

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**Perspectivas para a conta de capitais de 1998 a 2001**

Francisco Vanzolini de Paula Machado

Nº de matrícula: 9515909-3

Orientador: Márcio G. P. Garcia

Julho de 1998

”As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”

## Índice

<b>I. Introdução</b>	<b>5</b>
<b>II. Descrição empírica dos movimentos de capitais ao longo do plano real</b>	<b>11</b>
II.1. Tamanho	11
II.2. Composição	12
II.2.1. Investimentos	14
II.2.2. Financiamentos	15
II.2.3. Empréstimos em moeda	17
<b>III. Perspectivas para a conta de capitais</b>	<b>19</b>
III.1. Fluxos de capitais em 1998	20
III.2. Ingressos	21
III.2.1. Investimentos diretos de privatização	22
III.2.2. Financiamento de importações	26
III.2.3. Investimentos em portfólio	28
III.2.4. Empréstimos em moeda	29
III.3. Saídas	30
III.3.1. Esquema de amortização de dívida registrada	30
III.3.2. Financiamento de importações	31
III.3.3. Empréstimos em moeda	32
III.3.4. Investimentos em portfólio	34
<b>IV. Conclusão</b>	<b>36</b>

V. Bibliografia \_\_\_\_\_ 39

VI. Anexo de gráficos e tabelas \_\_\_\_\_

## I - INTRODUÇÃO

Os anos 90 vem representando a retomada dos fluxos de capitais para os países em desenvolvimento em geral, e para o Brasil em particular. O plano Real de estabilização econômica, tem tido papel importante no novo desenho que tem se formado para o balanço de pagamentos brasileiro. Os fluxos de recursos externos que passaram a ingressar no país nos últimos anos, tem aumentado muito de volume, e vem afetando o consumo, a produção e o gerenciamento macroeconômico do país.

Desde que o plano Real foi implementado, em julho de 1994, a estabilidade econômica vem sendo sustentada por uma política monetária austera, e uma política cambial pautada pelo gradualismo. Chegando ao ano de 1997, como as mudanças estruturais necessárias para mudar o quadro fiscal ainda não haviam sido implementadas, foi necessário permanecer nessa trajetória. Ainda não havia ocorrido o que a equipe econômica chama de substituição da âncora cambial, pela âncora fiscal. O ano de 1997, em particular, foi marcado pela crise nas economias asiáticas. A crise dividiu o ano em duas partes, sob o ponto de vista da economia brasileira.

Na primeira parte, o plano de estabilização seguia sem sobressaltos, com inflação sobre controle, juros em queda, crédito em expansão e perspectivas de crescimento. Após a crise, porém, só a inflação manteve sua trajetória de queda. Os juros subiram, o crédito se retraiu e as projeções de crescimento foram revistas para baixo.

A condução da economia durante o período de crise, mostrou que a opção do governo era a de não se distanciar das diretrizes traçadas para as políticas cambial e monetária. A prioridade foi manter a estabilidade da moeda e as condições para financiar o déficit em transações correntes. Ficou evidenciada, porém, a necessidade de uma solução mais duradoura, com o equacionamento da situação fiscal e o incremento da poupança doméstica. Só assim a economia interna poderia ficar menos vulnerável as pressões externas.

No decorrer de 1997, as mudanças no cenário econômico internacional, nos fluxos de capital estrangeiro para o país, e observando-se o aumento do déficit em conta corrente a ser financiado, levaram o governo a tomar várias medidas relacionadas a área externa .

Os resultados negativos da balança comercial, por exmplo, já vinham preocupando o governo desde o final de 1996. Esses números continuaram altos no primeiro trimestre de 1997, e levaram o governo a adotar medidas de restrição ao financiamento de importações<sup>1</sup>, e de estímulo as exportações<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> A Circular número 2.747 de março de 1997. impões restrições ao financiamento das importações a prazo de até 360 dias.

<sup>2</sup> Definição de novos critérios aplicáveis sobre as operações amparadas pelo PROEX – Programa de financiamento às exportações, com a regulamentação de novas operações de equalização de taxas de juros e da ampliação da autonomia do Banco do Brasil para aprovação de novos financiamentos (Resoluções números 2.380 e 2.381).

Em meados de abril de 1997, a equipe econômica reconheceu que a situação de desequilíbrio no balanço de pagamentos estava acentuada, e decidiu interromper a trajetória de queda das taxas de juros. O COPOM (comitê de política monetária) optou por manter a TBC e a TBAN do mês maio inalteradas por 6 meses seguidos.

Outra medida adotada na área externa que marcou esse ano, foi o estímulo as captações de recursos no mercado internacional. A redução das alíquotas de IOF sobre o ingresso de moeda estrangeira<sup>3</sup>, por exemplo, atuou diretamente sobre o cupom cambial líquido dos investimentos externos, tornando o país mais atraente para os capitais estrangeiros.

A crise asiática teve início quando o modelo exportador e desenvolvimentista desses países mostrou sinais de esgotamento, e a capacidade de honrar as garantias concedidas em caso de falência do sistema financeiro, passou a ser questionada. Nos últimos anos, a reversão da relação entre o dólar e o iene, fez a moeda americana se valorizar frente a japonesa, ao contrário do que ocorrera na década de 80. Como muitas economias asiáticas mantinham paridade fixa com o dólar, estas viram sua competitividade exportadora ser reduzida. Esses países também perderam espaço no comércio internacional para a China, e a partir daí, suas contas externas passaram a se deteriorar, e sua solidez começou a ser questionada. A prática comum na região de sustentar empresas ineficientes e pouco solúveis, e a existência de garantia por parte do governo de prestar socorro em casos de necessidade, tornaram os agentes menos seletivos quanto aos investimentos que faziam.

---

<sup>3</sup> Portaria número 85, de abril de 1997.

A Tailândia foi o primeiro país a sucumbir, seguida de Filipinas, Malásia e Indonésia. Entre julho e outubro de 1997, a crise se espalhou pelos demais países emergentes asiáticos. Em 23 de outubro desse ano, Hong Kong, até então tido como um porto seguro na Ásia, sofreu um ataque especulativo contra sua moeda, que a 14 anos mantinha paridade fixa com o dólar. A resposta do governo foi elevar os juros em 200%, fazendo despencar sua bolsa e arrastando as bolsas de valores do resto do mundo.

Foi nesse momento que o governo brasileiro decidiu elevar as taxas de juros básicas em reunião extraordinária do COPOM<sup>4</sup>, para enfrentar um ataque especulativo contra o Real. Para fazer frente a esses movimentos especulativos, a autoridade monetária tomou outras medidas, como, por exemplo, aumentar a oferta de *hedge* que o mercado vinha demandando, vendendo títulos indexados a variação cambial.

Ao fim do ano, o déficit em transações correntes havia atingido 4,2% do PIB contra 3,1% do final do ano anterior. O saldo negativo da balança comercial havia crescido 54% e o da conta de serviços 27%, em relação a 96. Esses resultados foram financiados com investimentos diretos que quase duplicaram, e captações brutas muito altas (US\$ 129 bilhões). O déficit no balanço de pagamentos como um todo, foi de US\$ 7,8 bilhões, puxado principalmente pelo péssimo resultado do 4º trimestre, que foi negativo em US\$ 10,2 bilhões. As reservas internacionais fecharam o ano em US\$ 51,4 bilhões, pelo conceito de caixa, enquanto em dezembro de 96 estavam no patamar de US\$ 59, 0 bilhões.

---

<sup>4</sup> Reunião do dia 30 de outubro de 1997 decidiu elevar a TBC de 1,58% para 3,05% ao mês e a TBAN de 1,78% para 3,23% ao mês, a vigorar a partir do dia 31.



Dado que os desequilíbrios no balanço de pagamentos devem perdurar por algum tempo, e tendo em vista que o financiamento da conta corrente através dos fluxos de capitais para o país, é essencial para o sucesso do atual plano de estabilização, pretendemos analisar as perspectivas para a conta de capitais de 1998 a 2001.

A segunda parte do trabalho, inclui uma análise quantitativa e qualitativa do comportamento dos principais itens da conta de capitais nos últimos anos, com ênfase para o período pós plano Real.

Na terceira parte começamos a fazer nossas estimativas para os ingressos de capitais que devem ocorrer de 1998 a 2001. Fizemos um estudo sobre a conta de investimentos diretos, calculando o quanto deve ser arrecadado com as privatizações que devem ocorrer nesse período. Para melhor avaliar o potencial de recursos que podem ser obtidos, fizemos projeções relacionando o ágio que pode ocorrer em cima do preço mínimo estipulado, e a participação do capital estrangeiro no processo. Foram feitas, também, projeções para as outras contas que representam entradas de recursos externos pra o país.

Nessa parte também incluímos alguns números ao esquema de amortização de dívida registrada<sup>5</sup>, divulgado pelo Banco Central. Esses número são apresentados na seção que trata das saídas de capitais esperadas. O último esquema data de dezembro de 1996, e portanto seus números encontram-se defasados. A este esquema acrescentamos as novas emissões que ocorreram em 1997 e fizemos suposições quanto as outras contas que impactam nas saídas de recursos externos.

---

<sup>5</sup> Tabela IV.23 do Boletim do Banco Central do Brasil.

Na terceira seção também avaliamos os fluxos de capitais recentes, registrados nos primeiros meses de 1998.

A conclusão do trabalho está apresentada na quarta e última seção.

## II – DESCRIÇÃO EMPÍRICA DO MOVIMENTO DE CAPITALS AO LONGO DO PLANO REAL

Essa seção descreve o comportamento do movimento de capitais, no Brasil, ao longo do plano Real. Para situar melhor a análise empírica, foram usadas informações a partir do começo da década. A análise dos dados mostra o quanto tem aumentado, em termos absolutos, os fluxos de entrada e saída de capitais nesse período. O ano de 1992, foi um ano marcante para a conta de capitais. A evolução dos fluxos de recursos externos a partir dessa data, mostra um perfil muito diferente daquele que havia marcado a década de 80, em particular durante os períodos de crise da dívida externa. O período que compreende o Plano Real até o ano de 1997, foi marcado por um grande crescimento do movimento de capitais ingressando e saindo do país.

### II.1 - Tamanho

Podemos notar pelo gráfico 1, a retomada dos fluxos de capital estrangeiro para o Brasil. Essa tem sido uma característica marcante dos anos 90, época em que o capital voltou a se dirigir aos países em desenvolvimento. O processo de privatização e reformas econômicas,

começou em 1990, mas a estabilização bem sucedida da moeda só foi ocorrer em 1994, com a introdução do Plano Real. Nesse meio tempo, em particular no ano de 1992, a conta de capitais apresentou uma reversão marcante, saindo de um saldo negativo de US\$ 4 bilhões em 91, para US\$ 25 bilhões positivos em 1992. Como podemos constatar, o Brasil superou a escassez de ingressos de capitais a partir desta data. Desse ponto em diante, a conta de capitais passou a crescer sucessivamente até 1996, caindo um pouco em 1997, ano marcado pela forte crise asiática que abalou os mercados emergentes em geral.

Voltando um pouco no tempo, podemos notar que a atratividade das altas taxas de juros tinha levado recuperação das reservas cambiais desde setembro de 91. Nessa data, o nível de reservas estava baixo e o Bacen decidiu desvalorizar o câmbio, e aumentar a taxa de juros, assumindo em seguida uma postura de manter o câmbio estável. Com isso, o capital de curto prazo, que migra atrás de ganhos de arbitragem, começou a inundar o país. A partir de 1995 esses fluxos se tornaram excessivos, trazendo alguns problemas para a condução da política monetária e cambial do governo.

## II.2 - Composição

Mudanças na legislação, como a criação do anexo IV em 91, no ambiente macroeconômico, como os planos de estabilização, na condução das políticas cambial e monetária, como a adotada pelo Bacen em 1991, e outras, fizeram com que a conta de capitais e os movimentos associados a ela mudassem de composição ao longo desse tempo.

