter certa estabilidade no mercado financeiro criando-se um ambiente político e econômico que leve investidores a acreditarem cada vez mais na manutenção a longo prazo do estado atual do mercado, e a acreditarem menos em mudanças bruscas e repentinas no curto prazo.

### **3.2A taxa de juros sobre o dinheiro**

Dentro de uma análise sobre entrada de capitais estrangeiros numa economia, interessa falar um pouco sobre as propriedades específicas da moeda e de sua taxa de juros. Principalmente se tal entrada de capitais tiver grande proporção na conta capital e financeira do balanço de pagamentos. Se for verificada essa situação, é possível entender que houve a entrada de moeda estrangeira, sem a contrapartida em mercadorias. Nesse caso, o que pode motivar tais influxos de moeda?

Os investimentos estrangeiros são atraídos por duas principais possibilidades que uma economia pode oferecer: uma boa taxa interna de retorno em empreendimentos que imobilizam o capital, ou uma boa taxa de juros paga pela aplicação do capital no mercado financeiro. E dentro desse contexto a taxa de juros sobre o dinheiro define o nível de investimento na primeira, ou na segunda opção. Isso acontece por conta das particularidades que só a moeda possui.

Segundo Keynes, para cada bem durável existe uma taxa de juros calculada em termos do próprio bem – uma taxa de juros do trigo, uma do cobre, uma da habitação, uma da usina siderúrgica etc. Porém, a taxa de juros de um bem, que declinar mais lentamente à medida que o estoque de bens geral aumenta, é a que, eventualmente, torna a posse desse bem mais vantajosa que a de outros<sup>5</sup>. Nesse sentido, a moeda possui algumas características especiais que tornam a sua taxa de juros específica mais resistente à baixas que a taxa de outros bens.

A moeda tem, tanto no curto quanto no longo prazo, uma elasticidade de produção muito pequena, no que se refere ao poder da empresa privada em

---

<sup>5</sup> Capítulo 17, página 219.

produzi-la. Como sua oferta é quase fixa, sua taxa de juros tende a resistir mais à queda. Além disso, a moeda possui uma elasticidade de substituição igual à zero. Ou seja, quando seu valor aumenta, não se observa tendência alguma para substituí-la por algum outro fator.

A taxa de juros monetária tende a ser mais resistente à baixa mesmo quando há um aumento relativo de oferta de moeda na economia, como por exemplo, numa situação de recompra de títulos públicos por parte da autoridade monetária, ou da redução de depósitos compulsórios dos bancos no Banco Central. Isso porque as pessoas estão dispostas a reter mais moedas se a oferta desta aumenta, porque seu custo de manutenção é insignificante, e porque ela proporciona todos os benefícios da liquidez.

Em um ambiente instável, de grandes incertezas acerca do médio e longo prazo, como é o mercado de investimentos (sobretudo o financeiro), recai sobre a liquidez uma grande importância, sendo que esta se torna objeto de desejo por parte de grande número de investidores. Logicamente, ativos mais fáceis de serem liquidados proporcionam maior sensação de segurança, caso haja a iminência de uma grade revés.

Existem aqueles investidores que estão dispostos a abrir mão do retorno sobre um investimento, caso este não proporcione liquidez. Existem ainda aquelas pessoas que preferem guardar dinheiro em vez de aplicá-lo, vendo inflação corroer o poder de compra da moeda, para simplesmente terem em mãos um ativo de liquidação imediata. Aquilo que as pessoas estão dispostas a pagar, ou deixar de receber, para possuírem um ativo líquido, Keynes chamou de *prêmio de liquidez*<sup>6</sup>. E liquidez maior que o da moeda não há.

Toda essa explicação nos cabe para entendermos a mudança repentina de preferência dos investidores por uma moeda ou outra. Investimentos em reais podem em certos momentos proporcionar bons retornos, tanto pela taxa de juros paga por eles, quanto pela própria valorização da moeda. Entretanto, o dólar pode ser visto por esses investidores como um ativo seguro, de alta liquidez e em momentos de incerteza eles podem preferir manter sua riqueza em ativos em dólar

---

<sup>6</sup> Capítulo 17, página 222.

que rendem menos do que ativos em reais, fazendo com que o país perca reservas internacionais.

Essa explicação ajuda também a entendermos a importância da taxa monetária de juros, a despeito de todas as demais taxas de juros possíveis. Existem inúmeras taxas de retorno para inúmeros possíveis investimentos. Muitas delas bem mais atrativas que a taxa sobre a moeda. Mas esta é a que possui o maior prêmio de liquidez. Esta é a taxa de segurança, é aquela que define se há vantagem ou não em se produzir algo. Porque nada poderá ter liquidez comparada a liquidez da própria moeda. E numa análise sobre entrada de capitais estrangeiros, isso pode explicar o volume maior ou menor de entrada em ativos líquidos e de curto prazo.

#### **4 A GRANDE DESVALORIZAÇÃO REAL EM 1999**

No capítulo anterior, vimos que a taxa de juros sobre a moeda, dentre a taxa de juros sobre todos outros bens que existem, é aquela que mais resiste a queda, por inúmeros motivos. Sendo assim, ela se torna a taxa balizadora para todas as possibilidades de investimento.

De forma semelhante funciona uma moeda internacional forte, como é o dólar americano. Sendo uma moeda de valor bastante estável, muitos governos optam por ancorar seus preços nesta moeda, buscando capturar sua estabilidade para os preços internos de sua economia. Estabelece-se então uma taxa de câmbio fixa, entre moeda doméstica e a estrangeira. Normalmente obtém-se a estabilidade de preços, mas muitas vezes, a um custo fiscal e monetário que o país não tem capacidade de sustentar por muito tempo.

