

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**Efeito líquido dos impostos no fluxo de capitais
para o Brasil**

Rafael de Oliveira Oliveira

Nº de matrícula : 9315065-9

Orientador : Márcio G. P. Garcia

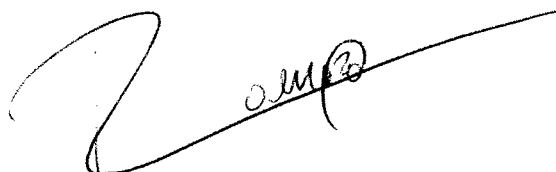
Julho de 1997

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**Efeito líquido dos impostos no fluxo de capitais
para o Brasil**



Rafael de Oliveira Oliveira

Nº de matrícula : 9315065-9

Orientador : Márcio G. P. Garcia

Julho de 1997

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

Agradecimentos

Chegado o momento da entrega de minha monografia, e da minha graduação, é hora de agradecer a todos que contribuíram para que o curso fosse completado com sucesso.

Em primeiro lugar quero agradecer aos meus pais e meu irmão, que por toda vida acreditaram que este momento seria possível. Vocês foram, e são, fundamentais para esta vitória.

Quero agradecer também a todos os colegas do Banco Icatu S.A., que durante dois anos vem completando minha formação com conselhos e companheirismo. Um abraço especial para Francisco Gross e André Kamikawa, seus comentários e observações foram essenciais para a conclusão deste trabalho.

Obrigado também ao meu orientador, Prof^o Márcio Garcia, pelos comentários e direcionamento na execução da monografia.

Índice

I . Introdução.....	9
II . Fluxos de Capitais e Captação de recursos.....	12
II . I Histórico.....	12
II . II . Principais determinantes do risco.....	13
II . III . O Fluxo para o Brasil.....	15
A . Quantificando o fluxo e as captações.....	15
B . Análise de Captações via Portfólio x Renda Fixa.....	21
III . Modelos teóricos de Atratividade do país.....	24
III . I. Formas alternativas de medir o fluxo.....	25
A . Equivalência do nível de poupança.....	25
B. Paridade de juros reais.....	26
C. Paridade de juros descoberta.....	28
III . II. Paridade de juros coberta.....	29
IV . Expectativas de ganhos com Renda Fixa no Brasil; riscos e retornos; a evidência empírica.....	32

IV . I. A paridade de juros coberta, dados empíricos.....	32
A. Mercados futuros de juros e câmbio.....	32
B. Aplicações em títulos do governo indexados ao câmbio.....	36
C. Aplicações em títulos da dívida externa brasileira.....	37
IV . II. Conclusões acerca das diferentes medidas de paridade coberta...	38
V . O impacto dos impostos na paridade coberta de juros.....	41
V . I. Histórico da legislação dos fundos de renda fixa capital estrangeiro no Brasil.....	43
A. O processo de regulação.....	43
B. Breve histórico do Imposto de Renda sobre os lucros com renda fixa capital estrangeiro.....	45
C. O IPMF e o CPMF.....	46
D. A criação do IOF e as mudanças de alíquota.....	47
V . II. Paridade coberta de juros incluindo os impostos; a evidência empírica.....	48
A. Impostos e prazos de permanência.....	48
B. Aplicações de renda fixa com impostos.....	50

C. Conclusões sobre as aplicações em renda fixa com impostos.....51

VI . Conclusão.....53

VII . Bibliografia.....56

VIII . Anexo de Gráficos e quadros.....58

Índice de gráficos e quadros

G. 1. Inflação

G. 2. Captação de Recursos

G. 3. Formas de Empréstimos

G. 4. Investimentos

G. 5. Movimentação da Conta Capital

G. 6. Transferências Agregadas Líquidas

G. 7. Paridade coberta Juros 1994-97

G. 8. Paridade Coberta Juros 1991-97

G. 9. Medidas de Risco Brasil sem Impostos

G. 10. Paridade Coberta com Impostos

G. 11. Paridade Coberta com Impostos AGO/95-Abr/97

G. 12. Paridade Coberta com Impostos para prazos diferentes

G. 13. Paridade Coberta com Impostos para prazos diferentes Ago/95-Abr/97

G. 14. Medidas de Risco Brasil com Impostos

G. 15. Medidas de Risco Brasil com Impostos AGO/95-Abr/97

Q. 1. Captação de Recursos Externos

Q. 2. Reservas Internacionais do Brasil

Q. 3. Restrições à entrada de capital estrangeiro no Brasil: 93/97

I. INTRODUÇÃO

As últimas décadas do século XX são caracterizadas pelo crescente movimento de integração entre os mercados de capitais, e um dos pontos mais marcantes é sua consequente desregulamentação. Países industrializados e países em desenvolvimento estão cada vez mais próximos de mercados comuns e o capital flui para fronteiras que apresentam a maior capacidade de retorno, dados os riscos. Como consequência, os mercados emergentes vem recebendo fluxos de capitais externos volumosos, atraídos por taxas de juros relativamente elevadas e grande capacidade de expansão de demanda, para o caso dos investimentos diretos. Regiões como a América Latina e o Sudeste Asiático com suas taxas de crescimento acima da média são um incentivo para o capital que busca as melhores rentabilidades, apesar de, por vezes, abalados por crises como a moratória do México em 1982, que causou turbulências em todo o movimento financeiro mundial.

Os fluxos entre países favorecem o crescimento global, já que são capazes de suprir com poupança externa aqueles que, dadas as dificuldades em sua economia, não conseguem acumular poupança interna suficiente, seja pública ou privada. Considerando-se taxas de câmbio flutuantes,

este processo pode criar sérios riscos para os países receptores, dado que, interrupções nas captações podem causar uma súbita valorização da taxa de câmbio com reflexos negativos sobre as exportações, sobre a balança comercial e, conseqüentemente, sobre o nível de produção do país. No lado oposto, dada uma taxa de câmbio fixa, o ingresso excessivo de recursos pode causar um impacto direto nas reservas nacionais que, devido à necessidade de ser esterelizada para não expandir em demasiado a base monetária, acaba por aumentar a dívida interna com agravamento das despesas com juros. Nos dois casos, a falta de controle sobre a entrada e saída de divisas pode provocar dificuldades para o balanço de pagamentos e para a estabilidade econômica.

Em capítulos adiante expressaremos de maneira teórica qual a equação de diferencial de juros programado pelo investidor na busca do melhor retorno. Usaremos os modelos descritos por Jefferey A. Frankel¹ para saber como o investidor, na busca da melhor relação risco-retorno para o seu capital, vai alocar seus recursos em um determinado país. Tentaremos mostrar também porque um fluxo tão pequeno de recursos aporta no Brasil em busca de ganhos com renda fixa se as nossas taxas de juros reais, descontadas as desvalorizações cambiais projetadas através dos mercados futuros, são maiores do que a taxa de retorno dos juros americanos (a nossa comparação é toda feita em relação aos juros dos bônus de 30 anos dos Estados Unidos pois estes são considerados de risco zero). Como foi dito, o principal motivo são os impostos e desta forma iremos comparar os possíveis investimentos no Brasil: aplicando em papéis do governo brasileiro (de preferência indexados ao câmbio, NTN-D), aplicando em renda fixa no Brasil, considerando-

¹ Frankel, J.; "Quantifying Internacional Capital Mobility in the 1980s" in B. Bernheim and J. Shoven, eds., *National Savings and Economic Performance, National Bureau of Economic Research*, The University of Chicago Press, Chicago (1991)

se para isso a taxa de CDI projetada no mercado futuro de juros descontada a desvalorização cambial projetada no mercado futuro de câmbio, ou comprando papéis da dívida externa brasileira que possuem o “Risco Brasil” mas não sofrem a mesma tributação, com a taxa de juros Libor americana. A intenção é projetar os ganhos possíveis livres de impostos, para depois incluí-los, quantificando o quanto os mesmos retiram a atratividade dos investimentos. Para finalizar iremos comparar as nossas conclusões quanto a investimentos com o fluxo passado encontrando o *imposto ótimo*, dado o fluxo necessário para financiar o processo de estabilização, os déficits em conta corrente e as necessidades de aporte de capital externo no país.