Para analisar a evolução da composição do movimento de capitais, foram feitos gráficos dos principais itens que compõe essa conta. O gráfico 2, mostra o movimento de capitais de médio e longo prazo<sup>6</sup>. As colunas representam os saldos líquidos de cada um dos itens, e do saldo total líquido. A linha sólida representa os ingressos de capitais brutos, enquanto que a linha pontilhada representa as saídas brutas.

O ano de 1992 marca o entesouramento entre as duas linhas, passando a apresentar um movimento de capitais positivo, com os ingressos superando as saídas. A reversão do saldo líquido total, pode ser atribuída a conta de investimentos e de empréstimos em moeda. Desde o começo do Plano Real, o saldo líquido total tem se mantido positivo, graças a essas duas contas. O ano de 1997, em particular, marca a reversão da conta de financiamentos, que passou a ser positiva, contribuindo para elevação do saldo líquido total ao patamar de US\$ 41 bilhões.

É importante notar que a evolução dos ingressos e retornos brutos, vem aumentando muito nesses anos. O volume de ingressos passou de US\$ 40,9 bilhões para US\$ 105,7 bilhões, enquanto o de retornos passou de US\$ 31,0 bilhões para US\$ 64,4 bilhões, entre os anos de 1994 e 1997.

---

<sup>6</sup> Esses números vem da tabela IV.12. movimento de capitais, do Banco Central do Brasil e não são diretamente comparáveis aos dados da conta de capitais do balanço de pagamentos da tabela IV.1. A tabela IV.1, por exemplo, inclui fluxos de capitais de curto prazo, não considerados na tabela IV.12.

## II.2.1 - Investimentos

O gráfico 3 mostra o comportamento do investimento externo líquido no Brasil. O ano de 1992 aparece novamente como um ponto marcante. A partir daí os fluxos de investimento direto passaram a crescer continuamente. No ano de 1995, a trajetória ascendente dos investimentos externos, sofreu um abalo com a crise mexicana. Nesse período houve fortes saídas, principalmente de investimentos em portfólio. Os anos seguintes mostram a retomada da trajetória ascendente.

Um dos fatos mais marcantes dessa rubrica foi o aumento do volume de ingressos e retornos. O volume de ingressos, por exemplo, passou de US\$ 27,6 bilhões no ano de 94, para US\$ 58,2 bilhões no ano de 97. Os retornos registrados no mesmo período, saltaram de US\$ 18,5 bilhões para US\$ 35,9 bilhões.

O 4º trimestre de 97 mostrou alguns sinais de abalo causados pela crise asiática. Nesse período foi registrada uma saída forte de investimentos em portfólio ( US\$12,3 bi de retornos contra ingressos de US\$ 9,5 bi). O mês de outubro, em particular, registrou saldo negativo de US\$ 1,4 bilhões nessa modalidade<sup>7</sup>. As saídas desses recursos se concentraram na última semana do mês, concomitantemente a crise asiática, indicando a influência da globalização financeira sobre o mercado doméstico.

Vale destacar nessa análise, que o componente da conta de investimentos que mais tem crescido, tem sido o investimento direto. O gráfico 5, mostra que os ingressos via investimentos diretos, representado pela linha contínua, tem crescido muito desde 1994,

enquanto que as saídas, representadas pela linha pontilhada, ficaram estacionadas em patamares baixos. Esse descolamento entre as curvas fez com que o saldo líquido crescesse muito, chegando ao patamar de US\$ 16 bi em 97. O ingresso líquido de investimentos diretos nesse ano foi suficientemente grande para financiar 51% do déficit em transações correntes, contra 41% financiados em 1996. O ano de 1997 foi marcado por privatizações de grande porte, como a da Vale do Rio Doce, em maio, a da Coelba, em julho e das distribuidoras de energia elétrica Norte-Nordeste e Centro-Oeste, em outubro.

Investimentos em portfólio cresceram muito desde 1990, mas de 1994 em diante os resultados líquidos dessa rubrica tem sido mais tímidos. O ponto mais importante nessa a se destacar, são os volumes muito altos atingidos, tanto em ingressos de capitais, quanto em saídas. Desse modo, apesar de registrar entradas de US\$ 39,6 bilhões em 1997, muito superiores às entradas de investimentos diretos, o saldo líquido nesse ano foi de somente US\$ 5,3 bilhões, contra US\$ 16,2 bilhões de investimentos diretos. Nesse conceito estão incluídos os recursos captados para aplicação no mercado acionário, sob regulamentação dos anexos de I a V da resolução nº 1.289, e para aplicação nos fundos de renda fixa de capital estrangeiro e outros. Vale notar que de janeiro a setembro, antes da crise asiática, o ingresso líquido de portfólio era de US\$ 8,1 bilhões, enquanto que em outubro e novembro registrou-se saída líquida de US\$ 2,9 bilhões.

## II.2.2 - Financiamento

---

<sup>7</sup> Desses, US\$ 556 milhões correspondem a investimentos amparados pelos anexos I à IV da Resolução 1.289/87, US\$ 736 milhões relativos a investimentos em Fundos de Renda Fixa - Capital Estrangeiro e US\$ 98 milhões devidos a outros fundos.

O item financiamento é composto de organismos internacionais (Bird, BID, CFI), agências governamentais e fornecedores/compradores. A melhor performance da conta de capitais nos anos 90, permitiu um aumento do diferencial entre amortizações pagas e desembolsos, fazendo com que este item registrasse resultados negativos sucessivos.

Em 1997, porém, esse quadro é revertido e a conta de financiamentos passa a ser supervitória. Isso representou uma nova alternativa de poupança externa para suprir a deficiência de poupança interna, tanto privada quanto pública. Esse aumento do influxo de capitais de prazo mais longo, melhora as perspectivas do plano de estabilização em geral, e melhora a da política cambial em particular.

Os financiamentos destinados às importações brasileiras, totalizaram ingressos líquidos de US\$ 13,6 bilhões ao fim de 1997, em contraste com as saídas líquidas de US\$ 2,1 bilhões do ano anterior. Esse movimento ocorreu graças a alteração das normas cambiais que instituíram a obrigatoriedade da contratação de câmbio para liquidação futura nas importações com prazo de pagamento de até 360 dias. Com isso, o registro de importações amparadas por financiamentos de prazo superior a uma ano evoluiu de 3% do total importado em 1996 para 37% ao final de 1997. As alterações mais significativas foram observadas nos financiamentos relativos a compradores e fornecedores que evoluíram de US\$ 1,1 bilhão em 1996 para US\$ 15,1 bilhões em 1997, enquanto as amortizações quase não cresceram.

A evolução dos desembolsos e amortizações pagas relativos a financiamentos, está apresentada no gráfico 6. As colunas representam o saldo líquido de cada ano.



### II.2.3 - Empréstimos em Moeda

Esse item vem registrando fluxos de capitais muito altos nos últimos anos. A trajetória vinha sendo de elevação do saldo líquido de empréstimos, mas em 1997 houve uma redução desse saldo, já que o volume de amortizações pagas cresceu muito. Mesmo assim, os empréstimos captados mostraram ser uma importante fonte de recursos externos.

A medida anunciada pelo Banco Central, que reduziu o prazo mínimo médio de amortizações<sup>8</sup>, de três para um ano, para contratação de operações de empréstimos no exterior, válida até o dia primeiro de março de 1998, e de um ano para seis meses nos casos de renovações ou prorrogações, válida até 31 de março de 1998, elevou os ingressos no mês de dezembro para US\$ 3,6 bilhões. Essa flexibilização foi parcialmente revertida com a edição da Circular número 2.807, em fevereiro de 1998, que elevou os respectivos prazos para 24 e 12 meses, respectivamente. O ano de 1998 será comentado em detalhes na terceira parte do trabalho.

A modalidade de captação de empréstimos em moeda que mais vem chamando a atenção, é a Resolução 2.148 - Financiamento rural<sup>9</sup>. A captação de recursos amparada nessa resolução tem crescido muito, e passou a ocupar a segunda posição em volume captado do item empréstimos em moeda. A importância dessa modalidade elevou-se no ano de 1997, devido a autorização para captação a prazos menores, associado a possibilidade de aplicação dos saldos não repassados em títulos do governo corrigidos

---

<sup>8</sup> Circular nº 2.783 de novembro de 97

pelo câmbio. O governo usou esse mecanismo para atrair capital e recompor suas reservas após a crise asiática, oferecendo um alto retorno, já que os juros internos haviam aumentado muito em fins de 1997 e protegido de mudanças no câmbio. A equipe econômica, no período de crise, preferiu flexibilizar o aparato legal existente, abrindo mão da qualidade dos capitais, para assegurar um fluxo de recursos positivo para o país.

A maior fonte de ingressos de capital tem sido as emissões de *notes* em mercados internacionais. Essa conta tem respondido por mais da metade dos desembolsos desde 1994. Isso contrasta com a época em que os empréstimos bancários dominavam essa conta.

O volume de amortizações cresceu significativamente, podendo ser notado no gráfico 7, pela maior inclinação atingida pela linha pontilhada. Esse movimento ocorreu graças ao maior volume de bônus e *notes* amortizados no ano de 1997.

---

<sup>9</sup> Essa conta também costuma ser chamada de 63 caipira.

### III – PERSPECTIVAS PARA A CONTA DE CAPITAIS

As estimativas para a conta de capitais estão divididas em dois grupos. O primeiro deles refere-se ao ingresso de recursos esperado até o ano de 2001. O segundo representa o volume de saídas estimado para o mesmo período.

O grupo de ingressos está dividido em 4 subgrupos: investimentos diretos, empréstimos em moeda, investimentos em *portfólio* e financiamento de importações. As estimativas para cada uma dessas contas foi feita com base em diferentes hipóteses, e estão apresentadas em suas respectivas seções.

As nossas estimativas de amortização estão divididas em 4 grupos. O grupo principal e nosso ponto de partida, é o esquema de amortização de dívida registrada divulgado pelo Banco Central em fins de 1996. Ao esquema de amortização acrescentamos previsões para as contas de financiamento de importações, empréstimos em moeda e portfólio. A metodologia de nossos cálculos estão apresentadas em cada uma das seções.

### III.1 Fluxos de capitais em 1998

Os fluxos de capitais para o Brasil no primeiro trimestre de 1998, apresentaram ingressos de US\$ 34,5 bilhões, mais que o dobro do mesmo período do ano anterior. Nesse mesmo período, o volume de saídas registrado foi de US\$ 10,6 bilhões. Esses números referem-se aos capitais de médio e longo prazo<sup>10</sup>. Quando olhamos também para os fluxos de curto prazo, vemos que as captações até maio de 1998 atingem a casa dos US\$ 64,7 bilhões<sup>11</sup>, superando em muito os US\$ 38,3 bilhões do mesmo período do ano anterior.

O item empréstimos em moeda foi o que apresentou maior volume de ingressos, até maio de 1998. Dentro desse item, destacaram-se as captações via resolução 2.148 e *bônus e notes*. As captações via 63 caipira foram incentivadas pelo patamar alto de juros no mercado interno após a crise asiática, e pela possibilidade de se aplicar o total do dinheiro captado e não repassado para financiamento rural, em títulos do governo corrigidos pelo câmbio, pelo prazo mínimo de amortização de seis meses. Após o grande influxo de capitais de curto prazo via resolução 2.148, o Banco Central, através da Resolução 2.483 de 26 de março de 1998, tentou conter essas entradas. A resolução determina que somente 50% do total captado no exterior, e não aplicados nas finalidades previstas pela resolução 2.148, poderiam ser usados para aquisição de títulos do governo corrigidos pelo câmbio. Esse limite não era aplicado aos recursos cujo pedido de autorização tivesse sido apresentado até 25 de março de 1998, por isso o mês de abril ainda apresentou volume alto de captações.