Neste capítulo, será brevemente exposto o contexto em que essa incapacidade acometeu a economia brasileira, entre os anos de 1994 e 1999. Será exposto um panorama geral dos agregados macroeconômicos a partir do lançamento do Plano Real, e dos principais acontecimentos na política e economia, que culminaram com o fim do sistema de bandas cambiais estreitas, o que causou a disparada da taxa de câmbio em janeiro de 1999.

O ano de 1994 representou um ponto de inflexão para o Brasil, em todos os aspectos, com o lançamento do Plano Real. A mudança de paradigma na economia levou a mudanças nas esferas política e social. A cultura de remarcação diária de preços, de indexação de contratos, de salários corroídos foi de forma geral abandonada, tendo sido superada a superinflação.

O Plano Real contemplou várias medidas e atuou em várias frentes. Segundo De Castro (2005) o plano foi concebido para ter três etapas: uma que faria um ajuste fiscal nas contas do governo; outra que criaria uma nova unidade de valor monetário; e uma terceira que definiria as regras de emissão e rastreamento da nova moeda.

Justamente no âmbito dessa terceira etapa foi decidida a medida que mais impacto teve nos agregados macroeconômicos brasileiros pelos cinco anos

seguintes: o estabelecimento de um teto para a taxa de câmbio, de R\$1,00 para USD1,00.

Essa medida seria particularmente muito importante na estabilização dos preços, uma vez que estabiliza o valor da moeda local. Contudo, junto com essa promissora medida, vieram tantas outras, inconsistentes entre si. A medida provisória que definia as diretrizes da terceira fase do Plano Real também estabelecia o lastreamento da oferta monetária doméstica em reservas cambiais, e fixação de limites máximos para o estoque de base monetária por trimestre (De Castro, 2005).

As três grandes inconsistências nessas duas políticas eram 1) o tal lastreamento sem a garantia de conversibilidade do real para o dólar; 2) a grande dificuldade para se controlar uma expansão da base monetária, com a redução da inflação e 3) o estabelecimento de âncoras monetárias e cambiais numa economia com livre mobilidade capitais (De Castro, 2005).

Mesmo com as mazelas contidas na etapa final do plano, num primeiro momento o objetivo de se estabilizar os preços foi alcançado. O IPCA que em junho de 1994 fora de 47,43% se conteve a 6,84% em julho e 1,86 em agosto seguintes, nunca mais tendo superado dois dígitos num mesmo mês<sup>7</sup>.

Porém, instantaneamente essa estabilidade cobrava seu preço. Sua viabilidade estava condicionada à política monetária que colocava a taxa de juros em mais de 100% nos primeiros dias do Plano Real, sendo mantida acima dos 50% até o final do ano de 1994, e também à política cambial, que permitia o dólar baixar em relação ao Real, mas limitava o teto dessa taxa em 1 para 1. As consequências dessas políticas era o encarecimento da dívida pública por conta dos juros, e o necessário uso intenso das reservas internacionais.

Segundo dados do Banco Central do Brasil, na data do lançamento do Plano Real o país possuía mais de 43 bilhões de dólares em reservas de divisas. Essas reservas caíram progressivamente por doze meses, chegando a estar abaixo de 34 bilhões em junho de 1995. Segundo Giambiagi (2005), essas reservas só reencontraram um ciclo de aumento em 1995 graças à recomposição da liquidez

---

<sup>7</sup> Dados do Banco Central do Brasil, séries temporais.

internacional, e pela rentabilidade elevada que as aplicações em mercados emergentes proporcionavam.

Mesmo com as reservas encontrando recuperação a partir de 1995, os desequilíbrios permaneciam. A apreciação do Real frente ao dólar fez com que as importações logo superassem em muito as exportações. A balança comercial que em 1993 e 1994 fora positiva, a partir de 1995 só colecionou déficits, até o ano de 2001. Os saldos negativos nas transações correntes eram financiados por sucessivos superávits na conta capital e financeira, justificada pelo aumento de passivo estrangeiro, seja na forma de dívida, seja pelo estoque de capitais que entravam por meio de investimento direto.

Paralelamente a isso, estava em curso uma crise fiscal. E pese as elevadas taxas de juros praticadas em razão da política monetária, segundo Giambiagi (2005) o que provocou tal crise foi a política fiscal expansionista. Segundo o autor, dois terços da piora do resultado operacional das necessidades de financiamento do setor público foram devido à deterioração do resultado primário do governo. Mesmo assim, se for considerada a relação dívida pública/PIB, que subiu nada menos que 10% entre dezembro de 1995 e dezembro de 1998, é facilmente conclusivo que os juros superelevados tiveram bastante importância na deterioração das contas públicas, uma vez que este passou a incidir sobre uma dívida cada vez maior.

Portanto, tendo todos esses fatos colocados em um conjunto, o cenário econômico pós Real era de uma economia em uma espiral de desequilíbrios, cada qual agravando o outro. A estratégia do governo para a estabilização dos preços foi tão somente pautada na política cambial, que transformou a política monetária uma variável dependente dessa primeira. Além da piora nos indicadores da economia real, a combinação dessas duas políticas se mostrou bastante danosa à política fiscal.

Tal situação só poderia ser prorrogada enquanto fosse possível financiar os desequilíbrios, seja por meio de dívida interna ou externa. Durante algum tempo, a alta taxa interna de juros assegurou entrada de capitais estrangeiro, o que permitiu manter a paridade cambial, e também financiar os déficits externos. Tanto que, segundo dados do Banco Central, as reservas internacionais chegaram a superar 74 bilhões de dólares, em abril de 1998.

Uma vez que estabilidade de uma economia tenha sido condicionada aos ânimos dos mercados externos, essa estabilidade só poderá ser mantida se mantidas também as condições favoráveis da economia internacional. Em 1995 o México possuía sistema semelhante ao brasileiro, mantendo fixo um câmbio valorizado na tentativa de conter a inflação interna. Com sérios desequilíbrios em sua economia, e vindo à tona sua incapacidade de manter essa posição, o país decretou moratória de sua dívida externa e desvalorizou sua moeda, fazendo abalar a confiança do resto do mundo no regime de câmbio fixo.