II. FLUXOS DE CAPITAIS E CAPTAÇÃO DE RECURSOS

II.I. Histórico

O triênio 1980-82 foi um marco para os anos que viriam a seguir. O mundo estava em recessão e os países em desenvolvimento eram os mais afetados. O Brasil com suas taxas de inflação completamente à margem do padrão mundial encontrava-se no bloco dos mais prejudicados. O crescimento do Brasil foi negativo no período, o PIB teve uma retração de 2,9 % em 1983 e o capital estrangeiro, reticente com a incapacidade de pagamento e a possibilidade de calotes se tornava cada vez mais escasso, inibindo as tentativas de expansão. Com todas as preocupações em voga no mundo, o desempenho econômico Brasileiro, assim como de todos os países emergentes, não foi muito favorável. O capital estrangeiro era mais seletivo restringindo-se às economias que apresentavam maior grau de comprometimento com o pagamento de dívidas passadas e estabilidade de suas variáveis internas.

O Brasil sofreu assim resistências externas à disponibilidade de cooperação e encontrou ainda mais dificuldades de se recuperar da crise interna com explosivas taxas de inflação. O ano de 1983 teve uma inflação acumulada de 211 % medida pelo IGP-DI ou de 164 % pelo IPC-Fipe,

comparados a taxas de 99 % e 95 % (respectivamente) em 82, gerando um aumento de mais de 100 % como podemos ver pelo quadro e pelo gráfico da próxima seção. Houve consequente necessidade de altas taxas de juros reais na tentativa de iludir os investidores externos com a estabilidade. O capital estrangeiro passou a ser dividido nos que possuíam e nos que não possuíam crédito, acoplados em grupos de alto e baixo risco de acordo com o excesso de endividamento e sua necessidade de reescalonamento das dívidas. O panorama de comportamento internacional foi de extrema cautela dado que países que não tinham condições de pagar suas dívidas antigas não poderiam, de maneira alguma, receber algum tipo de novo investimento ou empréstimo externo pois não teriam condições de pagá-lo. A partir dessa época, até os dias atuais, o sistema financeiro internacional tem sido mais cauteloso no repasse de recursos aos países em desenvolvimento, apesar de que aproximando-se do século XXI com a globalização crescente e os mercados de hedge e derivativos em expansão, as economias estão mais integradas e os riscos passaram a ser pulverizados.

II.II. Principais determinantes do risco

São muitos os fatores que influenciam na captação de poupança externa, sendo a taxa de juros real, descontada a variação do câmbio, a principal. O desempenho econômico, o conteúdo da política doméstica, as taxas de investimento e crescimento econômico, a participação no comércio mundial e reduzidos déficits públicos são também relevantes na alocação de recursos para transferência de capital, além dos impostos e barreiras que podem inviabilizar o ingresso de divisas ou tornar o prazo de maturação exageradamente longo. A ocorrência de choques externos

e o risco de não pagamento de dívidas externas são igualmente importantes, pois no caso de abalos sistêmicos, as taxas de juros internacionais tendem a subir e os países inclinam-se a reter o capital internamente inviabilizando o fluxo para outros países. O capital estrangeiro espera portanto que haja um mínimo de segurança para as aplicações e financiamentos realizados, começando pela estabilidade das instituições públicas e privadas e que, todas as intenções e possíveis linhas de ação dos condutores da política econômica estejam claras para não serem surpreendidos com mudanças de rumo. Como definiu Mário Henrique Simonsen² “O que os Estados Unidos oferecem ao investidor internacional é a oportunidade de competir livremente numa economia com mais de 200 anos de tradição, de respeito as regras de mercado. Dentro dessas regras, os investidores podem até perder muito dinheiro, como aconteceu com os japoneses que compraram imóveis supervalorizados em 1985 a um dólar ainda mais supervalorizado. Só que os capitalistas aceitam os riscos de mercado, e por isso mesmo os japoneses continuam investindo nos Estados Unidos. O que não aceitariam é que o governo lhe sequestrasse os ativos financeiros da noite para o dia”. Este é inclusive um dos pilares do Plano Real que desde o início de sua concepção tem sido claro e coeso em seus objetivos, corrigindo os rumos do plano de acordo com suas necessidades, sem supresas. Para o Brasil esta clareza é muito importante pois num país com tantas oscilações econômicas, a clareza na tomada de decisões é essencial para a disposição dos capitalistas estrangeiros de investirem.

A preocupação com a criação de novos mecanismos, que impossibilitem o regresso do capital ao país de origem, faz com que o investimento além das fronteiras inclua um prêmio extra ao retorno do capital, considerado o ‘risco do país’. O montante dos fluxos estão condicionados a este risco

² Revista Exame, “O melhor de Simonsen”, Abril/1997

que é o do país dificultar o regresso do capital em função de dificuldades nas contas internas. Com isso os investidores, provavelmente, evitarão aplicar seus recursos em um projeto que será de difícil realização de lucros apesar do provável prêmio que estaria sendo oferecido. É o caso do Chile que, como não tinha interesse no capital de curto prazo, capital especulativo que “corre” o mundo em busca dos maiores retornos imediatos ganhando em arbitragens, ao reestruturar sua economia buscou criar limitações para este tipo de ganho. Incentivou também o aporte de capital mais longo, gerando um fluxo positivo de investimentos de longo prazo em sua economia e excluiu os de curto prazo, apesar de seu tamanho no comércio mundial.

II. III. O Fluxo para o Brasil

A. Quantificando o fluxo e as captações

O caso brasileiro ilustra bem a preocupação do investidor internacional com a estabilidade econômica e o risco de abalos no fluxo de comércio internacional. O país é hoje grande receptor de capital, em grande parte um reverso das saídas do final da década de 80. A partir de 1992, a conta capital do balanço de pagamentos tem apresentado montante crescente acentuando-se após 1995, quando da consolidação do plano real oficializado em julho 1994, que reduziu o maior problema econômico brasileiro das décadas de 70, 80 e primeira metade de 90, quando vigoraram as exorbitantes taxas de inflação. Como podemos perceber pelos quadros a seguir:

Inflação Anual

Ano	IGP-DI	INPC	IPC-FIPE
1980	110.25%	99.69%	84.81%
1981	95.20%	93.49%	90.94%
1982	99.69%	100.32%	94.58%
1983	210.97%	177.96%	164.07%
1984	223.90%	209.11%	178.38%
1985	235.01%	239.06%	228.22%
1986	65.03%	59.22%	68.08%
1987	415.87%	394.62%	367.12%
1988	1037.55%	993.29%	891.67%
1989	1782.89%	1863.56%	1635.85%
1990	1476.75%	1585.21%	1639.08%
1991	480.17%	475.11%	458.61%
1992	1157.84%	1149.05%	1129.45%
1993	2708.17%	2489.11%	2490.99%
1994	909.67%	929.32%	941.25%
1995	14.77%	21.98%	23.17%
1996	9.34%	9.12%	10.04%

Fonte: Banco Icatu S.A.