<sup>10</sup> Tabela IV.12 do Boletim do Banco Central do Brasil.

<sup>11</sup> Esses dados referem-se ao quadro IX – Captações de recursos externos da nota para imprensa divulgada mensalmente pelo Banco Central do Brasil.

Uma outra medida adotada pela equipe econômica ainda em 1997, em resposta a crise asiática, teve impacto marcante nos fluxos do começo de 1998. A Circular número 2.783 de novembro de 1997, havia reduzido o prazo médio mínimo de captação de empréstimos no exterior, de 36 meses para 12 meses. Essa medida vigoraria até primeiro de março de 1998. O prazo médio mínimo de prorrogações e renovações também foi reduzido para seis meses a vigorar até 31 de março do ano seguinte. Dado o caráter temporário da medida, um forte ingresso de recursos entrou por esta rubrica, levando o Banco Central a adotar uma nova medida para conter esse excesso. Para se ter uma idéia, só em março de 1998 foram captados US\$ 6,9 bilhões de bônus e notes. A Circular número 2.807 de fevereiro de 1998, elevou os referidos prazos mínimos de captação para 12 e 24 meses, respectivamente. O efeito dessa medida ainda não foi sentido nos meses seguintes, como podemos ver pelo volume de captações de março, mencionado acima, uma vez que o Banco Central havia concedido autorizações prévias de operações por esta rubrica.

### III.2 Ingressos

Os ingressos estimados para os anos de 1998 a 2001 estão apresentados na tabela 1, 2 e 3. Essas tabelas representam três cenários diferentes que serão explicados no capítulo 5. Preferimos nos ater as contas de maior importância e com maior grau de previsibilidade. Cada conta apresenta uma série de hipóteses e considerações em particular, apresentadas abaixo. O primeiro grupo é o de investimento direto relacionado a privatizações. Vale ressaltar a forma como o Banco Central contabiliza os fluxos de capitais direcionados a compra de ações de empresas brasileiras. Se as aquisições excederem 10% do controle de uma empresa, os recursos são tratados como investimento direto. Caso contrário, os

recursos entram na conta de investimentos em *portfólio*. O grupo seguinte é o de financiamento de importações, seguido de empréstimos em moeda e investimento em *portfólio*.

### III.2.1 – Investimentos Diretos de Privatização

As estimativas de ingressos via investimentos diretos, foram feitas com base no total a ser arrecadado com privatizações até 2001. Foram consideradas na análise, as vendas de empresas estaduais e federais que estão agendadas para acontecer.

As datas dos leilões foram escolhidas da seguinte forma. Consideramos a data do leilão anunciado quando este já estivesse definido. Quando não havia data marcada, usamos as datas estimadas por órgãos do governo, por consultorias e por analistas específicos do setor em questão.

Os preços mínimos foram calculados de acordo com três situações diferentes. O primeiro caso é o da empresa que já foi privatizada e o preço de venda é conhecido. O segundo refere-se a empresa que já está em processo mais avançado de privatização, e portanto já tem o preço mínimo definido. A terceira situação é aquela em que temos de definir o preço mínimo. Neste caso, se tratando de uma empresa de capital aberto com ações negociadas em bolsa, contabilizamos o total a ser alienado, pelo valor de mercado das ações. Para empresas cujas ações não são negociadas em bolsa, adotamos critérios variados: valor patrimonial, capacidade instalada ou potência vendida e etc.

O total esperado de arrecadação com privatizações e concessões, está exposto na tabela 4. Podemos ver que o ano de 1999 deve acumular um grande número empresas a serem vendidas e concessões a serem feitas, podendo-se arrecadar algo em torno de US\$ 45 bilhões. Nossa tabela foi dividida entre cinco setores básicos: telecomunicações, energia, financeiro, saneamento e outros. Como podemos notar, os setores de telecomunicações e energia são os mais importantes. A privatização da Telebrás e as concessões de telefonia celular da banda B, tiveram grande peso no grupo de telecomunicações, enquanto venda das subsidiárias da Eletrobrás representam importante volume de recursos no grupo de energia.

Vale lembrar que foi considerado o pagamento em parcelas em algumas ocasiões. No caso da Telebrás, por exemplo, distribuimos o total a ser arrecadado em 3 prestações, sendo a primeira paga em 1998, e as restantes nos anos de 1999 e 2000. As empresas poderão ser compradas com um sinal de 40% na data do leilão, mais duas parcelas anuais de 30% cada. Essas parcelas sofrem correção monetária pelo IGP-DI, mais 12% de juros anuais. Existe, porém, a opção de se antecipar o pagamento da terceira parcela quando do pagamento da segunda. Nesse caso, os juros caem para 9% ao ano. Em outros casos, como a concessão da banda B, em que quase tudo já foi privatizado, o critério para distribuir o pagamento ao longo do tempo foi considerar a forma como os vencedores dos leilões optaram por pagar.

Para efeito de análise, fizemos considerações sobre os possíveis ágios a serem obtidos nos leilões que ainda não ocorreram, e sobre a participação de capital estrangeiro no processo. Consideramos que o ágio a ser obtido nos leilões deverá se situar entre 10% e 30%, com maior probabilidade de ficar em 20%. Usamos uma distribuição triangular

para calcular os efeitos dessa hipótese e fizemos simulações para chegar a quanto o ágio deve aumentar a arrecadação prevista. As hipóteses quanto aos ágios podem ser um pouco conservadoras se considerarmos os resultados dos últimos leilões de 97. O ágio médio obtido com as vendas e concessões, de janeiro a novembro de 1997, foi de 73%, impulsionado pelos resultados obtidos com as concessões da banda B de telefonia celular, com ágio médio de 127% (a área 1, referente a grande São Paulo, por exemplo, foi vendida com ágio de 341%). Quanto a participação de capital estrangeiro nas privatizações, usamos a mesma distribuição triangular só que considerando participação mínima de 20%, máxima de 60% e média, com maior probabilidade, de 40%. A participação do capital estrangeiro no processo de privatizações vem crescendo continuamente desde 1991. De 1991 a 1995 havia ficado abaixo de 5%. Em 1996 começou o ano com participação de 13% subindo para 26% mais tarde. Até novembro de 1997 esse número estava ao redor de 40% podendo chegar a 50% em 98, segundo estimativas do BNDES.

O total de ingressos esperado para cada ano está exposto na tabela 5. Dividimos os resultados entre 3 cenários, sendo o cenário um o mais pessimista. Nesse cenário ocorreram os menores ágios possíveis e, sobretudo, houve a menor participação de capital estrangeiro possível. A participação de capital estrangeiro mostrou ter um peso muito maior na determinação dos fluxos que devem entrar, associados as privatizações. Incluímos o histograma de cada ano, mostrando os intervalos de quanto poderá ser arrecadado relacionado com a sua probabilidade de ocorrer. Pelo gráfico 8 podemos ver que existe uma grande probabilidade de se arrecadar algo em torno de US\$ 14 bilhões em 1998. O volume de ingressos para o ano de 1999 parece mais incerto, como podemos



notar pelo gráfico 9. Os histogramas para os anos de 2000 e 2001 estão apresentados nos gráficos 10 e 11, respectivamente.

Podemos notar que a arrecadação vai atingir volumes muito altos em 98 e principalmente 99, reduzindo em muito as necessidades de financiamento externo desses anos. Nos anos seguintes, podemos notar que o total a ser arrecadado vai diminuir consideravelmente. A partir de 2000, o governo terá que conseguir outras formas de reduzir sua necessidade de financiamento externo, que não sejam os recursos de investimentos diretos de privatização.

Já foram arrecadados cerca de US\$ 6 bilhões, até meados de junho, enquanto que os fluxos de investimento direto associados a privatização, foram da ordem de US\$ 650 milhões até o final de maio de 1998. Nesse ano, as privatizações da distribuidora de energia elétrica Metropolitana e da empresa de telecomunicações CRT, foram as mais importantes. O grosso de recursos de privatização deve vir no segundo semestre, havendo uma grande concentração no mês de julho, em particular. As privatizações da Telebrás, agendada para julho desse ano, e posteriormente da Gerasul, Comgás e Cedae, devem trazer um volume significativo de recursos externos. Essas são as empresas de maior porte que tem possibilidade de ser vendidas ainda esse ano.

O volume de captações da conta de investimentos, segundo os dados divulgados pelo Banco Central, já atingiram US\$ 25 bilhões até maio de 1998. Só o item investimentos em portfólio registrou captações de US\$ 13 bilhões nesse período. O item de investimentos diretos ainda não mostrou todo seu potencial e acumula no ano entradas de apenas US\$ 6 bilhões.

### III.2.2 – Financiamento de Importações

Para fazer as projeções de volume de ingressos e saídas de financiamentos de importações, foi necessário calcular o volume a ser importado até o ano de 2001. Usamos as projeções de consultorias e órgãos do governo para o crescimento das importações de 1998 até 2001. Tomamos as projeções mais pessimistas como o valor mínimo de uma distribuição uniforme e as mais otimistas como o valor máximo, para cada ano. A partir daí, projetamos as importações mensais de cada ano crescendo em relação ao mesmo mês do ano anterior, a uma taxa entre esse valor mínimo e o máximo<sup>12</sup>, de acordo com nossa distribuição uniforme.

Vale mencionar uma diferença na forma em que apresentamos esses dados com relação a adotada pelo Banco Central. Na tabela de movimento de capitais, o Banco Central apresenta apenas os fluxos de longo prazo, de mais de 360 dias, relacionados aos financiamentos de importações. Os financiamento com prazo inferior a um ano não são apresentados nessa tabela. Os fluxos de curto prazo são apresentados na tabela de balanço de pagamentos, sob o título de capitais a curto prazo, misturada a outras contas de prazo inferior a um ano. Em nosso trabalho, nos preocupamos em calcular tanto os fluxos de curto, quanto os de longo prazo, já que ambos impactam sobre nossas necessidades de financiamento externo, separando-os em ingressos e saídas. Isso faz com que os números apresentados sejam bem maiores que os divulgados pelo Banco Central, em seus dados de movimento de capitais.

---

<sup>12</sup> As taxas de crescimento mínimas para 98 a 2001 consideradas foram 1,3% 4,0% 6,0% e 4,0%, respectivamente. As taxas máximas foram 4,0% em 1998, 9% em 99 e 2000 e 10% em 2001.

Observando os dados da Receita Federal na tabela 6, podemos notar que nos primeiros 4 meses de 1997, o total financiado com prazo inferior a 360 dias superava em larga margem os financiamentos de longo prazo, de mais de 360 dias. Esse cenário é revertido a partir de maio de 97, quando grande parte dos financiamentos passa a ser feito com prazo maior que 360 dias. Os financiamentos de até 180 dias, que representavam 53% do total importado em janeiro de 1997, passaram a representar apenas 36% em maio de 98, valor este que se manteve, em média, até abril de 1998. No começo de 97, 21% dos financiamentos importações eram feitos com prazo de 180 a 360 dias. Esse valor caiu bruscamente para 9% em maio de 97 e continuou a reduzir até alcançar 3% do total importado em maio de 98. Grande parte das importações passou a ser financiada a longo prazo. O volume que não passava de 13% até abril de 97, chegou a 22% em maio e continuou a crescer até atingir 36% em maio de 98. Essa mudança foi efeito da circular número 2.747, que alterou o regulamento que rege as importações com prazo de até 360 dias.

Para calcular o volume de ingressos estimado, descobrimos o percentual médio que vinha sendo financiado em cada prazo, desde janeiro de 1998 até abril de 1998. Dessa forma encontramos que os financiamentos de até 180 dias vinham representando 37% do total importado, em média, enquanto que os financiamentos de 180 a 360 dias representavam apenas 3% do total importado. A participação dos financiamentos de longo prazo tem sido de 34%, em média, no ano de 98. O restante de importações é paga a vista ou não tem cobertura cambial. Aplicamos esses valores médios as nossas projeções de importações para encontrar o volume de ingressos associados. Esses

valores vão representar um volume de amortizações maior no futuro, impactando em nosso esquema de pagamento, de acordo com o prazo do financiamento.