Naquele episódio, a fuga de capitais dos mercados emergentes atingiu fortemente o Brasil. De acordo com dados do Banco Central, pode-se observar que a pior deterioração de nossas reservas internacionais se deu justamente no segundo trimestre de 1995, evidenciando uma fuga de capitais, mesmo sem que o país demonstrasse algum indício de que não poderia sustentar sua política cambial. Segundo Krugman (1992) o movimento de fuga de capitais estrangeiros de uma economia, sem que essa economia dê fortes demonstrações de que não pode sustentar certa taxa de câmbio, pode ser caracterizado como um ataque especulativo à moeda local. Sob essa ótica, pode-se dizer que aquele episódio foi o primeiro ataque especulativo ao Real.

A reação oficial do governo pode ser percebida segundo dados do Banco Central, em que se nota um aumento na taxa Selic durante abril de 1995, que passou de 65,7% ao ano, para 85,4% em média. Além disso, nota-se uma pequena desvalorização cambial, a partir da metade do mês de março. Essas medidas foram favorecidas pela rápida recomposição da liquidez internacional, que atraída pelas condições oferecidas internamente, retomaram o fluxo de entrada de capitais no Brasil. Nota-se um crescimento de quase 30% nas reservas internacionais, entre os meses de junho e julho de 1995.

Mesmo com o biênio de 1995-1996 com a economia aquecida, inflação em queda, e condições internacionais favoráveis, a estabilidade econômica brasileira continuava condicionada a fatores externos. Enquanto houvesse disposição do resto do mundo em financiar sucessivos déficits das transações correntes, haveria como se manter o câmbio fixo e as demais condições favoráveis. Em 1997 essa disposição diminuiu, como uma crise econômica em alguns países da Ásia, que

afetou economias no mundo todo. E finalmente em 1998, a moratória da dívida russa fez a disposição internacional de financiar países emergentes acabar de vez.

Sob o ponto de vista das reservas internacionais, pode-se observar uma inflexão de grande magnitude em sua evolução, durante o mês de setembro de 1998. Seis meses antes, o país registrava seu maior saldo em reservas internacionais, na casa de 74 bilhões de dólares. Subitamente, começa-se uma inversão na direção dos capitais, que deixaram em massa o país a partir do decreto da moratória na Rússia de sua dívida externa. Tendo poucos instrumentos para lançar mão, o governo recorreu ao Fundo Monetário Internacional, que ofereceu ajuda de pouco mais de 40 bilhões de dólares, pedindo em contrapartida ajustes na economia interna.

Alguns desses ajustes não foram aprovados, e tanto isso, quanto o próprio pedido de ajuda ao FMI foi muito mal recebido pelo mercado, fazendo aumentar ainda mais a desconfiança de que o país não conseguiria manter por muito tempo sua paridade cambial, e que poderia repetir os episódios do México e da Rússia. Essa desconfiança levou investidores a buscar a troca de reais por dólares, de forma que o governo não conseguiu sustentar a taxa de câmbio, que começou o mês de janeiro de 1999 em 1,20 e fechou o mês em 1,99.

O grande problema enfrentado pelo Brasil no final daquela década não foi somente os abalos na economia mundial. Foi sua própria incapacidade de contornar as crises, por meio de uma economia interna sólida, e com um nível mínimo de auto sustentabilidade. E o cerne da fragilidade econômica da época, começa com a contradição bizarra de uma combinação de câmbio fixo e livre mobilidade de capitais. Isso por si só facilita movimentos nocivos de especulação, pois atrai uma quantidade muito grande de capitais de curto prazo, que num contexto de incerteza internacional representam alta volatilidade.

Ainda sob o aspecto financeiro, a atração de capitais estrangeiros só foi possível pela prática de uma taxa de juros real quase proibitiva, que pressionou as contas públicas. A combinação disso com uma política fiscal frouxa deu origem aos desequilíbrios nas contas públicas.

Mas não só no âmbito financeiro estão as mazelas. O câmbio fixo sobrevalorizado fez a economia se aquecer, baseada no consumo crescente, mas fez a produção interna perder competitividade externa. A taxa de câmbio escolhida para ser mantida parece ter sido mais que suficiente para conter a inflação. Ela foi uma taxa de desequilíbrio externo, pois estimulou fortemente as importações, e fez recuar as exportações. Segundo dados do Banco Central, o saldo em transações correntes, que até outubro de 1994 vinha apresentando leves superávits, naquele mês acumulou déficit e essa trajetória foi mantida em todos os meses até setembro de 2002 quando finalmente fechou com saldo positivo de 1,2 bilhões de dólares.

O déficit em transações correntes representa uma necessidade de financiamento, ou por meio de liquidação de reservas, ou por atração de capitais financeiros. Mas não só isso. Ela representa a entrada cada vez maior de produtos e serviços estrangeiros, reprimindo a produção local. A atividade industrial de produção se arrefece, o que contrai as exportações de produtos com elevado valor agregado, tornando a pauta de exportações dependente de commodities, que movimentam pouco a cadeia produtiva e geram menos empregos.

O acúmulo de todos esses fatores levou o Brasil à crise cambial de 1999. Algumas literaturas atribuem essa crise a um ataque especulativo contra o real. Mas a análise dos fatos conjunturais nos leva a pensar que os efeitos nocivos do movimento de especulação foram facilitados pela prática de uma política econômica que, por ter priorizado o controle da inflação a qualquer custo, tornou bastantes vulneráveis todos os outros flancos da economia. Quem sabe uma política econômica compromissada com o equilíbrio dos macroagregados, e promovendo grandes mudanças estruturais com gradualismo, fosse forte e estivesse em condições de enfrentar adversidades externas. Mas antes disso, se nas décadas anteriores o país não tivesse entrado na espiral da hiperinflação, talvez não tivesse sido necessário “descobrir os pés, para cobrir a cabeça”.