Movimento da Conta Capital

Ano	US\$ milhões
1987	-6,90
1988	3,635
1989	-3,648
1990	-4,715
1991	-4,148
1992	25,271
1993	10,115
1994	14,294
1995	29,359
1996	32,391

Fonte: Banco Icatu S.A.

As taxas de juros brasileiras, extremamente elevadas devido a política monetária restritiva aplicada no Brasil, são, certamente, o grande impulso ao fluxo positivo que se percebe a partir de 1992. O capital estrangeiro fluía para cá em busca dos melhores rendimentos e os investidores nacionais corriam para captar dinheiro no exterior a custos mais baixos e condições mais atraentes. Como ressaltou Garcia³ “O Brasil passou a conviver com dois problemas básicos: o déficit fiscal crescente devido ao pagamento de juros sobre um montante cada vez mais alto de dívida com emissão para o seu pagamento, usado para esterilizar as entradas, e a sobrevalorização

³ Garcia, Márcio e Barcinski, Alexandre; “Capital Flows to Brazil in the nineties: Macroeconomics aspects and the effectiveness of capital control”, texto para discussão n° 357, PUC-Rio, 1996

da moeda após a implementação do Real”. Dessa forma o fluxo de capitais para o Brasil aumentou bruscamente e começou a criar preocupações para o governo. A conta capital passou a ser o grande motor positivo de movimentação do fluxo compensando os déficits na balança comercial que começaram a surgir a partir de 1995, quando foi de US\$ 3.3 bilhões, de US\$ 5.5 bilhões em 1996 e previsões de 15 a 20 bilhões em 1997.

O aumento de captação líquida de recursos externos no Brasil tem-se dado principalmente pela elevação dos investimentos em carteira e em *bônus e notes*. São as empresas e bancos nacionais, que em função do elevado custo de captação interna, buscam as disponibilidades de financiamento externo, o lançamento de uma debênture conversível da Fenícia-Par em 01/03/97 com aval das lojas Arapuã e prazo de três anos paga por ano taxa Anbid⁴ + 1 %, enquanto, no lançamento de um *commercial paper* ou um *Bond*, ela pagaria em média 11 % a.a. por um prazo de mais ou menos 5 anos. Todavia para isso é preciso que a empresa possua um balanço auditado e principalmente reconhecido pela qualidade no mercado internacional. Os empréstimos em moeda totalizaram US\$ 26.078 bilhões em 1996 sendo o lançamento de *bônus e “notes”* responsáveis por US\$ 18.046 bilhões, contra um total de empréstimos de US\$ 15.883 bilhões em 1995 e US\$ 8 bi em 1994 como podemos ver pelo quadro nº 1 reproduzido com dados do Banco Central. Percebe-se também, pelo gráfico 3, que os empréstimos em moeda vem aumentando constantemente com a consolidação da estabilização e a manutenção das taxas de juros reais brasileiras relativamente acima dos níveis mundiais. Além do fato que, com a crescente globalização, fica cada vez mais fácil captar recursos em mercados estrangeiros. Os prazos de lançamento têm variado entre 4 e 5 anos, enquanto os investimentos em mercados de capitais -

⁴ A taxa Anbid estava em 23.77 % ao ano para 31 dias corridos em 21 de fevereiro de 1997

regulados pelo Anexo IV da resolução 1.289/87 do Banco Central, aplicações diretas nas bolsas de valores - não têm prazo determinado de permanência no país.

Entretanto este influxo de capitais pode se reverter por causa das dificuldades aparentes num médio prazo. Em primeiro lugar, pela elevação das taxas de juros norte-americanas. Com a recuperação do nível de atividade desde meados de 1994 e a perspectiva de elevação das taxas de inflação decorrentes de um superaquecimento da economia, causado por uma recuperação por que passam os Estados Unidos, pode vir a diminuir o atrativo dos títulos brasileiros (a taxa de juros básica dos Estados Unidos, os t-bonds, já passaram de 5,95 % a.a. em Dez/95 para 6,64 % a.a. em Dez/96 chegando a bater 7,00 % a.a. durante 97, o que é uma mudança enorme, dada uma taxa de inflação média de 3 % ao ano). Assim para manter os níveis de captação anteriores seria necessário elevar a taxa de juros, aumentando as despesas com amortização dos títulos e talvez até perdendo a atratividade. Em segundo lugar, existe o problema dos fundos estrangeiros americanos já estarem relativamente muito expostos aos mercados latino-americanos. Corre-se o risco de, a qualquer momento, os aplicadores desses fundos lembrarem-se do que ocorreu nesses mercados por conta da elevação das taxas de juros americanas há 15 anos e decidirem realocar suas aplicações, ou até mesmo lembrarem de um passado bem mais recente: o que ocorreu no México no final de 1994 quando uma fuga em massa do capital estrangeiro do país, que não tinha reservas internacionais suficientes para sustentar-se, obrigou o país a desvalorizar bruscamente sua taxa de câmbio (o Novo Peso mexicano subiu de 3,99 NP\$/US\$ em 20/12/94, véspera da crise, para 5,65 uma semana depois e para 6,05 em 02/03/95, desvalorizações de 42 % na primeira semana e um total de 52 % em pouco mais de três meses). Portanto é extremamente importante para o Brasil que, a realidade dos países de economia próxima seja de estabilidade,

pois com a globalização dos mercados se a situação cambial desses países vier a se deteriorar, todos os mercados emergentes sofrerão as consequências. Para o caso brasileiro é importante saber da situação de, principalmente, México e Argentina que são considerados pela comunidade financeira internacional um grupo único. Nos últimos anos esses países puderam financiar elevados déficits em conta corrente graças a abundantes entradas na conta capital. Porém, a medida que se acentuar uma valorização real do peso argentino e o México apresentar maiores evidências de instabilidade política (apesar de que após um longo período de crescentes denúncias de corrupção entre as autoridades mexicanas, recentemente o país apresenta um quadro de relativa calma) reduzem-se as possibilidades de sustentação de tal forma de financiamento.