Os valores encontrados para as entradas de recursos externos associados aos financiamentos de importação, estão apresentados na tabela 7, em três cenários. O primeiro cenário refere-se as projeções de que as importações totais devem crescer o mínimo possível. Isso significa crescer algo em torno de 1,3% em 1998, 4% em 1999 e depois 6% e 4% nos anos seguintes, respectivamente. Se as importações forem maiores, os fluxos de capital associado ao financiamento destas também será maior e nesse caso estaríamos mais perto do cenário 3.

### III.2.3 – Investimentos em Portfólio

No cálculo de ingresso de recursos via investimentos em portfólio, optamos por simplificar as contas anualizando o saldo do primeiro trimestre de 1998. Chegamos ao valor de US\$ 41 bilhões para o ano de 1998, e repetimos esse valor para os anos seguintes. Traçamos três cenários diferentes para esse item, onde o primeiro é o mais otimista e o terceiro, o mais pessimista. Nossos cenários foram traçados variando o montante de saídas que podem ocorrer a cada ano. As explicações para esses cálculos estão expostas na seção que trata das saídas de investimento de portfólio. O objetivo desse exercício era observar o quanto o saldo líquido dessa conta pode aumentar ou reduzir as necessidades de financiamento externo do país, em cada um dos cenários projetados.

### III.2.4 – Empréstimos em moeda

Consideramos essa conta como endógena em nosso modelo, de modo que, para não variarem as reservas, a conta de capitais do balanço de pagamentos desenhada, deveria se igualar a conta corrente estimada, e para isso, as captações de empréstimos em moeda deveriam compensar essa diferença.

Calculamos as perspectivas para conta corrente dos próximos anos, fazendo um exercício semelhante ao de importações totais. Consideramos as projeções de consultorias, bancos e órgãos do governo para os saldos dessa conta nos próximos quatro anos. Usamos as projeções de menor valor de crescimento projetado, como o mínimo de uma distribuição de probabilidade uniforme. Os valores considerados foram de um crescimento de -6,4% no ano de 1998, 2,5% em 1999, -6,6% no ano 2000 e -2,7% em 2001, sempre em relação ao ano anterior. Os valores mais altos são os máximos de nossa distribuição uniforme. Para 1998 consideramos -2,2%, 2,7% para 1999, 0,9% em 2000 seguido de -1,5% em 2001. Fizemos as projeções baseados nessa distribuição de probabilidade, e chegamos aos resultados apresentados na tabela 8. Podemos ver que os números dos cenários mais otimistas, em que a conta corrente é menor, não são muito diferentes dos mais pessimistas. Esse resultado era de se esperar já que a amplitude entre os pontos máximo e mínimo esperado de cada ano não foram muito grandes.

### III.3 – Saídas

As saídas de capitais esperadas para os anos de 1998 a 2001, foram calculadas com base em três itens, basicamente. O primeiro deles é o esquema de amortização de dívida registrada do Banco Central, que serviu de base para nosso desenho dos cenários. A conta de financiamentos de importações também representa importante volume de saídas de capitais e está projetada logo a seguir. Fizemos algumas hipóteses para o comportamento de saídas de capitais associadas a investimentos em portfólio. Por fim, calculamos quanto deve ser amortizado de novos empréstimos em moeda, tanto de curto quanto de longo prazo, que não estavam incluídos no esquema de amortização do Banco Central.

#### III.3.1 – Esquema de amortização de dívida registrada

Consideramos em nosso esquema de saídas de recursos, os valores apresentados no esquema de amortização de dívida registrada pelo Banco Central<sup>13</sup>. O problema é que os dados contidos nessa tabela só foram atualizados até dezembro de 1996, e portanto não incluem uma série de dívidas contraídas nesse meio tempo. Procuramos atualizá-la com as nossas previsões de dívidas que foram contraídas em 1997 e começo de 1998, e projetar as saídas que devem ocorrer nos próximos anos até 2001.

Pelo último esquema de amortização podemos ver que o total de dívidas de médio e longo prazo estimadas para vencer em 1998, eram da ordem de US\$ 12 bilhões. Esses

---

<sup>13</sup> Tabela IV.23 do boletim do Banco Central do Brasil. Notar que só se refere as dívidas de médio e longo prazo.

números vão aumentar bastante quando considerarmos não só as saídas estimadas de curto prazo, como também as novas contrações de dívida de médio e longo prazo.

### III.3.2 – Financiamento de importações

As estimativas de saídas de recursos relacionadas a financiamento de importações, foram calculadas com base nas mesmas estimativas de volume importado dos ingressos.

No cálculo de amortizações, fizemos algumas hipóteses. Apesar de a Receita Federal não divulgar a distribuição dos financiamentos de importações, dentro dos três intervalos que costuma divulgar<sup>14</sup>, de forma mais aberta, sabemos que o primeiro intervalo, até 180 dias, concentra prazos de financiamento entre 90 e 180 dias. Para calcular o quanto será amortizado, e quando, pegamos o valor financiado (para os dados que já estão disponíveis) ou nossas projeções de total financiado de um mês, nesse intervalo, e calculamos a amortização para daqui a 3 a 6 meses, dividindo o total a ser amortizado dentre essas datas, de maneira uniforme. No caso do intervalo de 180 a 360 dias, dividimos o total a ser amortizado entre os próximos 6 meses e um ano, de forma igual. Quanto ao intervalo de mais de 360 dias é difícil de se fazer previsões. Nesse caso optamos por considerar apenas o percentual que tínhamos alguma certeza que deveria estar vencendo ao redor de um ano. Para encontrar esse número, calculamos que nos primeiros quatro meses de 97, apenas 8% dos financiamentos eram de longo prazo, enquanto que entre janeiro e abril de 98, esse percentual passou para 34%. Tudo leva a crer que grande parte do que antes era financiado a curto prazo, deve ter passado a ser financiado ao redor de 360 dias após o incentivo do governo para alongar os prazos.

---

<sup>14</sup> Intervalo de até 180 dias, 180 a 360 dias, e mais de um ano.

Portanto, calculamos que 26% de nossas importações de cada mês devem ser financiadas com prazo de uma ano, sendo amortizadas em 360 dias. Essa hipótese nos leva a desconsiderar eventuais amortizações que possam ocorrer dentro do nosso período de estudo.

Devemos chamar atenção para o fato de que os financiamentos de importações podem ser refinanciados ao se chegar a maturidade. Essa hipótese não foi considerada mas pode reduzir o volume a ser pago em cada ano, aumentando o volume a ser pago nos anos seguintes.

O volume de recursos relacionados a financiamento de importações, que esperamos que vá sair do país no período analisado, estão expostos na tabela 9. O cenário 1, como no caso dos ingressos de recursos externos, representa o caso em que as importações vão ser as menores possíveis. Nesse caso os fluxos de saídas associadas as importações também serão menores. O cenário 3 representa o caso em que ocorrerá o maior volume de importações possível, segundo nossas estimativas, enquanto o cenário 2 é um intermediário.

### III.3.3 – Empréstimos em moeda

As amortizações previstas de empréstimos em moeda, foram calculadas com base nas emissões ocorridas a partir do início de 1997. Distribuimos os valores a serem amortizados de acordo com os prazos determinados nas datas de emissão<sup>15</sup>. Os vencimentos dessas novas captações estão expostos de maneira aberta, trimestralmente,



na tabela 10. Como podemos notar, grande parte dos vencimentos vai ocorrer entre 1998 e 2000. O total a ser amortizado nesses 3 anos representa 29% do que foi captado entre janeiro de 1997 e maio de 1998. Esse valor foi somado ao total de amortizações de empréstimos em moeda previstos no esquema de amortização do Banco Central. Dessa forma, os dados do Banco Central, que só estavam atualizados até fins de 1996, passam a incluir dados mais recentes.

Não foram feitas projeções quanto as amortizações relacionadas a novas captações de empréstimos em moeda de prazo mais curto, a serem feitas ao longo desses anos.

Fizemos algumas projeções para os vencimentos de recursos captados via Resolução 2.148, mencionada acima. Sabemos que o estoque de dívida dessa modalidade, a vencer a curto prazo, era de US\$ 3,0 bilhões<sup>15</sup> em dezembro de 1997. O último dado divulgado pelo Banco Central data de março de 1998, e aponta para um estoque de dívida a vencer a curto prazo de US\$ 6,5 bilhões. Nesse mesmo período, sabemos que as captações de recursos por esta rubrica, tanto de curto quanto de longo prazo, atingiram US\$ 5,4 bilhões. Calculando a diferença entre o estoque de dívida de fins de 1997 e primeiro trimestre de 1998, sabemos o quanto entrou de capital de curto prazo menos o que foi amortizado de curto prazo. Se fizermos a suposição de que nada venceu de curto prazo, entre dezembro e janeiro, podemos concluir que o total de curto prazo que entrou é a diferença entre o estoque de dívida de dezembro e o de março, ou seja, US\$ 3,5 bilhões. Esse total representa 62,5% do total captado no ano, o que equivale a dizer que, no mínimo, 62,5 % do total captado no começo do ano, foi captado a curto prazo.

---

<sup>15</sup> Não consideramos as opções de put e call desses papéis por insuficiência de informações. Partimos do pressuposto que tudo será amortizado na data de vencimento.

<sup>16</sup> Esses dados pertencem a tabela XVI da Nota para Imprensa do Setor Externo do Banco Central.

Sabemos o total que foi captado via Resolução 2.148, mensalmente, até maio de 1998. Dividimos os fluxos entre captações de curto e longo prazo de acordo com o percentual encontrado acima, ou seja, 62,5% das captações foram de curto prazo e o restante de longo prazo. Fizemos a hipótese de que os valores a vencer a curto prazo podem vencer entre 6 meses e um ano, de forma uniforme. Para o capital de longo prazo, fizemos a hipótese de que poderá vencer dentro de um ou dois anos, de acordo com uma distribuição uniforme também. Levando em conta essas hipóteses, fizemos simulações para descobrir o valor esperado de amortizações para os próximos anos. Os resultados estão apresentados de forma resumida na tabela 11. O cenário 1 refere-se ao caso em que a maior parte das emissões de curto prazo vence ao redor de 6 meses, aumentando as amortizações previstas para 1998, e as de longo prazo vencem em 1999. O cenário 2 não difere muito do cenário 1, havendo apenas uma sensível deslocação de vencimentos de 1998 para 1999. O terceiro cenário mostra a hipótese pouco provável de que as captações tenham sido feitas com prazos muito longos ao redor de um ano, para os fluxos curto prazo, e por volta de dois anos, para os de longo prazo. Nesse caso haveria uma melhor distribuição dos vencimentos ao longo do tempo.

#### III.3.4 – Investimentos em Portfólio

O cálculo de saídas de capitais associado a rubrica investimentos em portfólio, foi feito com base no comportamento das saídas de capitais em relação as entradas, em situações anteriores. Por exemplo, no quarto trimestre de 1997 o país havia sofrido com a crise asiática e a conta de investimentos em portfólio foi uma das que registrou maior volume de saídas nesse período. A razão de saídas para entradas foi de 1,29, nesse período.

Tomamos o primeiro trimestre de 1997 como um período de calma dos mercados, onde o saldo líquido dessa conta foi o maior do ano. Nesse período, a razão entre ingressos e saídas de capitais foi de 0,65. Usamos esses dois valores como mínimo e máximo de uma distribuição de probabilidade uniforme, a serem aplicados ao total de ingressos via investimentos de portfólio. Portanto, no caso mais otimista, as saídas representariam apenas 0,65 do total de ingressos capitais via investimentos em portfólio, e no mais pessimista, 1,29 desse valor, ou seja, o saldo líquido seria negativo.