## 5 A ENTRADA DE CAPITAIS ESTRANGEIROS

Como mostrado no capítulo anterior, o contexto político e econômico brasileiro, bem com a situação da economia mundial como um todo, fez com que no final da década de 1990 o Brasil sofresse uma crise cambial que levou a uma grande desvalorização de sua moeda frente ao dólar. A política carro-chefe da tentativa de estabilização de preços – o câmbio fixo valorizado – acabara de tornar-se inviável, e o país foi tomado pelo receio de uma disparada do nível de preços, e de uma possível fuga ainda maior de capitais estrangeiros, numa busca de evitar a corrosão do valor de seus investimentos.

Mais eis que ambos os temores não se confirmaram. Segundo dados do Banco Central, a inflação após janeiro de 1999 manteve-se no mesmo patamar dos meses anteriores, não alcançando uma taxa de dois dígitos anuais no biênio seguinte. Esse fato está diretamente ligado ao novo sentido adotado para a política econômica, que deixara de trabalhar com metas para o câmbio e passara a adotar metas para a inflação.

Já as reservas internacionais apresentaram leve alta nos meses seguintes à desvalorização cambial, mantiveram patamar estável durante o ano de 1999, tiveram leve recuo durante o ano 2000, mas de 2001 pra frente colecionaram sucessivos aumentos, em especial a partir de 2003, quando voltaram a superar 54 bilhões de dólares. Existia, portanto, uma nova razão de ser para a entrada de moeda estrangeira em nossa economia. A nova orientação político-econômica, e o novo patamar cambial, definido por uma taxa flutuante livre, voltaram a atrair entrada de moeda estrangeira, fazendo com que ao final da década atingíssemos o maior nível de reservas em dólares<sup>8</sup>.

Neste capítulo será analisada a pauta de entrada de moeda estrangeira na economia brasileira durante o período de 1999 a 2009, sob a luz do referencial trazido no capítulo 3. Será primeiramente exposta a evolução da taxa de câmbio e dos juros, e do nível de reservas internacionais. Uma sucessão de variações positivas nessas reservas indica superávit no balanço de pagamentos. Nesse caso, será analisada as origens desses superávits, tentando compreender a natureza das

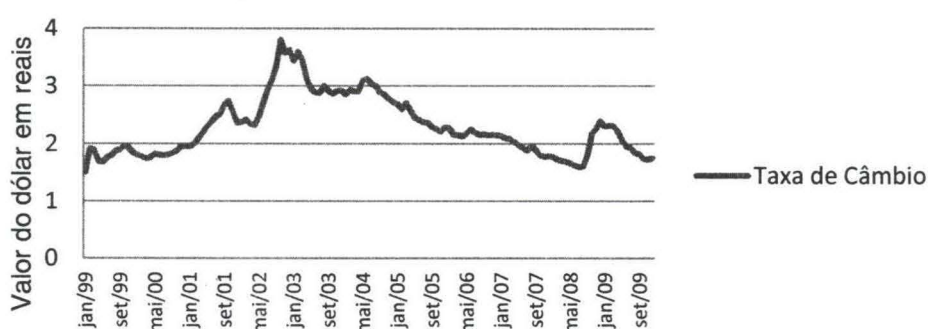
---

<sup>8</sup> Segundo o Banco Central do Brasil, as reservas fecharam o ano de 2009 acima dos 236 bilhões de dólares.

entradas de divisas, bem como seu papel para a promoção da estabilidade e desenvolvimento da economia brasileira.

A primeira grandeza macroeconômica que é necessário observar é justamente aquela que levou às mudanças a partir de 1999, ou seja, a taxa de câmbio. Abaixo um gráfico mostrando sua evolução pelos dez anos seguintes ao abandono da taxa fixa:

GRÁFICO 1 - VARIAÇÃO DA TAXA DE CÂMBIO

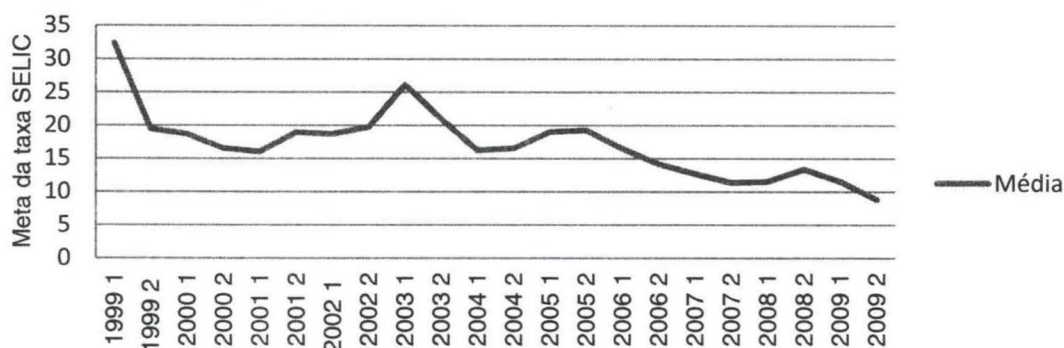


FONTE: BANCO CENTRAL

Pode-se perceber que essa taxa manteve-se estável ao longo do biênio 1999-2000, superando R\$2,00 ao final de 2001, comportamento esse certamente ligado as incertezas geradas pelos ataques terroristas aos Estados Unidos ao final daquele ano. A forte alta que se observa a durante a segunda metade de 2002 pode estar ligada ao contexto político daquele período, que combina eleições presidenciais no Brasil, e iminência de guerra no oriente médio. Já a tendência de queda durante o quadriênio 2004-2008 é facilmente associável à evolução da disponibilidade de moeda estrangeira.