É interessante observar qual o perfil, quantificando em montantes, do capital estrangeiro que flui para o Brasil. No quadro 1 temos como se compõe a carteira do fluxo externo dividindo-se primeiramente entre o crédito privado (empréstimos em moeda) e os investimento diretos (diversas modalidades de fundos) e em carteira. Podemos perceber que do total de quase US\$ 79 bilhões ingressados no Brasil em 1996, US\$ 35 bilhões foram de investimentos, o que mostra um aumento da confiança na estabilidade econômica, principalmente porque o montante deste fluxo vem aumentando a cada ano apesar dos juros americanos estarem altos, com perspectivas de subida, e existirem especulações sobre uma bolha gigantesca de inchaço das bolsas de valores isto porque há dois anos os índices não param de subir. O fluxo cresceu absurdamente em 1994, ano do plano Real e queda da inflação. Nesse ano os investimentos cresceram 70% aumentando o fluxo total de ingresso em 32% já que os empréstimos caíram dadas às dificuldades criadas para a captação de recursos. Em 1996 essas dificuldades foram compensadas, criaram-se incentivos e facilidades e uma enxurrada de bônus e *notes* foram lançados dobrando de US\$ 9.6 bilhões em

1995 para mais de US\$ 18 bilhões no ano seguinte as captações deste tipo. Empresas como Petrobrás, Cesp, Parmalat e Lojas Americanas lançaram papéis no exterior captando a um custo bem mais baixo (por volta de 10,5 % a.a. com um prazo de 5 anos) do que o custo interno e financiando assim a sua produção. Esta é atualmente a principal fonte de captação de recursos por empresas no exterior, e com redução da alíquota de IOF para todos os empréstimos em moeda estrangeira de 2% para zero em 24 de abril de 1997 devem tornar-se mais atrativas as captações, que já atingiam US\$ 2.371 bilhões só no primeiro trimestre de 1997. A captação através de *commercial papers* que chegou a ser de US\$ 1.9 bilhões em 1991 começou a cair já em 1992 e atingiu o piso de somente US\$ 182 milhões em 1994 voltando a tornar-se atrativa, chegando a US\$ 107 milhões só no três primeiros meses de 1997. As captações através de *Export securities* são de grande oscilação devido à grande quantidade de mudanças em sua legislação tornando-as atrativas em alguns anos mas chegando a zero em 1997 devido a queda no prazo dos empréstimos vinculados às exportações. Temos ainda os *eurobonds* que vêm aumentando sua atratividade e como vem desenvolvendo um mercado secundário consistente devem se tornar cada vez mais procurados. Os *eurobonds* são papéis lançados por empresas brasileiras no exterior, podendo ser realizados por instituições financeiras que operam com câmbio no país para captação de recursos e repasse interno, devendo registrar no Banco Central as taxas de juros pagas e repassadas. Estes “títulos” têm prazo de 3 a 8 anos com características mais longas do que os *commercial papers* de média de 2 anos. Os empréstimos através da Resolução nº 63 (operações de bancos no país para repasse direto internamente) eram extremamente atraentes até meados de 1991, pois possuíam a exclusividade de serem isentos de Imposto de Renda que incide sobre remessa de juros, comissões e despesas relativas à colocação de papéis no exterior. A partir de então sua atratividade diminuiu quando o privilégio foi estendido a outras formas de captação. Em 1995

houve um grande boom de captações com aumento de 300% em relação a 1994 mas com o IOF criado como inibidor dos fluxos de curto prazo após a crise do México, diminuíram novamente. As duas últimas formas de captação de recursos consideráveis na década de 90 são o “Crédito Rural” criado em 1995 e que já respondeu por 20% do total em 1996 e continuam altas nos primeiros meses de 1997. O financiamento rural através de captações externas foi oficializado através da lei nº 2148 de março de 1995 possibilitando as instituições financeiras do sistema nacional de crédito captarem recursos para repasse interno como financiamento a produtores rurais. Como as taxas destes empréstimos são bem mais baixas do que as internas esta é uma mobilidade de crédito em expansão respondendo por grande parte do total. Em março de 96 os financiamentos foram estendidos aos complexos industriais de fertilizantes aumentando a sua atratividade. Já o comunicado Firce nº10 representou 10% das captações em 1996 e significa a captação direta de empresas não financeiras com instituições financeiras no exterior.

B. Análise de Captações via Portfólio x Renda Fixa

Com a globalização crescente dos mercados de capitais, os investimentos em portfólio cresceram a uma taxa mais de 200 % nos anos de 1992 e 1993 em relação ao ano anterior, de 71 % em 1994, 3 % em 1995 e 26 % em 1996, com um crescimento de 5000 % durante a década de 90 sobre o total do volume de entradas entre 90 e 96. Os investimentos diretos mostram como os investidores internacionais estão vendo as perspectivas de expansão das empresas de capital aberto brasileiras, dado que após a consolidação do Plano Real, com o crescimento do poder aquisitivo das populações, antes marginalizadas do consumo, as empresas têm um grande mercado em expansão e podem com isso gerar consideráveis dividendos aos seus acionistas. Afora o fato de que o Brasil possuía a cultura do investimento de curtíssimo prazo (o overnight)

não prestava muita atenção ao valor real de suas empresas. A partir de 1994 acabaram os ganhos com o floating e os investidores voltaram suas atenções para as empresas “baratas” e com potencial em bolsas de valores, criando a perspectiva de consideráveis ganhos reais. Os investimentos diretos em carteira, portfólio, representaram em 1996 quase 1/3 do volume total do fluxo para o Brasil e só nos três primeiros meses de 1997 já representam quase metade do total, US\$ 7.9 bilhões. Os investimentos em ações são passíveis de saída imediata sendo essencial que se criem mecanismos de estímulo a investimentos de longo prazo. O fim da discriminação entre empresa nacional e empresa brasileira de capital nacional contida no artigo 171 da constituição já seria uma grande sinalização, podendo ser completada com novas medidas de abertura. Apesar de um ótimo termômetro de confiança no país, investimentos em bolsa têm características totalmente diferentes das captações de empréstimos em moeda ou dos investimentos diretos em fundos de renda fixa, privatização, imobiliário ou de empresas emergentes. O mercado de ações do país não depende diretamente das taxas de juros internas ou externas pois são riscos totalmente diferentes, renda fixa e variável, sendo influenciado apenas para uma alocação de portfólio de investimento. Portanto vamos tomar como importantes os dados de investimento direto em ações para saber o grau de potencial de um país, mas não como parâmetro de arbitragem de taxas de juros internacionais relativas.

Voltando para a análise da composição do fluxo externo para o Brasil vamos agora analisar, brevemente, o crescimento dos investimentos em renda fixa na década de 90. Os fundos de renda fixa e de privatização são os que melhor expressam as oportunidades de ganho com arbitragens internacionais já que através deles um investidor estrangeiro pode aplicar no Brasil tirando proveito das taxas de juros reais acima do padrão internacional. Pelo quadro 1 observamos que

estes tipos de fundos foram criados recentemente (1993/94) e que só em 1994 tiveram um influxo considerável, o fundo de privatização que ainda parecia atraente em 1995 recebendo um volume de US\$ 2 bilhões. Esses fundos não receberam nenhum investimento nos primeiros meses de 1997 e este é o motivo principal de análise do nosso trabalho. Se a nossa taxa de juros real está entre as mais altas do mundo e o país vem demonstrando competência na condução de sua política, por que não aportam grandes fluxos de capitais para fundos de renda fixa no Brasil? As barreiras à entrada e saída são, com certeza, o principal motivo e entre elas o Imposto de Renda e o IOF (Imposto sobre Operações Financeiras) são os verdadeiros inibidores do influxo. Não deixemos de lado o IPMF (1995) e o CPMF (1997) que apesar de possuírem alíquotas pequenas ajudam a tornar o Brasil menos atraente às aplicações em renda fixa. No quarto capítulo, após uma introdução teórica dos modelos de paridade e de uma análise da paridade livre de impostos, incluiremos estes custos nos nossos cálculos e poderemos medir o quanto estes inibem o investidor estrangeiro.