Os resultados obtidos estão apresentados na tabela 12. Como podemos ver pelo cenário mais pessimista (cenário 3), o saldo líquido dessa conta pode ficar negativo aumentando significativamente nossas necessidades de financiamento externo. Se considerarmos que novos problemas externos e internos não deverão ocorrer, devemos nos ater ao cenário mais otimista (cenário 1), onde o saldo líquido contribuirá para reduzir nossas necessidades de financiamento externo.

#### IV – CONCLUSÃO

O nosso objetivo nesse trabalho, era analisar as perspectivas para a conta de capitais até o ano 2001. Com as projeções feitas, tanto para ingressos, quanto para saídas de capitais, reunimos os dados formando três cenários distintos, sendo o primeiro a perspectiva mais positiva para o país, e o terceiro o mais pessimista. O segundo cenário é um intermediário entre esse dois. Os resultados estão apresentados nas tabelas um, dois e três, correspondendo aos cenários de um a três, respectivamente.

No primeiro cenário, consideramos que os ingressos de capitais direcionados ao processo de privatizações, será o maior possível. O volume de importações considerado também foi o maior possível, uma vez que esse volume representa o maior diferencial entre captações e amortizações. A razão desse diferencial ser maior no caso de importações mais volumosas, é que não consideramos em nossa análise os financiamentos de prazo muito maior que um ano. Dessa forma os ingressos de recursos cresciam muito quando as importações cresciam, mas as saídas cresciam menos. Quanto ao volume de saídas de recursos externos estimada, consideramos que os empréstimos de moeda, via Resolução 2.148, foram contratados pelo maior prazo possível, ou seja, as captações de curto prazo foram contraídas com maturidade ao redor de um ano, e as de longo prazo ao redor de dois anos. As saídas de capitais via

investimentos em *portfólio*, foi considerada a menor possível. Escolhemos o cenário 1, da tabela 12, que representa a perspectiva mais positiva para essa conta. A conta corrente escolhida para esse cenário foi a menor possível, de modo a reduzir nossas necessidades de financiamento externo<sup>17</sup>.

Nesse cenário, podemos notar que o país não sofrerá muitos riscos de perder reservas de 1998 a 2001. A conta de ingressos de capitais se mantém acima do patamar de US\$ 100 bilhões durante todo o período enquanto as saídas de capitais não passam de US\$ 80 bilhões. O ano de 1998 necessitará de uma captação de empréstimos em moeda muito pequena, para fechar o ano sem perda de reservas. Já no ano seguinte, ocorreria um acúmulo de reservas, com o país recebendo US\$ 122 bilhões para necessidades de financiamento externo de apenas 113 bilhões. A diferença entre essas duas contas significa um acúmulo de reservas da ordem de US\$ 9 bilhões. Vale notar que em nossa tabela, esse acúmulo de reservas aparece como uma necessidade negativa de se contrair empréstimos em moeda para fechar o balanço de pagamentos. O ano de 1999 sofre influência grande do ingresso de recursos externos para as privatizações. Os anos de 2000 e 2001 também tem boas perspectivas, sendo necessário captar volume pequeno de divisas no exterior para não perder reservas.

Esse cenário representa projeções muito otimistas para o balanço de pagamentos brasileiro. Pelo cenário um, as chances de sobrevivência do plano de estabilização, no que depende das contas externas brasileiras, são muito positivas.

---

<sup>17</sup> Esse cenário para a conta corrente pode ir de encontro ao cenário de importações mais altas esperadas. Podemos considerar que a conta de serviços, por exemplo, poderá ter bons resultados.

O terceiro cenário traçado, representa dificuldades maiores a serem enfrentadas. As projeções de ingressos e saídas de capitais consideradas, foram opostas as do cenário um. Como podemos observar pela conta de empréstimos em moeda, o volume de recursos que precisariam ser captados para não se perder reservas, supera em muito os volumes do primeiro cenário. As necessidades de financiamento externo aumentam muito nos anos 2000 e 2001. O volume de ingressos de recursos externos, por sua vez, seria bem menor nesse contexto.

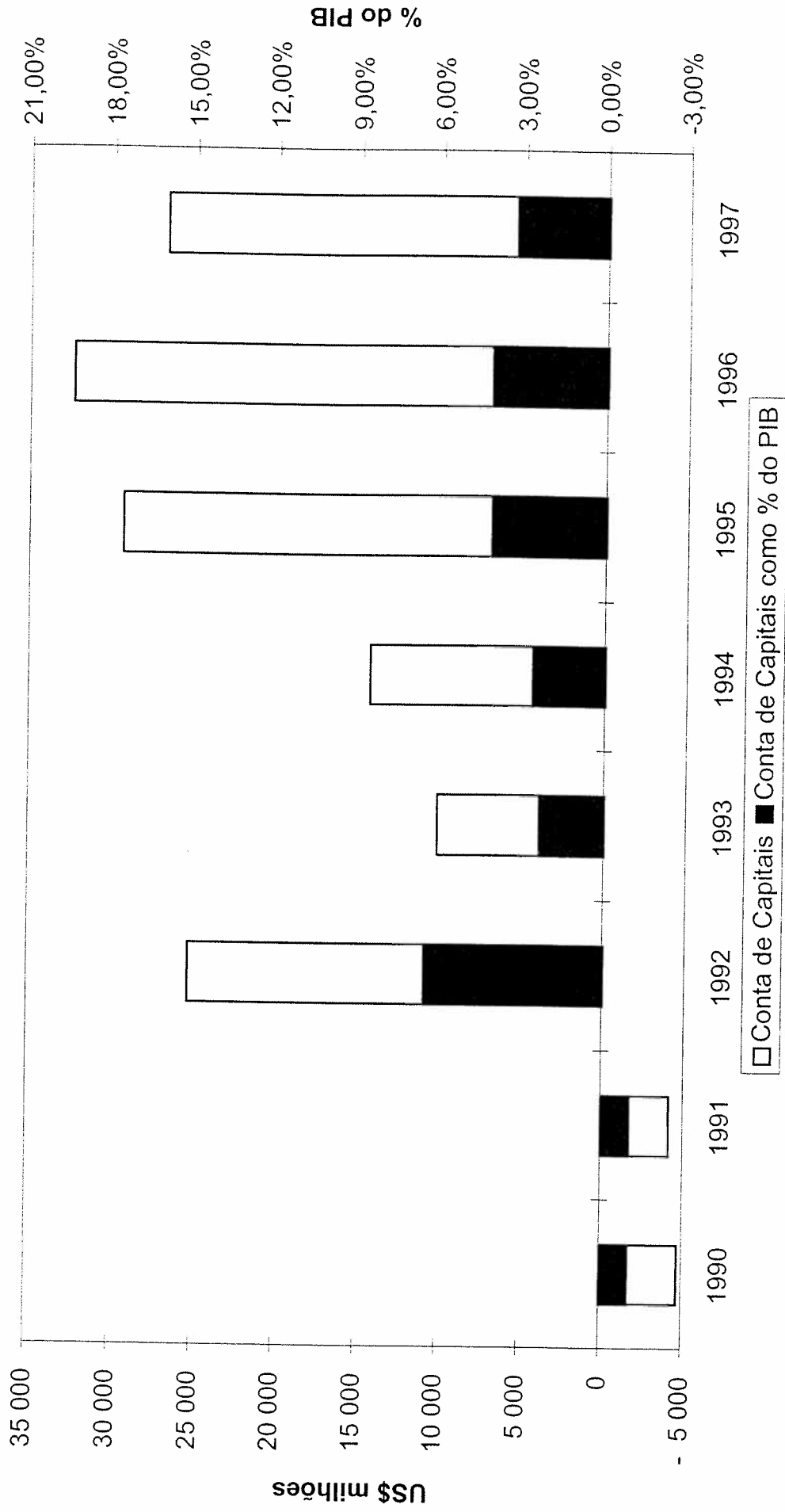
O cenário dois, apresentado na tabela 2, seria um intermediário entre os dois cenários anteriores. Usamos os números das projeções intermediárias, para traçar o volume de ingressos e saídas de capitais esperadas, para cada item. Podemos notar que as necessidades de se captar recursos no exterior, para que não ocorra variação nas reservas cambiais, não parece ser muito grande no período analisado. O ano de 1999, mais uma vez, apresenta folga de recursos externos ingressando no país, para financiar nossas necessidades de financiamento externo.

Concluimos, portanto, que as perspectivas para a conta de capitais são positivas para os próximos quatro anos. Pelas nossas estimativas, os *déficits* em conta corrente devem financiados por volumes altos de capitais ingressando no país, superando em muito as amortizações previstas.

## V – BIBLIOGRAFIA

- Anbid, Revista da Anbid, maio de 1998
- Andima, Retrospectiva anual, 1997
- Banco Central do Brasil, “Relatório do Banco Central do Brasil: 1994”, Brasília (1994)
- Banco Central do Brasil, “Relatório do Banco Central do Brasil: 1994”, Brasília (1995)
- Banco Central do Brasil, “Relatório do Banco Central do Brasil: 1995”, Brasília (1996)
- Banco Central do Brasil, “Relatório do Banco Central do Brasil: 1996”, Brasília (1997)
- Banco Central do Brasil, “Relatório do Banco Central do Brasil: 1997”, Brasília (1998)
- Banco Central do Brasil, “Nota para imprensa do setor externo: dezembro de 1997
- Banco Central do Brasil, “Nota para imprensa do setor externo: março de 1998
- Cardoso, Eliana e Goldfajn, Ilan; Fluxos de capital no Brasil: razões internas para seu controle
- Garcia, Márcio G. P. e Barcinski, Alexandre; “Capital flows to Brazil in the nineties: macroeconomics aspects and the effectiveness of capital controls”; texto para discussão nº 357; PUC-Rio (1996)
- SOBEET, carta da SOBEET, novembro-dezembro de 1997