A taxa interna de juros, que é um poderoso instrumento de política monetária, está intimamente ligada ao comportamento de todas as grandezas e agregados macroeconômicos. Abaixo um gráfico com sua evolução entre 1999 e 2009:

GRÁFICO 2 - VARIAÇÃO DA TAXA SELIC



FONTE: BANCO CENTRAL

O gráfico traz a evolução da média semestral da Meta Selic. É possível observar que quando do abandono do controle estrito da taxa de câmbio, essa meta era posta em patamar elevado, numa clara tentativa de manter fluxo de entrada de capitais estrangeiros, bem como de conter uma disparada da inflação, tida como certa por muitos. Uma vez percebido que nem uma coisa nem outra aconteceu, o governo teve a liberdade para baixar a taxa de juros, que ao longo do triênio 1999-2001 manteve-se abaixo de 20% ao ano. Mais uma vez o contexto político global forçou um aumento em 2003, mas que não resistiu por mais de um ano, e a partir de 2005 a tendência foi de queda.

Tendo essas duas variáveis expostas, podemos agora analisar a variação das reservas internacionais para o período de 1999 a 2009. A tabela abaixo mostra o saldo das reservas no último dia de cada ano do período pelo conceito liquidez, em milhões de dólares, e também sua variação em percentagem, de um ano para o outro. Traz também o resultado consolidado do Balanço de Pagamentos, também em milhões de dólares, e sua variação percentual.

TABELA 1 – SALDO DAS RESERVAS E DO BP

| Ano  | Reservas (milhões USD) | Variação (%) | Saldo BP (milhões USD) | Variação (%) |
|------|------------------------|--------------|------------------------|--------------|
| 1999 | 36.342                 |              | -7.822                 |              |
| 2000 | 33.011                 | -9,16        | -2.262                 | 71,08        |
| 2001 | 35.886                 | 8,7          | 3.307                  | 240,61       |
| 2002 | 37.823                 | 5,39         | 302                    | -90,86       |
| 2003 | 49.296                 | 30,33        | 8.496                  | 2713,24      |
| 2004 | 52.935                 | 7,38         | 2.244                  | -73,58       |
| 2005 | 53.799                 | 1,63         | 4.319                  | 92,46        |
| 2006 | 85.839                 | 59,55        | 30.569                 | 607,77       |
| 2007 | 180.334                | 110          | 87.484                 | 186,18       |
| 2008 | 193.783                | 7,45         | 2.969                  | -96,6        |
| 2009 | 238.520                | 23,08        | 46.651                 | 147,12       |

FONTE: BANCO CENTRAL

Em relação às reservas, nota-se certa estabilidade no quadriênio 1999-2002, nunca fechando um desses anos no patamar dos 40 bilhões de dólares. Porém, esse valor foi superado entre abril e novembro de 1999, coincidindo com os movimentos de alta taxa do câmbio e do juros, mostrados nos gráficos 1 e 2. A partir de 2002 é nítido o movimento crescente dessas reservas, juntamente com o acúmulo de resultados positivos no balanço de pagamentos. É possível observar momentos de crescimentos exponenciais na variação de ambos, como a partir de 2005 a 2009 em que as reservas mais que quadruplicam, e o saldo do BP cresce positivamente mais que dez vezes.

Portanto, do ponto de vista do acúmulo de moeda estrangeira, sendo a contabilidade nesse caso feita em dólares americanos, bem como sobre os resultados no balanço de pagamentos brasileiros, pode-se afirmar que a partir do movimento de mega desvalorização da taxa de câmbio acontecida em 1999, o país atingiu relativa suficiência em estoque de moeda estrangeira, o que pode representar o distanciamento de algum tipo de restrição externa, geralmente ligada à incapacidade de um país em adquirir itens no exterior, tanto para consumo final, quanto para investimento.

Entretanto, a restrição externa pode não estar ligada somente à falta de moeda estrangeira. Ela pode também estar representada pela necessidade do país em manter essa moeda a disposição para eventuais necessidades repentinas,

impossibilitando o país de utilizar tais recursos para investimentos de longo prazo, como financiamentos de grandes obras de infraestrutura. As necessidades repentinas geralmente estão ligadas à entrada de capitais de curto prazo, ou aqueles que visam investimentos com alta remessa de lucros ao exterior.

Portanto, para sabermos se realmente a farta disponibilidade de moeda estrangeira colocou o país numa situação de conforto externo sustentável, é necessário analisar por que vias entraram esses recursos, que tipo de capitais levou aos resultados positivos no balanço de pagamentos. Abaixo, uma tabela com o saldo das transações correntes, bem como da conta capital e financeira:

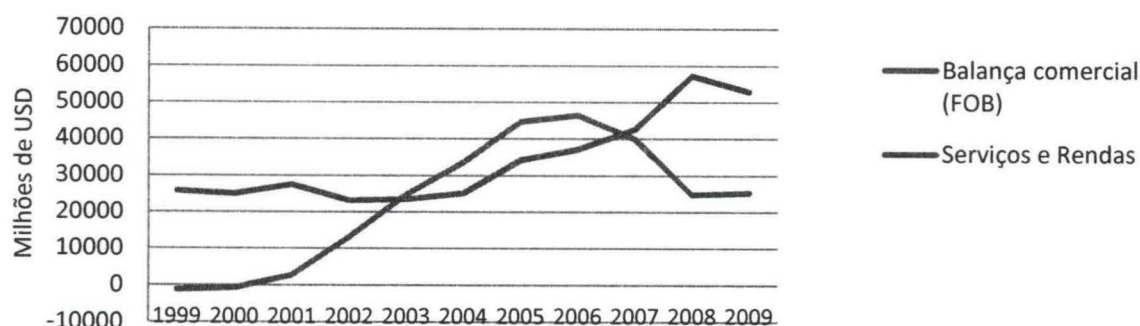
TABELA 2 – TRANSAÇÕES CORRENTES E CONTA CAPITAL

| Ano  | Saldo em Transações correntes<br>(milhões de USD) | Saldo em conta capital e<br>financeira (milhões de<br>USD) |
|------|---------------------------------------------------|------------------------------------------------------------|
| 1999 | -25335                                            | 17319                                                      |
| 2000 | -24225                                            | 19326                                                      |
| 2001 | -23215                                            | 27052                                                      |
| 2002 | -7637                                             | 8004                                                       |
| 2003 | 4177                                              | 5111                                                       |
| 2004 | 11679                                             | -7523                                                      |
| 2005 | 13985                                             | -9464                                                      |
| 2006 | 13643                                             | 16299                                                      |
| 2007 | 1551                                              | 89086                                                      |
| 2008 | -28192                                            | 29352                                                      |
| 2009 | -24302                                            | 71301                                                      |