III. MODELOS TEÓRICOS DE ATRATIVIDADE DO PAÍS

Neste capítulo vamos analisar quatro modelos teóricos de atratividade do país dadas suas taxas de juros internas comparadas às taxas internacionais. A base de análise será o texto de Frankel (1991), onde o autor apresenta os modelos. Com a Globalização crescente, aumenta a tendência do investidor em procurar as maiores possibilidades de retorno para o seu capital, independente de suas fronteiras. Com isso a interdependência entre os países fica mais evidente e cada um faz o possível para, através de sua política econômica, atrair a poupança externa para financiar os investimentos necessários. Diminuem as barreiras às entradas e saídas, e o capital financeiro transfere-se de um continente para outro em questão de minutos na busca desenfreada pelo lucro (vide o caso da crise do México onde bilhões de dólares deixaram suas fronteiras em poucos dias devido à dificuldades no balanço de pagamentos e o Novo Peso foi obrigado a desvalorizar-se bruscamente). Portanto, o mundo hoje acompanha uma evolução do debate sobre a perfeita mobilidade de capitais, mas quais os parâmetros que indicarão a tendência desta discussão?

São quatro as definições básicas sobre a perfeita mobilidade de capitais: A de *Feldstein-Horika* que argumenta que variações exógenas no nível de poupança nacional podem ser compensadas por empréstimos externos, não precisando diminuir os investimentos internos. Apresentaremos esta hipótese como a “equivalência do nível de poupança”. A segunda definição fala da paridade das

taxas de juros reais; o fluxo de capitais irá migrar para o país que tiver a maior taxa de retorno, equalizando-as através da oferta e da demanda. A terceira, paridade de juros descoberta, significa que o fluxo equaliza a taxa esperada de retorno dos bonds independente do “risco do câmbio”, alterações nas paridade natural entre as taxas de câmbio. E a última, paridade de juros coberta, argumenta que o fluxo equaliza as taxas de juros dos investimentos contratados em uma mesma moeda, ou livres de variações nas taxas de câmbio. As condições acima serão descritas uma a uma. As três primeiras de maneira breve pois adotaremos a paridade de juros coberta como medida para a atratividade do país. É importante observar que não incluiremos em nossa análise o custo dos impostos que só serão acrescentados no último capítulo quando medirmos o quanto eles podem servir de inibidores ao investimento.

III. I. Formas alternativas de medir o fluxo de capitais

A. Equivalência do nível de poupança

A primeira definição da mobilidade internacional de capitais trata do nível de investimentos de um país em relação ao seu nível de poupança. Um dos princípios básicos da teoria econômica define que o investimento deve ser igual à poupança do país para equilibrar o nível de renda. Como estamos trabalhando com economias abertas podemos ter poupança interna ou externa. Assim *Feldstein-Horioka* desenvolveram uma equação em que, no caso de um país não possuir poupança suficiente para realizar os investimentos programados irá através de sua taxa de juros real mais alta atrair a poupança externa necessária para fechar sua identidade, afinal a taxa de poupança de um país deve necessariamente ser igual a sua taxa de investimento. Como o objetivo deste trabalho é de analisar a atratividade de um país para o investidor internacional não vamos

nos aprofundar na discussão desta definição. O interessante na análise da equivalência é que déficits fiscais de um país ocorridos em função da insuficiente poupança interna podem ser um determinante de altas nos juros reais uma vez que atraindo o capital estrangeiro o país tem condições de financiar seus investimentos. Para maiores detalhes da “equivalência do nível de poupança” vide Frankel (1991).

B. Paridade de juros reais

A segunda definição, da paridade de juros reais, para que funcione como parâmetro de atratividade exige não só que exista paridade de juros descoberta, que iremos explicar adiante, como que seja considerada a depreciação do capital que irá ocorrer uma vez que o país exporte capital para além de suas fronteiras. O que importa nesta definição é que, um país que por questões internas tenha necessidade de um maior aporte de capital para financiar seus investimentos, ou seja maior demanda, aumenta suas taxas de juros equalizando a oferta de capital disponível. De acordo com esta definição, o investidor ao analisar as taxas de juros disponíveis para aplicar seu capital vai se preocupar com o poder de compra do seu investimento dado o montante investido, comparando a evolução dos preços de uma determinada cesta de bens. Portanto o que o investidor vai comparar é o poder de compra do seu capital nos diferentes países e a expectativa de depreciação dos bens supostamente adquiridos com a inflação esperada para o período em que ele deseja obter o retorno programado, sabendo assim o retorno possível em cada país. São duas as equações básicas para entender a paridade de juros reais. O diferencial de juros nominal:

$$(1) \quad i - i^* - (Ase) = 0$$

Que representa a taxa de juros interna nominal menos a taxa de juros externa, menos a variação esperada na taxa de câmbio, onde a variação esperada na taxa de câmbio é determinada somente por variações nas expectativas de mudanças nos preços internos em relação aos externos, como podemos ver em (2).

$$(2) \quad Ase = Ape - Ape^*$$

Assim agrupando as equações (1) e (2) podemos perceber que mudanças nas taxas de juros através de uma visão de paridade de juros reais serão compensadas por variações nos preços internos em relação aos preços externos, e são estas disparidades que vão determinar a alocação de recursos do investidor.

$$(1) + (2) = (3) \quad i - Ape = i^* - Ape^*$$

A conclusão a que chegamos é que se decidirmos olhar para a paridade de juros reais com a intenção de entender o fluxo internacional de capitais, iremos nos preocupar com a inflação esperada, e estas vão determinar o nível das taxas de juros internas em relação as externas.

A paridade de juros reais é especialmente interessante para o caso do Brasil. Apesar de não representar a melhor forma de análise da atratividade de um país para o investidor internacional, no Brasil da década de 80 e início de 90 com suas elevadas taxas de inflação era a variação nos preços de uma determinada cesta de consumo que determinava o quanto seria desvalorizada a taxa de câmbio (crawling-pag). Desta forma conseguia-se igualar a equação 3 e acabava-se por obter os mesmos efeitos de uma paridade de juros coberta, que será analisada adiante. Assim quando um país tem por política desvalorizar o câmbio na mesma proporção em que sobem os seus preços (dado que estão subindo mais do que os preços internacionais) ele estará sinalizando

ao investidor internacional a manutenção da paridade entre as taxas de juros reais proporcionado o mesmo resultado final ao investimento que esteja sendo balizado por paridade de juros coberta.

C. Paridade de juros descoberta

A paridade de juros descoberta não é de grande importância para medir a atratividade de um país. Analisar as possibilidades de ganho com renda fixa em mercados externos sem considerar as possíveis variações nas taxas de câmbio seria o mesmo que considerar um mundo de moeda única. Como não foi o caso da década de 80 e nem deverá ser até o final do século, não parece muito razoável ignorar possíveis mudanças nas taxas de câmbio. Quando alguns países tentaram estabelecer uma paridade fixa para suas taxas de câmbio, como foi o caso de parte da Europa no início da década de 80, era razoável estabelecer relações de paridade descoberta entre eles, uma vez que as taxas de câmbio não iriam mudar e portanto, com variação zero, eram eliminadas da equação de paridade coberta, mas com a quebra das paridades, as variações esperadas voltaram a ser importantes para medir a atratividade do país. Talvez no futuro, com um Banco Central único para o mundo, controlador e coordenador dos bancos centrais de cada país, que garanta a paridade entre as moedas mesmo que ocorram dificuldades internas por parte de algum país, a paridade descoberta ganhe importância ao analisar simplesmente as possibilidades de ganho com taxas de juros mais altas, balizando as alocações dos investimentos, neste caso as taxas de juros serão determinadas pela oferta e demanda de capital no país e é claro pelas restrições impostas a ele, como os impostos e barreiras às entradas e saídas. Como a paridade fixa ainda não foi atingida vamos usar no nosso trabalho a paridade de juros coberta, que considera a expectativa de mudanças no câmbio, que será analisada na seção a seguir.