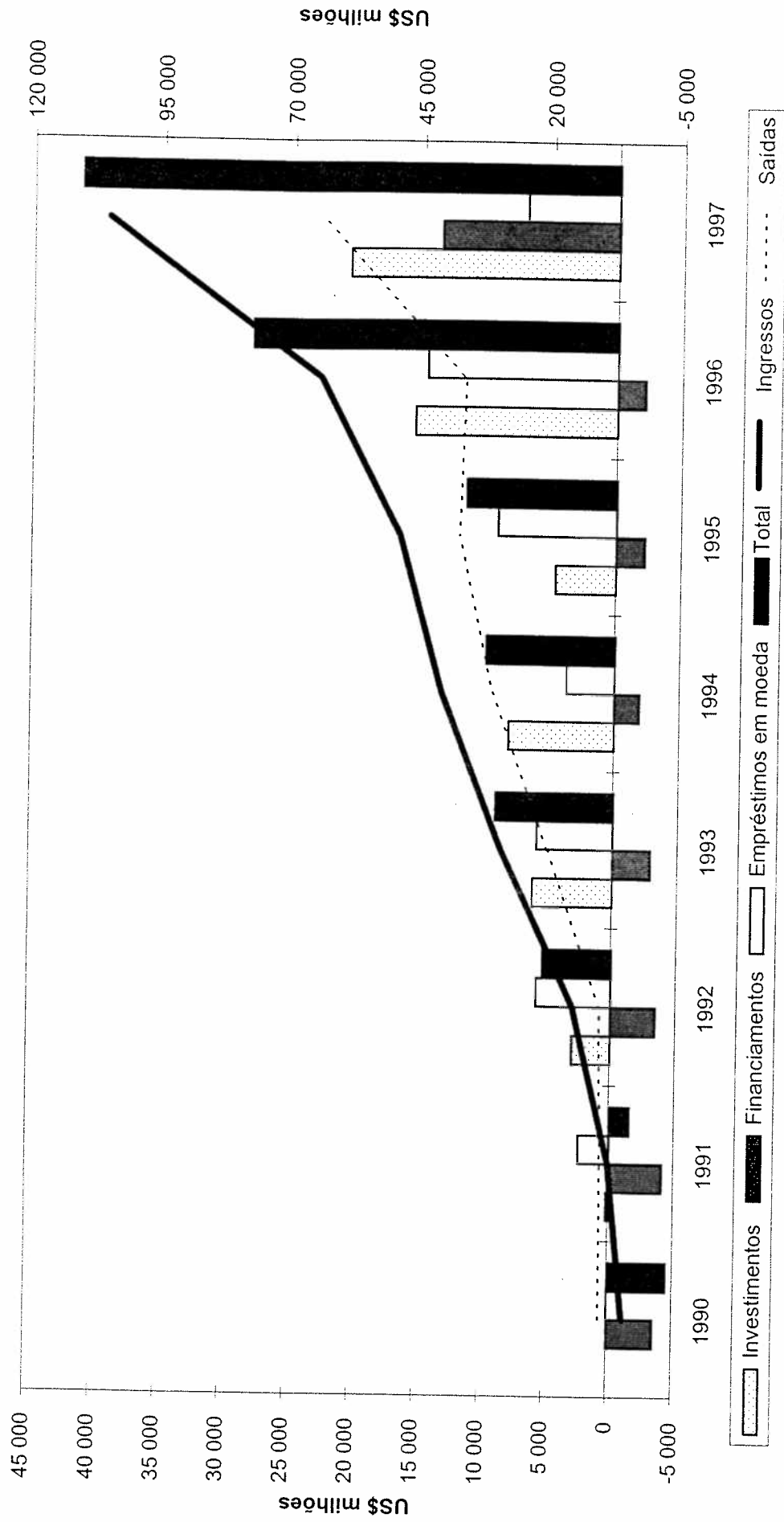
**Gráfico 1**  
**Conta de Capitais**



**FONTE: Banco Central do Brasil**

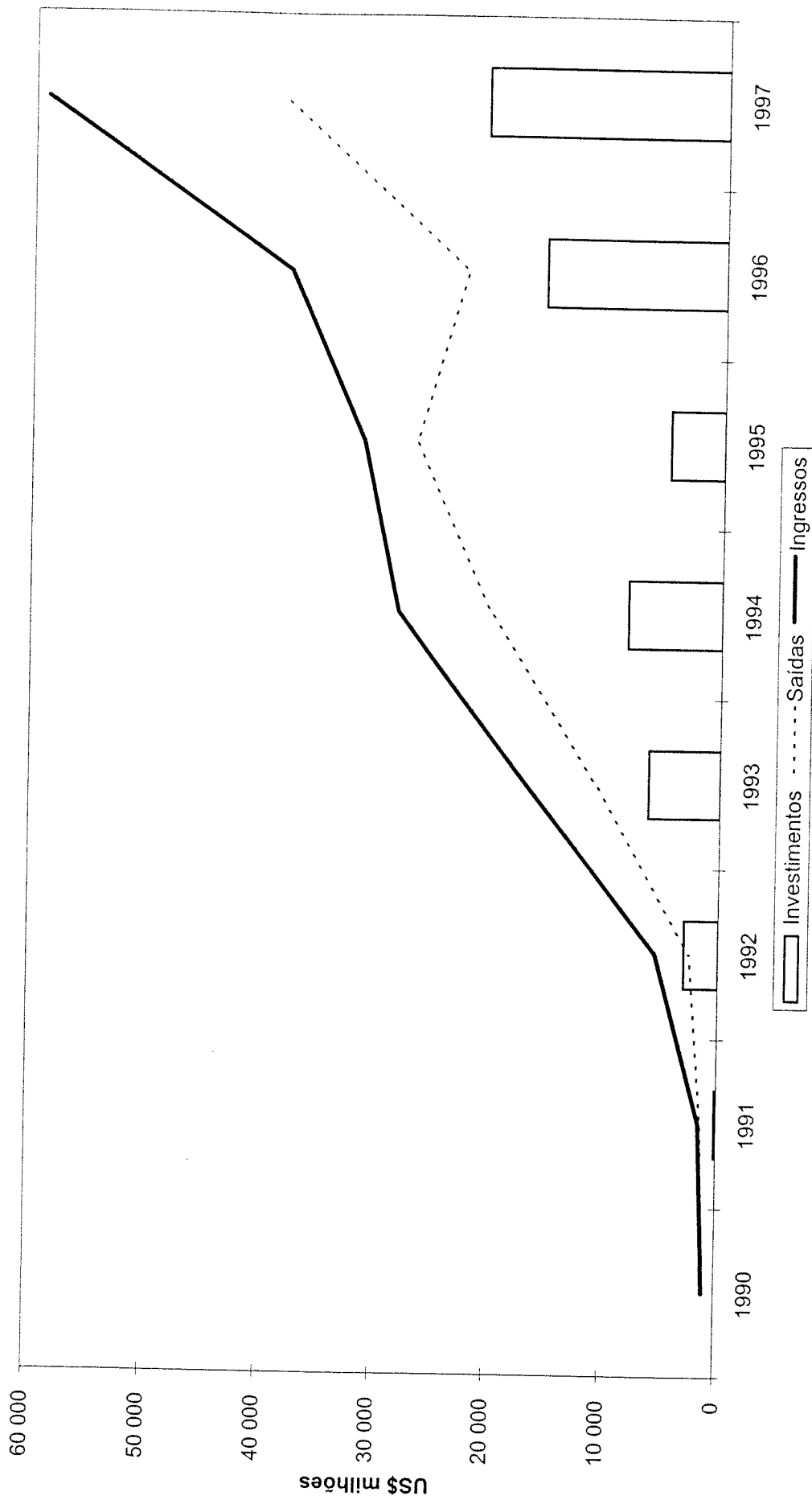


**Gráfico 2**  
**Movimento de Capitais**  
**( Médio e Longo Prazo - inclui investimento em portfólio)**



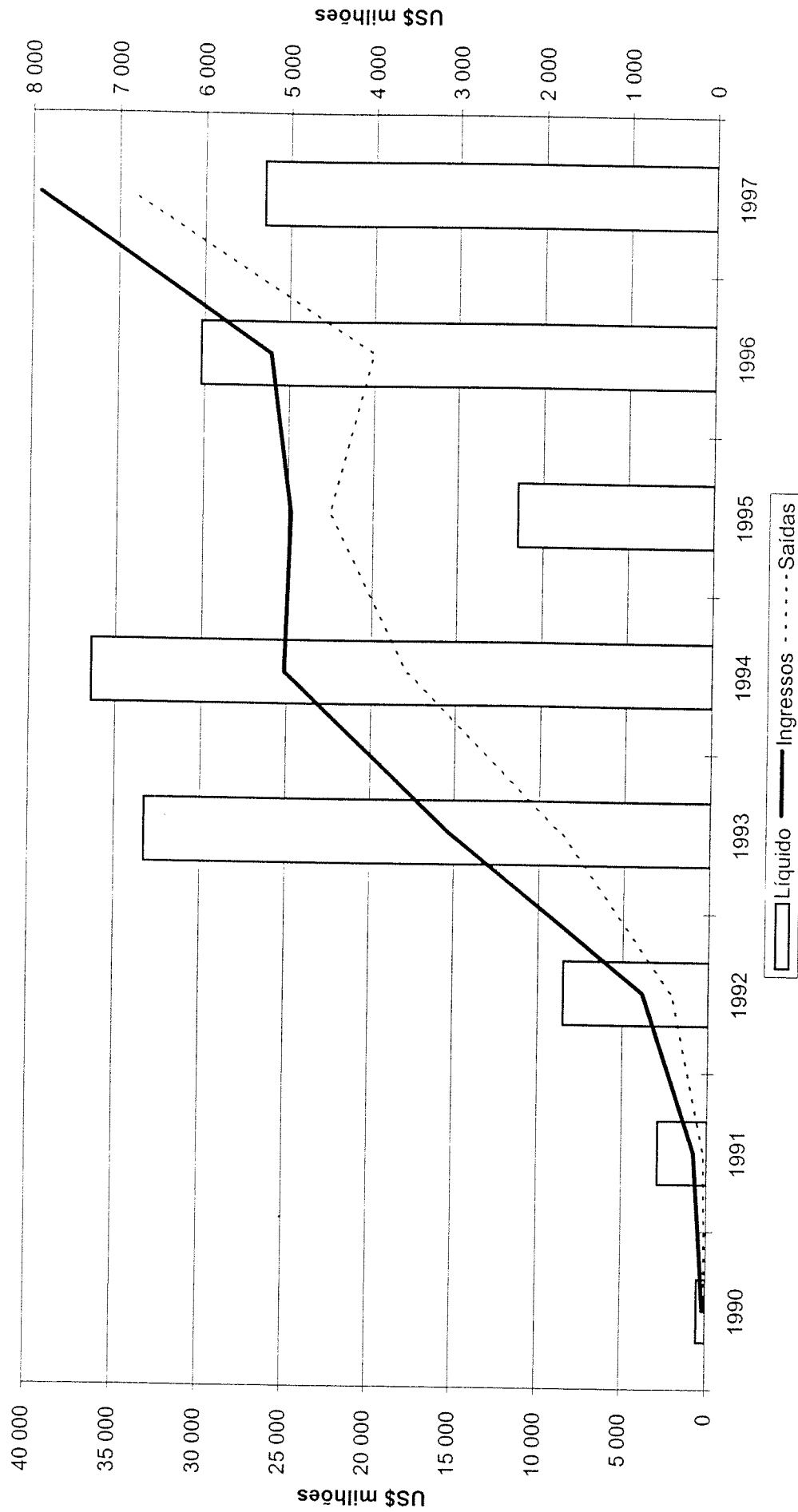
FONTE: Banco Central do Brasil

**Gráfico 3**  
**Investimento Estrangeiro Líquido**



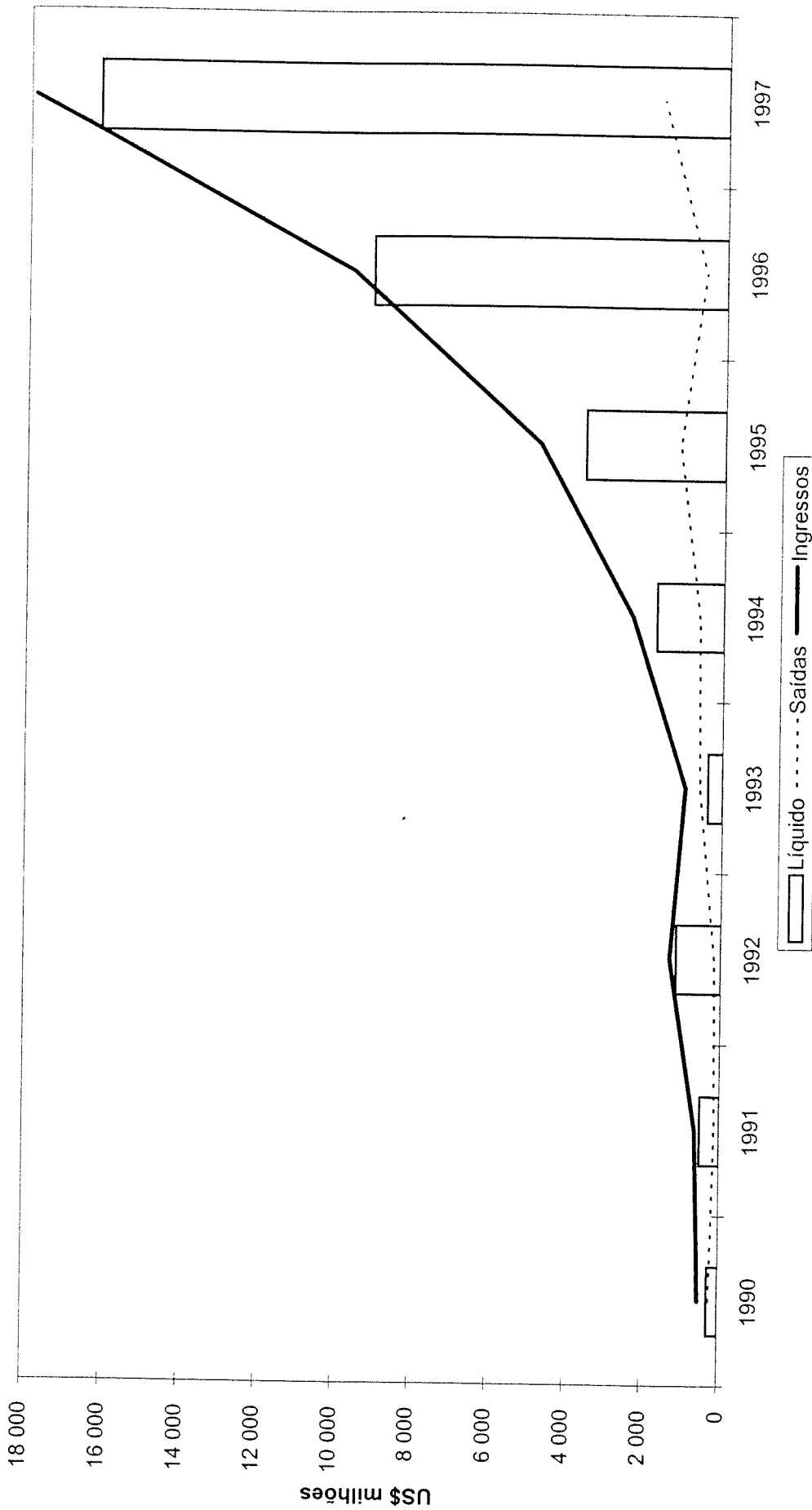
FONTE: Banco Central do Brasil

**Gráfico 4**  
**Investimento Estrangeiro em Portfólio**



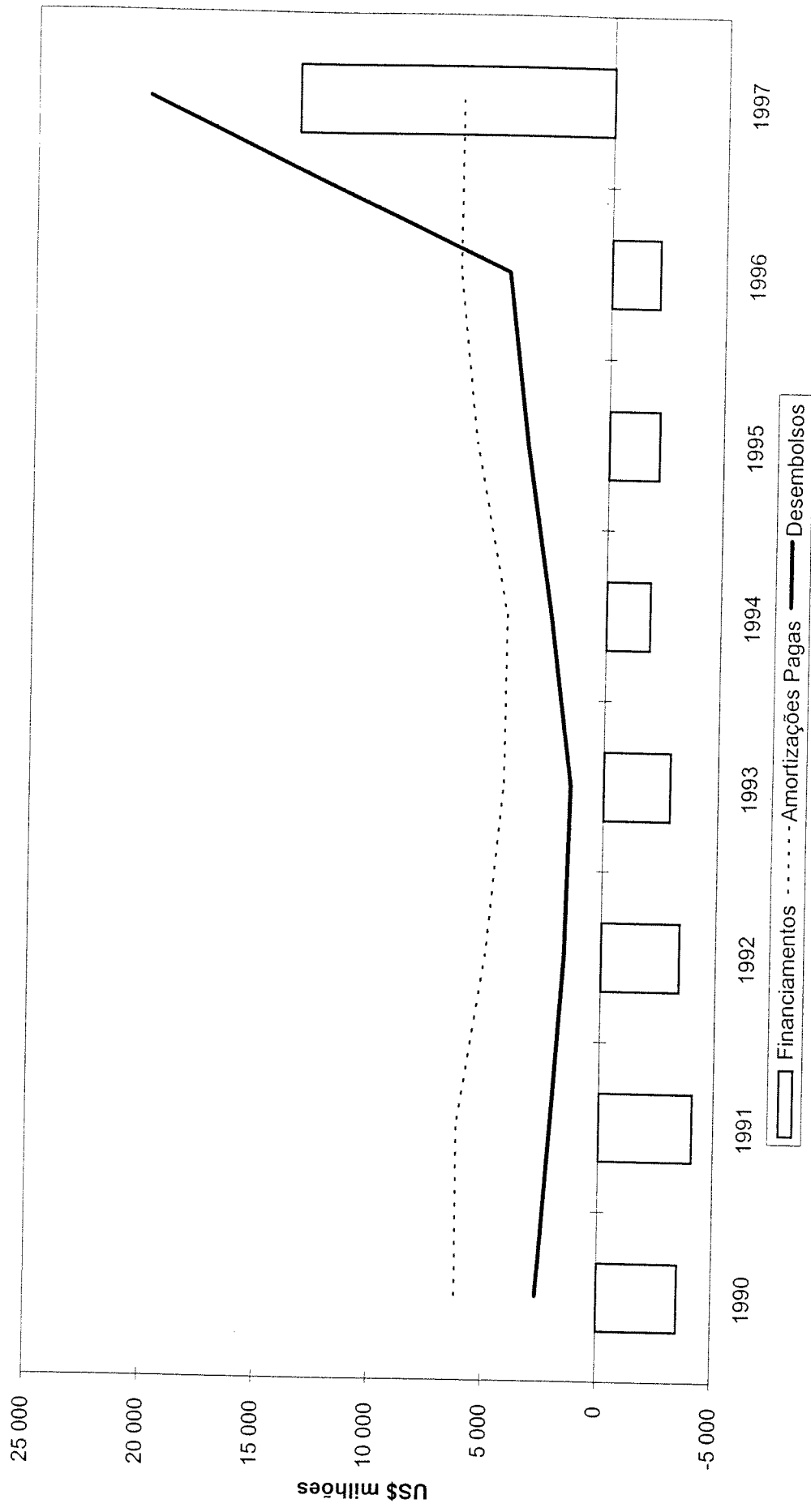
FONTE: Banco Central do Brasil