FONTE: BANCO CENTRAL

Com essa tabela é possível perceber que, grosso modo, a conta capital e financeira teve preponderância nos bons resultados do balanço de pagamentos. Apenas no biênio 2004-2005 foi negativa, tendo em todos os outros anos do período apresentado expressivo superávit, muitas vezes financiando déficits em conta corrente. Porém, é interessante observar a origem dos baixos resultados nas transações correntes. Conforme mostra o gráfico abaixo, a despeito dos bons resultados na balança comercial, que apresentou expressivos superávits ao longo dos últimos sete anos da série, o resultado da conta de serviços e rendas puxou o resultado das transações correntes para baixo ao longo de todo o período, em especial no final da década:

GRÁFICO 3 - EVOLUÇÃO DA BALANÇA COMERCIAL E CONTA SERVIÇOS E RENDAS



FONTE: BANCO CENTRAL

Entende-se com isso que, mesmo exportando muita mercadoria e importando relativamente pouca, o país ainda remunera muito serviços do exterior (tais como transportes, turismo, seguros, alugueis, royalties etc), mas, acima de tudo, remete uma quantidade relativamente muito grande de renda de investimentos ao exterior. Com efeito, os maiores déficits em transações correntes se deram nessa rubrica contábil. Abaixo uma tabela com os resultados da conta de rendas, juntamente com suas principais subdivisões:

TABELA 3 – CONTA RENDAS E SUBDIVISÕES

| Ano  | Salários e ordenados | Renda de investimento direto | Renda de investimento em carteira | Renda de outros investimentos (juros) | Total conta rendas |
|------|----------------------|------------------------------|-----------------------------------|---------------------------------------|--------------------|
| 1999 | 142                  | -3364                        | -7710                             | -7617                                 | -18848             |
| 2000 | 79                   | -3239                        | -8545                             | -6181                                 | -17886             |
| 2001 | 95                   | -4638                        | -9621                             | -5579                                 | -19743             |
| 2002 | 102                  | -4983                        | -8384                             | -4925                                 | -18191             |
| 2003 | 109                  | -5098                        | -8743                             | -4820                                 | -18552             |
| 2004 | 181                  | -5789                        | -10415                            | -4497                                 | -20520             |
| 2005 | 214                  | -10302                       | -11778                            | -4101                                 | -25967             |
| 2006 | 177                  | -12826                       | -11028                            | -3803                                 | -27480             |
| 2007 | 448                  | -17489                       | -7065                             | -5185                                 | -29291             |
| 2008 | 545                  | -26775                       | -8039                             | -6293                                 | -40562             |
| 2009 | 603                  | -19742                       | -9213                             | -5332                                 | -33684             |

FONTE: BANCO CENTRAL

Com exceção da conta salários e ordenados, onde o Brasil sempre recebeu mais do que remunerou, todas as demais contas dentro da rubrica rendas foram altamente negativas no período analisado. Esses déficits são a remuneração a

capitais estrangeiros que entram no país, seja na forma de investimento produtivo direto, seja como aplicações no mercado financeiro.

Portanto, dentro do influxo de moeda estrangeira que gerou o acúmulo de grande volume de reservas internacionais, está um elemento que, posteriormente, pode gerar também um grande refluxo de moeda. Para entender melhor esse movimento, agora nos cabe analisar a conta capital e financeira, do balanço de pagamentos brasileiro.

A conta capital e financeira, como o próprio nome sugere, é composta por duas principais contas: a capital, que registra transferências relacionadas a patrimônio de migrantes do país, e a aquisição de bens não produzidos, como patentes e direitos sobre marcas; e a conta financeira, essa dividida em quatro principais grupos, cada qual com inúmeras subcontas. Os grupos são investimento direto, investimentos em carteira, derivativos e outros investimentos.

A conta capital não possui grande volume de transações, portanto não será alvo desta análise. A conta financeira é onde estão os maiores volumes de transações em moeda estrangeira, sendo esse volume muito maior que todas as transações correntes somadas. Abaixo uma tabela trazendo o saldo da conta financeira, juntamente com o resultado de seus quatro subgrupos:

TABELA 4 – CONTA FINANCEIRA E SUBGRUPOS

| Ano                       | 1999  | 2000  | 2001  | 2002  | 2003  | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  | 2008  | 2009  |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Saldo da Conta financeira | 16981 | 19053 | 27088 | 7571  | 4613  | -7895 | 10127 | 15430 | 88330 | 28297 | 70172 |
| Investimento direto       | 26888 | 30498 | 24715 | 14108 | 9894  | 8339  | 12550 | -9380 | 27518 | 24601 | 36033 |
| Investimento em carteira  | 3802  | 6955  | 77    | -5119 | 5308  | -4750 | 4885  | 9081  | 48390 | 1133  | 50283 |
| Derivativos               | -88   | -197  | -471  | -356  | -151  | -677  | -40   | 41    | -710  | -312  | 156   |
| Outros investimentos      | -     | -     | -     | -     | -     | -     | -     | -     | -     | -     | -     |
|                           | 13620 | 18202 | 2767  | -1062 | 10438 | 10806 | 27521 | 15688 | 13131 | 2875  | 16300 |

FONTE: BANCO CENTRAL

Por meio dessa tabela, é possível visualizar o expressivo crescimento no saldo da conta financeira, desde 1999 até 2009. A exceção dos consecutivos saldos positivos está apenas nos déficits em 2004 e 2005, resultados fortemente ligados ao esforço do país em liquidar empréstimos junto ao FMI. Nos resultados dos

investimentos diretos e em carteira é possível identificar a origem dos grandes déficits na conta de rendas, dentro das transações correntes.