III. II. Paridade de juros coberta

Nesta seção analisaremos a paridade de juros coberta (PJC), ou seja, quanto está a taxa de juros interna comparativamente à taxa de juros internacional descontada a projeção de variação da taxa de câmbio. Esta é a melhor medida de atratividade de um país para o investidor estrangeiro pois ele saberá exatamente o quanto vai ganhar aplicando em renda fixa além de suas fronteiras. Inicialmente não consideraremos os efeitos dos impostos que serão incluídos no último capítulo. Usamos a mesma apresentação de Frankel (1991) e Garcia (1996) para determinar o quanto um país oferece de ganho extra ao investidor estrangeiro comparativamente ao que ele poderia ganhar em seu país livre de riscos cambiais (fazendo *hedges* nos mercados futuros de juros e câmbio). Como lembram Frankel e Garcia o PJC positivo representa exatamente a possibilidade de ganhos extras em mercados externos, mas como já estão computados todos os riscos o PJC deveria ser zero e o seu diferencial está relacionado às restrições impostas ao capital. No próximo capítulo faremos uma análise empírica dos fluxos de capitais visando o mercado de renda fixa brasileiro, a nossa equação de paridade será a seguinte:

$$PCJ = \left[\frac{(1+i)}{(1+d)x(1+i^*)} - 1 \right] x 100$$

Desta forma a taxa de juro interna (i) é determinada pela taxa de juros projetada, anualizando-a, através do mercado futuro. A desvalorização da taxa de câmbio (d) também é projetada através do mercado futuro e as taxas de juros internacionais (i^*) são determinadas de acordo com as taxas da

Libor americana, que são uma boa base de análise para juros internacionais. A PCJ nos fornecerá assim o prêmio de risco do país, ou melhor definindo: O tamanho das barreiras às entradas e saídas de capital. Sabemos o quanto um país está restringindo o capital estrangeiro e quanto ganha o investidor global que busca as maiores taxas de retorno para suas aplicações. No próximo capítulo vamos comparar diferentes formas de aplicar no Brasil na busca de ganhos em renda fixa. Usaremos comparações de aplicações em títulos do governo indexados ao câmbio, as NTN-Ds, de aplicações puras nos mercados futuros de juros e câmbio, e de aplicações em títulos da dívida externa brasileira que apesar de sofrer o risco de moratórias não estão sujeitos a mudanças na paridade de câmbio, já que são negociadas no exterior, e sofrem uma tributação totalmente diferente das aplicações internas.

A PCJ poderá também ser observada através das taxas de swap cambial, que possuem a mesma metodologia de cálculo. Os swaps fazem parte do mercado de derivativos que vêm crescendo no Brasil e no mundo, onde um investidor pode trocar uma dívida em dólar por outra em CDI. Por exemplo, acreditando-se que o câmbio vai desvalorizar menos do que o CDI ano, é vantajoso pegar dinheiro emprestado em dólar e emprestá-lo em CDI. Este diferencial é a taxa de swap e possibilita ao investidor se proteger (hedge) de mudanças bruscas de cenário. A medida do diferencial se torna cada vez mais fácil quando são alongados os prazos de swap pois temos a PJC imediata, e se o investidor acredita que alguma das variáveis está sendo super ou supra estimada pode direcionar seu capital para onde acredita que obterá o maior retorno e através de um swap limitar a perda, e consequentemente o ganho. Não poderemos fazer toda a nossa análise através de taxas de swap já que este é um instrumento relativamente recente do mercado financeiro

internacional, comparamos durante os nossos cálculos como os swap poderiam funcionar de balizadores diretos das projeções para o Brasil das taxas de juros e câmbio internas.

IV. EXPECTATIVAS DE GANHOS COM RENDA FIXA NO BRASIL; RISCOS E RETORNOS; A EVIDÊNCIA EMPÍRICA

Existem diversas formas de medir a atratividade do Brasil, assim arbitramos aquelas que consideramos mais esclarecedoras na medida que intencionamos saber o ganho de diferencial em renda fixa que o país pode oferecer. Durante o capítulo descreveremos nossas conclusões assim como poderemos observá-las através dos gráficos 7 a 9 no final do trabalho. Tivemos que estipular algumas arbitragens uma vez que os dados para a economia brasileira antes do plano Real nem sempre são de muita consistência. Usamos dados a partir de 1991 para traçar nossas projeções e conclusões. Em cada uma das seções abaixo esclareceremos cada uma das análises feitas, a fonte, a veracidade dos dados e o quão conclusivos podem ser os resultados para o período.

IV.I. A paridade de juros coberta, dados empíricos

A. Mercados futuros de juros e câmbio

A primeira arbitragem que foi necessária para definirmos a paridade coberta através dos mercados futuros foi quanto à estrutura a termo do juros. Usamos as definições apresentadas em Hull (1996) para escolher qual seria a melhor forma de projetar os juros por um período mais longo

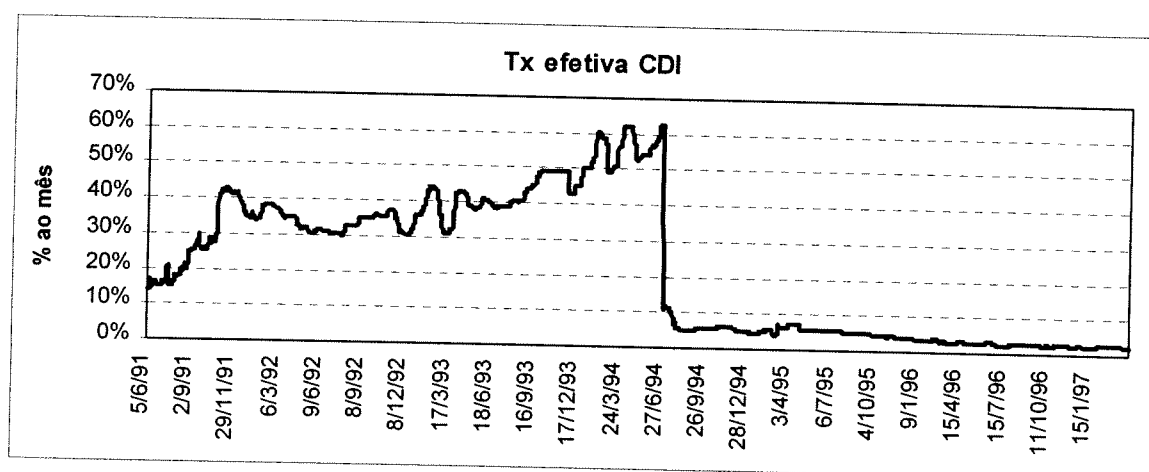
uma vez que só temos os preços (PU) dos contratos mais curtos. Esta é a definição da *teoria das expectativas*, em que os juros de longo prazo refletem as expectativas futuras das taxas de juros de curto prazo, ou seja, a taxa de juros correspondente a um certo período é igual à expectativa futura sobre os juros do período baseado na taxa *spot*. Existem outras teorias sobre a estrutura a termo da taxa de juros, muitas vezes até melhor fundamentadas em termos teóricos, mas que seriam muita difíceis de aplicar com dados empíricos, portanto a teoria das expectativas se torna a mais razoável e eficiente.⁵