**Gráfico 5**  
**Movimento de Capitais - Investimento Direto Estrangeiro**



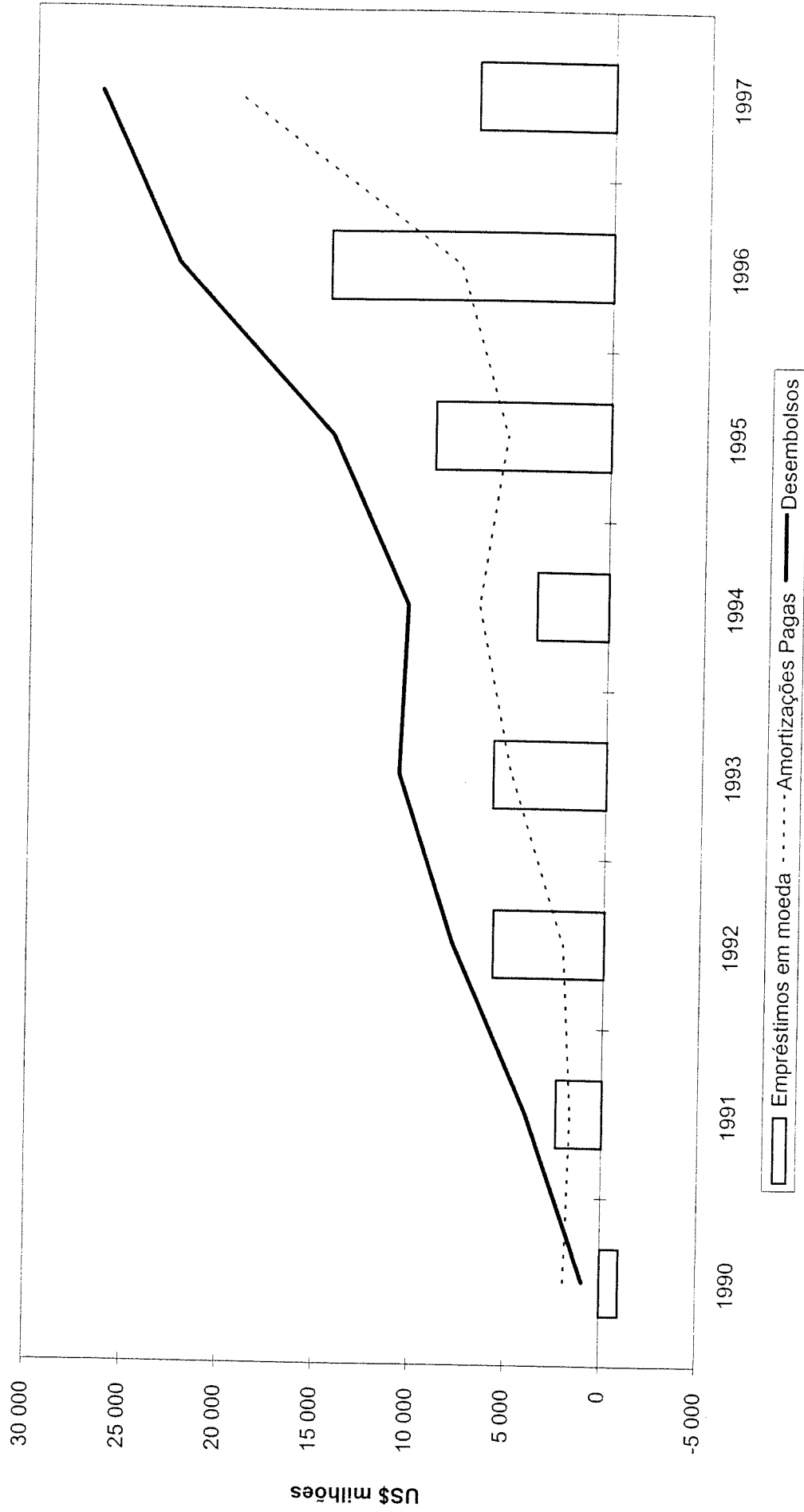
FONTE: Banco Central do Brasil

**Gráfico 6**  
**Movimento de Capitais - Financiamentos**



FONTE: Banco Central do Brasil

**Gráfico 7**  
**Movimento de Capitais - Empréstimos em Moeda**



FONTE: Banco Central do Brasil

Gráfico 8  
Distribuição de frequência da  
previsão de investimentos diretos de privatização em 1998

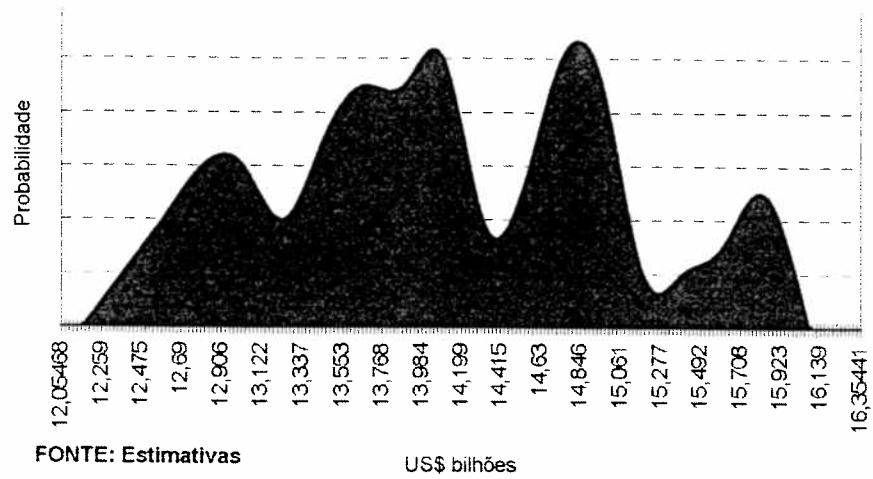


Gráfico 9  
Distribuição de frequência para  
previsão de investimentos diretos de privatização em 1999