Sobre os investimentos diretos estrangeiros, o que se pode compreender é que desde a desvalorização do real, juntamente com o estabelecimento das metas de inflação, o Brasil representa uma economia comprometida com a estabilidade monetária e fiscal, o que mitiga em grande parte os riscos cambiais. Por esse motivo o país atraiu tanto investimento direto do exterior. Parte constituiu investimentos novos, mas outra parte adquiriu participação no capital de empresas já existentes, alienando ao exterior parte do capital nacional. Nesse movimento, a entrada de moeda estrangeira, que ajudou a construir grandes reservas de divisas, acaba representando a transferência de capital ao exterior, bem como as rendas de capital que eles geram.

Os investimentos em carteira são outro exemplo de entrada de capitais que geram volumosas remessas ao exterior. Com a combinação entre uma taxa de câmbio desvalorizada, porém com variação relativamente estável, uma taxa básica de juros posta em patamar elevado, e reservas crescentes de moeda estrangeira, o investimento em carteira a curto prazo no Brasil tornou-se bastante atrativo. O investidor estrangeiro passou a enxergar o país como uma alternativa de altos ganhos e relativa segurança, comparado com investimentos em países desenvolvidos, mas que oferecem taxas de juros muito baixas. Não por outro motivo, por meio desse tipo de investimento houve entradas que chegaram a superar 200 bilhões de dólares, como em 2008.

Para finalizar a análise dos diversos tipos de entrada de moeda estrangeira no Brasil durante o período abordado, faz-se pertinente trazer um dado pelo menos curioso. Apesar dos resultados relativamente modestos da rubrica de investimentos em carteira, é interessante perceber o volume transacionado dentro da conta, entre créditos e débitos. Abaixo uma tabela com os resultados consolidados da conta investimento estrangeiro em carteira, que engloba compra e venda de ações de companhias brasileiras, e títulos de renda fixa de curto e longo prazo:

TABELA 5 – INVESTIMENTOS EM CARTEIRA

| Ano                                  | 1999  | 2000  | 2001  | 2002  | 2003  | 2004  | 2005  | 2006  | 2007   | 2008   | 2009   |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| Investimento estrangeiro em carteira | 3542  | 8651  | 872   | -4797 | 5129  | -3996 | 6655  | 9076  | 48104  | -767   | 46159  |
| Crédito                              | 38875 | 38816 | 29497 | 18352 | 27347 | 30614 | 59376 | 99367 | 209927 | 266460 | 194451 |
| Débito                               | 35332 | 30165 | 28625 | 23150 | 22218 | 34610 | 52721 | 90291 | 161823 | 267227 | 148292 |

FONTE: BANCO CENTRAL

Em todo o período, com exceção de 2007, o saldo foi bastante modesto, se comparado com outras contas, parecendo não representar grande importância no fluxo de moeda estrangeira. Mas ao se observar os volumes de entradas e saídas dessa conta, é possível perceber que uma grande quantidade de moeda estrangeira entra no país, configura reservas de divisas, e pouco tempo depois retorna, na forma de venda de posições dentro do país. E as entradas e saídas sempre em valores semelhantes indicam que tudo acontece no mesmo ano fiscal. Portanto são investimentos de curtíssimo prazo. São investimentos que parecem entrar no país buscando uma determinada condição favorável, como taxa de juros ou de câmbio, obter o retorno esperado, realizar o lucro pra em seguida deixar o país.

## 6 CONCLUSÃO

Este trabalho buscou analisar as origens, destinos e finalidades da grande quantidade de dólares que adentrou nossa economia por dez anos, desde que o real sofreu sua primeira grande desvalorização, em 1999. Para isso, foi feito um apanhado sobre o funcionamento do mercado de câmbio, tanto de forma geral quanto em específico no Brasil. Em seguida, as ideias de Keynes sobre as propriedades únicas da moeda foram trazidas, juntamente com sua teoria sobre a taxa de juros que incide sobre ela. Após isso, foram descritos os principais fatos econômicos e políticos que levaram a crise cambial de 1999 e depois foram apresentados os dados macroeconômicos brasileiros referentes à entrada de moeda estrangeira no país até 2009.

Diante da análise dos dados trazidos no capítulo anterior, é possível concluir o aumento da capacidade da economia brasileira em obter reservas de moeda estrangeira. Saímos de um patamar de reservas abaixo de 30 bilhões de dólares no início do período, para mais de 200 bilhões ao final dele. Foi possível observar o aumento no saldo do balanço de pagamentos, demonstrando uma crescente abertura comercial e financeira do Brasil após o abandono do câmbio controlado.

Por outro lado, foi possível perceber o ganho de importância das trocas financeiras com o exterior, em relação ao comércio de mercadorias e serviços. Como era de se esperar com a desvalorização da moeda local, o Brasil obteve um expressivo aumento no volume de transações e saldo da balança comercial. Mas essa relação não tirou tanto proveito das novas condições econômicas, quanto as relações de investimentos em carteira.

. Com a globalização financeira, possibilitada pelo desenvolvimento dos meios de comunicação, o mercado que antes era local passou a ser mundial, e isso representa uma maior instabilidade. Nesse cenário, as maiores certezas que um investidor possui, e que vão definir suas expectativas sobre um investimento, são os fatos do presente. Esse é um dos fatores que levam à preferência por investimentos de curto prazo, como a maioria dos investimentos em carteira.