As projeções para as taxas de juros foram feitas a partir dos dados de PU dos contratos futuros da Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F). Como podemos observar pelo gráfico a seguir de taxa over do CDI (ex-post) os juros começaram a subir em meados de 1991, apresentando uma ligeira queda no início de 1992 em função do plano Collor II e depois seguiram uma tendência de elevação até a introdução do plano Real em julho de 1994, quando despencaram para abaixo de 10% ao mês, mas ainda elevados para os padrões mundiais. A partir de então seguem um processo de queda gradual de acordo com o desenvolvimento da estabilização. Esta política de elevação dos juros nominais e desvalorização do câmbio para acompanhar a inflação (crawling-pag) gerou ganhos altos aos investidores estrangeiros, principalmente considerando-se que as taxas externas geravam ganhos reais de 4,5% a.a. a 6% a.a. em média. Dependendo do período, a diferença de ganho no Brasil era impressionantemente alta. Como podemos perceber pela tabela do nível de reservas brasileiras na década de 90, o Brasil é grande receptor de capitais, o que

⁵ No Capítulo IV John Hull faz uma breve explicação de algumas teorias da estrutura a termo dos juros: A *teoria da segmentação de mercado* que argumenta que não há relação entre as taxas de juros de diferentes períodos já que os investimentos são feitos por instituições independentes; A *teoria da preferência por liquidez* diz que as taxas de juros futuras tendem a ser maiores que a expectativa futura do juros *spot* pois investidores preferem aplicar por um período mais curto, exigindo assim taxas mais altas para aplicar a longo prazo.

indica um aumento constante na quantidade de reservas, principalmente após a implementação do plano de estabilização (Real). A quantidade de reservas internacionais acumuladas pelo Brasil cresceu 31% de julho/94 a abril/97 e 538% nos últimos 6 anos. Portanto é claro que o alto nível dos juros internos contribuía para um influxo de capitais proporcionando uma situação até certo ponto confortável do ponto de vista do lastro para honrar as dívidas, as reservas.

Considerando-se que estes ganhos eram de renda fixa, possibilitando ao investidor se hedgear nos mercados futuros, o Brasil se tornava bastante atrativo, e o único motivo de não haver um influxo absurdamente volumoso era a conjuntura econômica nacional que com suas elevadíssimas taxas de inflação não inspirava confiança de consistência ao investidor estrangeiro. Por isso podemos observar variações de mais de 100% na paridade coberta de juros em apenas um dia em relação ao fechamento anterior, dependendo exclusivamente das expectativas criadas quanto a possíveis intervenções governamentais.



O plano Real mudou o panorama dos juros no Brasil. A inflação que estava por volta de 47% ao mês em junho de 1994 caiu para algo em torno de 5% ao mês no mês seguinte, atingindo o patamar de 1% ao mês no início de 1995. Assim, os juros nominais despencaram. Ao mesmo

tempo as taxas de câmbio ficaram livres e o Real se apreciou com o grande influxo de recursos proporcionando ganhos adicionais aos investidores estrangeiros que operavam no Brasil. O interessante a se observar é que apesar da mudança de concepção, os ganhos com arbitragem continuaram elevados, com exceção de dezembro de 1994, e início de 95, quando a crise do México gerou profunda incerteza.

Os gráficos de paridade coberta ilustram bem as possibilidades de ganho e incertezas. De 1991 a 1994 havia grandes variações diárias principalmente próximos aos vencimentos, quando cresciam as especulações. Podemos perceber que a linha tendia a se manter invariavelmente acima da Libor americana, salvo dias isolados de grande especulação e em outubro de 1991, quando o Banco Central promoveu uma grande desvalorização no câmbio levando o cupom cambial a oferecer taxas negativas. Durante um mês os juros não foram alterados e a paridade coberta chega a bater -59% em 30 de outubro, tornando a situação insustentável. O banco central elevou então as taxas de juros, o gráfico de CDI efetivo ilustra bem esta mudança, e a paridade voltou a ser positiva. O mês de julho de 1994 apresenta uma taxa totalmente atípica pois era exatamente o período de transição da economia completamente desorganizada para a estabilização. Não acredito que devemos levar em conta os mais de 100% de ganho que poderiam ser obtidos pelo investidor de renda fixa nesta data pois apesar das regras do plano real estarem claramente definidas ninguém apostaria no Brasil, pois era muito difícil prever o que estaria por acontecer. Temos ainda o problema da conversão da moeda para o Real e conseqüentemente do preço dos mercados futuros, pois houve confusão no mercado e no Banco Central sobre que taxa do dólar usar para corrigir os contratos proporcionando as mais diferentes interpretações. O problema só foi corrigido no mês de agosto quando os dados de paridade voltam a fazer sentido.

O primeiro ano do plano Real ainda é bastante tumultuado em termos de projeção para os mercados futuros, principalmente no mercado de câmbio, já que duvidava-se da capacidade do Brasil de estabilizar as suas contas externas. Com a crise do México temos uma explosão das taxas de câmbio nos mercados futuros e conseqüentemente a paridade coberta de juros despenca chegando a ser 20% negativa. O Brasil perde atratividade e a ameaça de uma fuga de capitais é cada vez mais eminente. As projeções de desvalorização chegam a quase 100% ao ano mas o Banco Central age rapidamente elevando os juros e recuperando as taxas de paridade positivas. Desde então os juros brasileiros vem agindo progressivamente com as projeções de câmbio cada vez mais estabilizadas graças ao sistema de bandas adotado pelo Banco Central lastreados em uma grande quantidade de reservas, vide quadro 2. As taxas passaram a convergir mantendo um prêmio por volta de 7% ao ano que seria o risco de se aplicar em renda fixa no Brasil como foi explicitado nos capítulos anteriores.

É sempre bom lembrar que ainda não consideramos os impostos em nossos cálculos e gráficos, os quais certamente irão alterar os padrões de atratividade. Este trabalho será feito somente no próximo capítulo.

B. Aplicações em títulos do governo indexados ao câmbio

Podemos medir a paridade coberta de juros através dos títulos do governo indexados ao câmbio (NTN-d e NBCE)⁶. São *bonds* colocados através do Banco Central de acordo com sua política

⁶ Nota do tesouro nacional indexada ao câmbio (NTN-d) e Nota do Banco Central série E, também indexada a variação cambial (NBCE).

monetária e cambial. Podem servir para enxugar a liquidez da economia ou para sinalizar uma estabilidade na política cambial. Costumam ter prazo de 3 a 36 meses sendo as de 12 meses as mais comuns. As mais longas normalmente não costumavam ser colocadas no mercado permanecendo na carteira do Banco Central para necessidades eventuais. Com a consolidação do plano Real os prazos passaram a ser alongados. Seus rendimentos são de 6% a.a. mais à variação do dólar pagando cupons semestrais de 3%. Por estarem atreladas a variação do câmbio servem como medida para a paridade coberta uma vez que aplicando-se nesta modalidade de título o investidor não corre o risco de desvalorização da moeda e conseqüente prejuízo. Utilizamos as taxas de rentabilidade fornecidas pelo Banco Central para montar nosso gráfico, onde já está considerado todo o fluxo de caixa do título. Podemos perceber através do gráfico 9 que as taxas tem se mantido constantes entre 10% e 20%, que descontando a Libor reduzem-se para entre 5% e 15% (como foi feito no gráfico), não muito diferentes do diferencial de juros e câmbio dos mercados futuros atualmente, mas historicamente mais baixos por se tratar de um título do governo, portanto de menor risco que os mercados futuros. Conclui-se então que são consistentes as duas formas de cálculo. São as barras verticais do nosso gráfico.