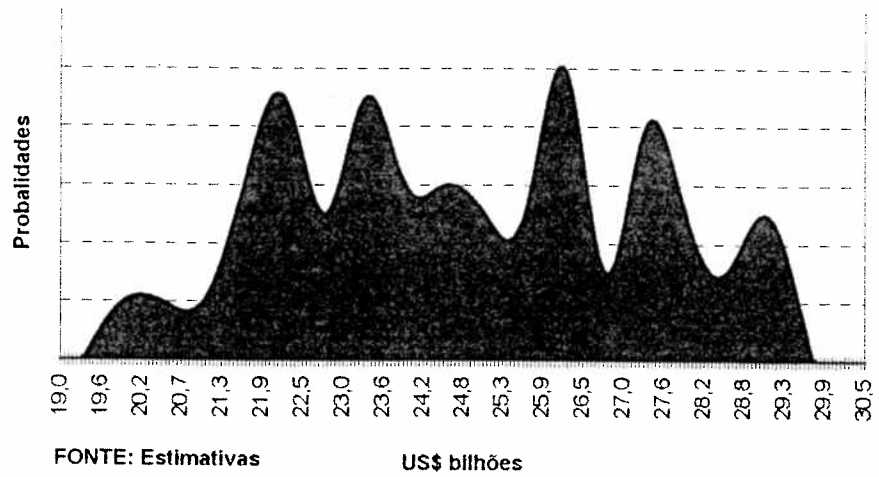


Gráfico 10  
Distribuição de frequência para  
previsão de investimentos diretos de privatização em 2000

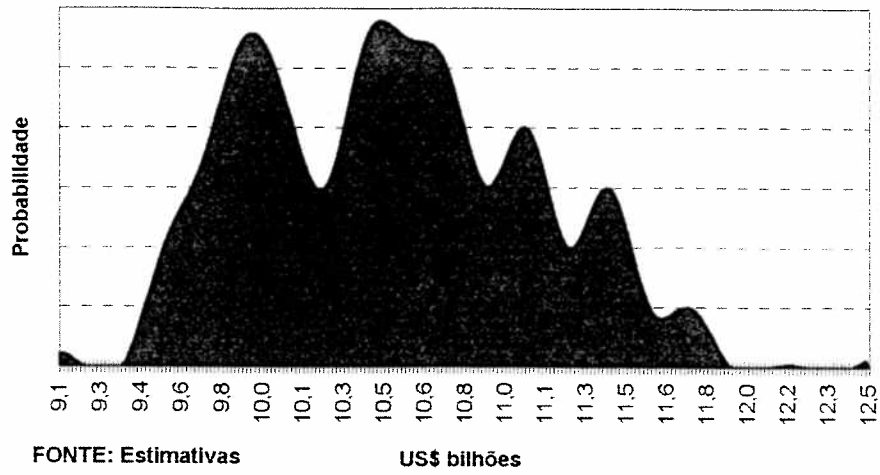
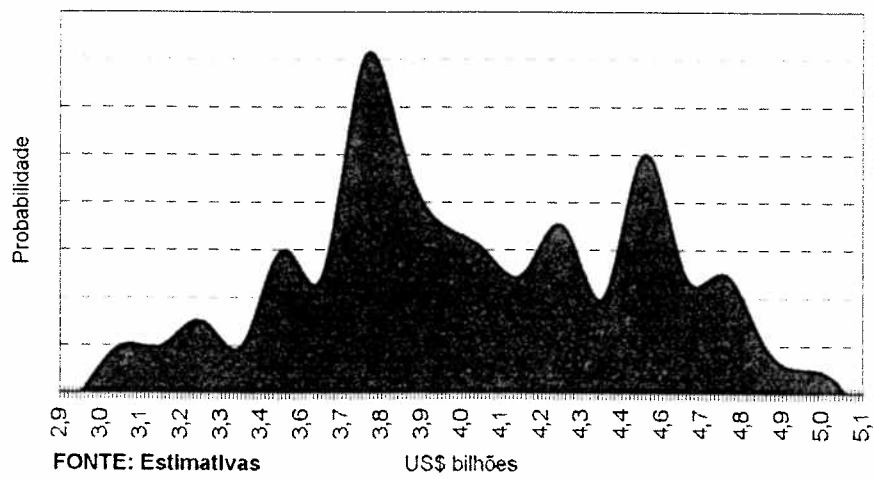


Gráfico 11  
Distribuição de frequência para  
previsão de investimentos diretos de privatização em 2001





**Tabela 1 - Cenário 1 em US\$ milhões**

**Ingressos**

<b>Item</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>
Investimentos diretos	16.354	30.492	12.494	5.103
Investimentos em portfólio	40.955	40.955	40.955	40.955
Financiamento de importações	47.296	50.592	54.463	58.495
Empréstimos em moeda	5.037	-9.469	2.519	4.765
<b>TOTAL</b>	<b>104.606</b>	<b>122.039</b>	<b>107.912</b>	<b>104.553</b>

**Saídas**

<b>Item</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>
Empréstimos do FMI 2/	22	11	0	0
Financiamento de importações	42.733	44.628	46.220	49.775
Empréstimos em moeda	6.311	6.538	4.601	604
Empréstimos-programa (AID)	20	20	20	20
Outros empréstimos	3	2	2	2
Investimentos em portfólio	29.270	29.270	29.270	29.270
<b>TOTAL</b>	<b>78.360</b>	<b>80.469</b>	<b>80.113</b>	<b>79.672</b>

**Conta Corrente**

<b>Item</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>
Conta Corrente	31.283	32.100	30.319	29.647

**FONTE: Estimativas**

**Tabela 2 - Cenário 2 em US\$ milhões**

**Ingressos**

<b>Item</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>
Investimentos diretos	14.092	24.687	10.482	4.009
Investimentos em portfólio	40.955	40.955	40.955	40.955
Financiamento de importações	47.034	50.092	53.849	57.618
Empréstimos em moeda	18.104	1.761	9.879	13.646
<b>TOTAL</b>	<b>102.081</b>	<b>115.734</b>	<b>105.286</b>	<b>102.582</b>

**Saídas**

<b>Item</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>
Empréstimos do FMI 2/	22	11	0	0
Financiamento de importações	42.675	44.334	45.767	49.109
Empréstimos em moeda	10.202	5.033	2.215	604
Empréstimos-programa (AID)	20	20	20	20
Outros empréstimos	3	2	2	2
Investimentos em portfólio	35.269	35.269	35.269	35.269
<b>TOTAL</b>	<b>88.191</b>	<b>84.669</b>	<b>83.273</b>	<b>85.004</b>

**Conta Corrente**

<b>Item</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>
<b>Conta Corrente</b>	<b>31.994</b>	<b>32.827</b>	<b>31.892</b>	<b>31.224</b>

**FONTE: Estimativas**

**Tabela 3 - Cenário 3 em US\$ milhões**

**Ingressos**

<b>Item</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>
Investimentos diretos	12.044	19.017	9.107	2.895
Investimentos em portfólio	40.955	40.955	40.955	40.955
Financiamentos de importação	46.884	49.566	53.151	56.660
Empréstimos em moeda	22.099	14.204	21.807	25.266
<b>TOTAL</b>	<b>99.883</b>	<b>109.539</b>	<b>103.214</b>	<b>100.510</b>

**Saídas**

<b>Item</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>
Empréstimos do FMI 2/	22	11	0	0
Financiamento de importações	42.615	44.070	45.301	48.450
Empréstimos em moeda	2.763	2.237	2.215	604
Empréstimos-programa (AID)	20	20	20	20
Outros empréstimos	3	2	2	2
Investimentos em portfólio	43.857	43.857	43.857	43.857
<b>TOTAL</b>	<b>89.280</b>	<b>90.197</b>	<b>91.395</b>	<b>92.933</b>

**Conta Corrente**

<b>Item</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>
Conta Corrente	32.702	33.546	33.626	32.843

**FONTE: Estimativas**

**Tabela 4 - Arrecadação prevista com privatizações,  
por setor (US\$ bilhões)**

Setor	1998	1999	2000	2001
Telecomunicações	7.564	4.755	5.184	776
Energia	7.805	25.611	1.720	1.826
Saneamento	3.620	2.696	500	0
Financeiro	827	2.461	3.758	58
Outros	799	9.113	4.622	4.587
<b>Total</b>	<b>20.615</b>	<b>44.636</b>	<b>15.784</b>	<b>7.247</b>

FONTE: BNDES, MCM Consultores Associados, Fleming Graphus C.C.V.M.

**Tabela 5 - Entrada de recursos externos associados a privatização  
em US\$ Milhões**

Cenários	1998	1999	2000	2001
Cenário 1	12.044	19.017	9.107	2.895
Cenário 2	14.092	24.687	10.482	4.009
Cenário 3	16.354	30.492	12.494	5.103

FONTE: Estimativas

**Tabela 6 - Participação das importações com cobertura cambial no total importado, segundo os prazos de pagamento**

Data	Pagamento a vista	até 180 dias	180 - 360 dias	Financiamento
Jan-97	18%	53%	21%	8%
Fev-97	29%	49%	16%	6%
Mar-97	22%	50%	18%	7%
Abr-97	27%	43%	14%	13%
Mai-97	31%	36%	9%	22%
Jun-97	30%	32%	4%	32%
Jul-97	29%	29%	4%	35%
Ago-97	30%	31%	3%	36%
Set-97	16%	41%	3%	39%
Out-97	21%	38%	4%	36%
Nov-97	21%	37%	4%	37%
Dez-97	23%	33%	6%	37%
Jan-98	24%	40%	3%	32%
Fev-98	24%	37%	4%	33%
Mar-98	24%	37%	3%	35%
Abr-98	24%	37%	3%	36%

**FONTE: Secretaria da Receita Federal**

**Tabela 7 - Ingressos estimados de recursos externos para financiamento de importações em US\$ milhões**

<b>Cenários</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>
Cenário 1	46.884	49.566	53.151	56.660
Cenário 2	47.034	50.092	53.849	57.618
Cenário 3	47.296	50.592	54.463	58.495

FONTE: Estimativas

**Tabela 8 - Saldo estimado para a conta corrente em US\$ milhões**

<b>Cenários</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>
Cenário 1	31.283	32.100	30.319	29.647
Cenário 2	31.994	32.827	31.892	31.224
Cenário 3	32.702	33.546	33.626	32.843

FONTE: Estimativas

**Tabela 9 - Saídas estimadas de recursos externos para financiamento de importações em US\$ milhões**

<b>Cenários</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>
Cenário 1	42.615	44.070	45.301	48.450
Cenário 2	42.675	44.334	45.767	49.109
Cenário 3	42.733	44.628	46.220	49.775

FONTE: Estimativas

**Tabela 10 - Cronograma de vencimento de papéis emitidos no exterior, entre janeiro de 97, e maio de 98, em US\$ milhões**

<b>Ano</b>	<b>1 Trimestre</b>	<b>2 Trimestre</b>	<b>3 Trimestre</b>	<b>4 Trimestre</b>	<b>TOTAL</b>
<b>1998</b>	451	1.205	567	541	<b>2.763</b>
<b>1999</b>	2.047	90	0	100	<b>2.237</b>
<b>2000</b>	364	643	820	388	<b>2.215</b>
<b>2001</b>	404	0	0	200	<b>604</b>

**FONTE: ANBID**

**Tabela 11 - Cenários para os vencimentos das captações via Resolução 2.148 - US\$ milhões**

<b>Cenários</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>
<b>Cenário 1</b>	7.849	2.386	0	0
<b>Cenário 2</b>	7.439	2.796	0	0
<b>Cenário 3</b>	3.548	4.301	2.386	0

**FONTE: Estimativas**

**Tabela 12 - Saídas de recursos externos estimadas para investimentos em portfólio em US\$ milhões**

<b>Cenários</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>
<b>Cenário 1</b>	29.270	29.270	29.270	29.270
<b>Cenário 2</b>	35.269	35.269	35.269	35.269
<b>Cenário 3</b>	43.857	43.857	43.857	43.857

**FONTE: Estimativas**