Outro fator é a preferência que o investidor dá por aplicações que num curto prazo ele possa rever, como é o caso dos investimentos em bolsa de valores. São

aplicações das quais ele pode facilmente se livrar, ao menor movimento no mercado que lhe gere incertezas. De acordo com o Banco Central, esse tipo de investimento chegou a girar mais de 200 bilhões de dólares, em 2008. Nesse sentido, Keynes afirma que a possibilidade de rever aplicações permite o investidor adquirir parte de investimentos já existentes, em vez de criar seus novos e próprios investimentos. Isso explica porque o resultado em investimentos estrangeiros diretos é tão menor que os investimentos em ações.

O comportamento dos investidores externos no período analisado vão ao encontro das teorias de Keynes também no que diz respeito à clara preferência por investimentos em moeda, e que oferecem retorno também em moeda. E isso se deve às propriedades únicas contidas na moeda: uma baixa elasticidade de produção, que torna seu valor estável no longo prazo; sua imediata conversibilidade em outros bens e ativos; e sua taxa específica de juros, que dentre todos os bens e ativos, é a mais estável. E o dólar, em especial, possui todas essas propriedades bastante consolidadas, uma vez que os títulos públicos americanos são considerados os mais seguros do mundo, e só podem ser adquiridos em dólar.

Com relação à taxa de câmbio, esta também atraiu enormes volumes de investimentos financeiros no Brasil. Na medida em que foi ficando clara a tendência de baixa progressiva e sustentada em médio prazo da taxa de câmbio, o investidor estrangeiro percebeu as vantagens de tornar-se menos líquidos, trocando dólares por ativos em reais. Então, a valorização da moeda local, mais os juros reais pagos, tornou o cupom cambial muito atrativo. E como o Brasil vinha colecionando aumentos nas reservas internacionais, o retorno em dólares dos investimentos tornou-se cada vez mais certo.

Conforme a taxa de câmbio foi baixando, e as reservas internacionais foram aumentando, é possível que muitos tenham associado esses fatos a grandes volumes de exportações, ao aumento da competitividade de nossa produção no exterior. Mas diante do que foi possível observar nos dados apresentados, essas questões tiveram menor relevância no resultado das reservas. Com efeito, os saldos da balança comercial tiveram expressivo crescimento durante o período analisado, conforme o gráfico 3 do capítulo anterior. Mas em contrapartida, a conta de serviços e rendas foi sempre deficitária, remetendo as divisas obtidas com o comércio.

Sobra, portanto, as entradas financeiras para explicar o expressivo aumento das reservas.

Essa constatação nos leva a uma conclusão preocupante: a forma de entrada de moeda estrangeira em nossa economia não reflete um desenvolvimento econômico sustentável, que traga benefícios sociais, como geração de emprego e desenvolvimento de um mercado doméstico forte. Ela representa a abertura e desenvolvimento do mercado financeiro. E como Keynes diz em sua obra, existe um germen de instabilidade, inerente e implantado no mercado financeiro. E se nossa situação de conforto externo for dependente do mercado financeiro, não há muitas garantias de que, de uma hora para outra, esse conforto não dê lugar a uma situação de restrição externa.

O Brasil poderia tirar proveito de situações externas favoráveis para fortalecer e consolidar sua economia. A abundância de capital externo poderia ser utilizada para financiar obras de mudanças estruturais, como infraestrutura básica de transporte e comunicação, e indústrias de base, que são hoje gargalos para o desenvolvimento econômico em nosso país. Por meio de políticas fiscais, é possível atrair e estimular investimentos externos em transportes mais eficientes, como os pluviais e ferroviários; investimentos na indústria de transformação, como os de alimentos e petroquímica; investimentos em tecnologia e comunicação, entre outros, bastando dar facilidade à entrada de capitais para esses setores, ou melhorando as condições e facilitando o acesso a financiamentos para os mesmos.

É preciso impetrar esforços para transformar gargalos em estruturas que levem ao crescimento e desenvolvimento de uma economia forte, capaz de ser competitiva no exterior e de acumular reservas internacionais por motivos mais seguros, benéficos, e sustentáveis a longo prazo.

## REFERÊNCIAS

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Sistema Gerenciador de Séries temporais, 1993-2009. Disponível em: < <http://www4.bcb.gov.br/pec/series/port/aviso.asp>>. Acesso entre 01/04/2013 e 15/07/2013.

CARNEIRO, R. **Desenvolvimento e crise**: a economia brasileira no último quarto do século XX. São Paulo: UNESP, 2002.

GIAMBIAGI, F.; REIS, J. G.; URANI, A. (Org.). **Reformas no Brasil**: balanço e agenda. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2004.

GIAMBIAGI, F.; VILLELA, A.; CASTRO, L. B. de.; HERMANN, J. (Org.). **Economia Brasileira Contemporânea**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

KEYNES, J. M. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo: Nova Cultural, 1996. (Série Os Economistas)

KRUGMAN, P. R. **Currencies and crises**. London: Mit Press, 1992.

KRUGMAN, P. R.; OBSTFELD, M. **Economia internacional**: teoria e política. 6º ed. São Paulo: Pearson, 2005.

MAIA, J. de M. **Economia internacional e comércio exterior**. 12º ed. São Paulo: Atlas, 2008.

VASCONCELOS, M. R. Mercado de câmbio contemporâneo. **Revista de Economia, UFPR**. Curitiba, ano 25, n. 23, p. 91-121, 1999.

VELLOSO, J. P. dos R. (Coord.). **Governo Lula, novas prioridades e desenvolvimento sustentado**. Rio de Janeiro: José Olympio, 2003.

VELLOSO, J. P. dos R. (Coord.). **O Real, o crescimento e as reformas**. Rio de Janeiro: José Olympio, 1996.