C. Aplicações em títulos da dívida externa brasileira

A última forma de medir a paridade coberta que vamos analisar é através das taxas de negociação dos *bonds* da dívida externa brasileira (IDU)⁷. Devemos lembrar que na taxa destes papéis mostrada no gráfico está considerada a Libor, que seria o custo de oportunidade de aplicar em IDUs. Como podemos observar pelo gráfico 9 as taxas dos IDUs não apresentam oscilações e vem

⁷ Os IDUs são títulos da dívida externa brasileira dentro dos termos de renegociação dos Bradys bonds. A data de maturação é de 1º de janeiro de 2001 com prazo médio de 5 anos. São considerados títulos de renda fixa em função de características de forma de pagamento.

caindo lentamente desde 1994. Esta queda gradual pode ser creditada a dois fatores: primeiro a diminuição do risco Brasil, os investidores sabem que a chance de ser declarada uma moratória é cada vez menor dada a globalização da economia e a importância de sinalizar estabilidade e credibilidade para a economia mundial na disputa cada vez mais acirrada por capital; segundo porque a medida que os cupons a serem pagos vão diminuindo e a data de maturação se aproximando eles tendem a ser menos voláteis. Historicamente a taxa de remuneração destes títulos está abaixo da obtida com a paridade coberta dos mercados futuros pelo mesmo motivo das NTN-ds quanto ao lastro do governo, com exceção do período logo após a crise do México que foi totalmente atípico pelos motivos já descritos de receio quanto à credibilidade. É importante observar que a tributação sofrida pelos ganhos com os IDUs é totalmente diferente da dos títulos negociados no Brasil e portanto no próximo capítulo quando incluirmos os impostos saberemos se realmente é pequena a atratividade por este tipo de investimento.

IV.II. Conclusões acerca das diferentes medidas de paridade coberta

Na seção II.I. descrevemos brevemente as medidas de paridade coberta e algumas características peculiares a cada uma. Vamos agora, baseando-se em Garcia (1996), completar os comentários enfatizando as diferenças. Como observamos, as taxas da paridade coberta com os mercados futuros tendem a ser maiores do que as taxas dos títulos do governo pois os investidores tendem a confiar mais na disposição para honrar os compromissos do governo do que a dos agentes do mercado financeiro operadores dos mercados futuros. Apesar de que desde o final de 1996 as taxas cobertas das NTN-ds têm sido muito próximas das dos mercados futuros sinalizando a consolidação da estabilização. É interessante observar que sempre que são colocadas NTN-ds no mercado, as taxas da paridade coberta pelos futuros tende a diminuir, pois com o governo

sinalizando que não tem a intenção de promover alterações bruscas na taxa de câmbio, afinal está se endividando em dólar, o mercado naturalmente passa a trabalhar com taxas mais baixas para o futuro. Já os IDUs possuem taxas mais baixas que as outras duas formas de calcular a paridade.

O primeiro fator a explicar esta diferença entre o IDU e as paridades negociadas internamente está relacionado à tributação e restrições à entrada e capitais. Este ponto será abordado no próximo capítulo. O segundo relaciona-se à forma de pagamento das aplicações. Como as aplicações em futuros e as NTN-ds são pagas em Reais precisam ser convertidas para o dólar por alguma taxa de câmbio, que nem sempre será a taxa oficial.⁸ Portanto, se por motivo de crise econômica as taxas divergirem muito, os investidores estrangeiros podem sair perdendo, o que leva a exigir uma taxa de remuneração mais elevada. O terceiro motivo seria o já descrito na seção IV.I.C. de que o governo brasileiro talvez possua maior propensão a saldar os compromissos externos sinalizando estabilidade para os mercados estrangeiros e mantendo um fluxo positivo de recursos, do que a preocupação com o mercado interno.

Como podemos observar pelos gráficos 7 a 9 o período logo após a crise do México foi peculiar pois as projeções de desvalorização dispararam com os juros levando alguns dias para responder. Assim a paridade coberta pelos futuros despencou para quase 20% negativos e os investidores exigiram uma pequena elevação nos spreads do IDU. Começou a haver uma ligeira fuga de capitais do Brasil logo estabilizada quando a paridade coberta volta a ser positiva e a sinalizar o prêmio de risco do Brasil.

⁸ O Brasil possui uma taxa de câmbio flutuante que diverge da taxa comercial oficial. Algumas aplicações para repatriarem seus lucros usam estas taxas.

Ficou claro então que as três medidas do prêmio de risco do país devem ser consideradas quando deseja-se entender o diferencial de juros coberto contra variações inesperadas na taxa de câmbio. A paridade coberta pelos mercados futuros é um indicador imediato, as taxas de mercado são as que respondem mais rapidamente às mudanças (vide crise do México). A paridade coberta através dos títulos do governo é a mais estável, mostra as intenções dos condutores da política econômica e tem a vantagem da credibilidade estatal para saldar os compromissos, além de ser o hedge mais comum para os investimentos de renda fixa de capital estrangeiro no Brasil, mas tem o problema da burocratização do governo para emitir novos títulos, dos prazos extremamente longos e principalmente o risco de que no caso de uma crise o governo prefira desvalorizar o câmbio aumentando sua dívida em troca da estabilidade de outras variáveis. Os IDUs possuem o diferencial de serem negociados no exterior, sofrem tributações e restrições diferentes, mas têm a vantagem de que o governo não deseja de maneira alguma perder a credibilidade no mercado externo e portanto é mais seguro e estável.

V. O IMPACTO DOS IMPOSTOS NA PARIDADE COBERTA DE JUROS

Como vimos nos capítulos anteriores diversos fatores explicam as taxa positivas de paridade coberta. Vamos analisar agora o quanto os impostos influenciam neste diferencial e conseqüentemente diminuem os ganhos com arbitragem. Consideraremos o Imposto de Renda (IR) que é pago sobre os lucros obtidos com ganhos em renda fixa, diminuindo assim a taxa de lucro do investidor externo. Consideraremos também o Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) criado em novembro de 1993 na tentativa de controlar o grande influxo de capitais iniciado no final de 1991 e intensificado em 93. A preocupação com o capital especulativo, que não estava voltado para incentivar o desenvolvimento da economia, mas simplesmente lucrar com as altas taxas de juros, fez com que o governo taxasse os fundos de renda fixa capital estrangeiro minimizando o impacto no déficit estatal que pressionaria ainda mais as já exorbitantes taxas de inflação. Incluiremos em nossos cálculos o Imposto Provisório sobre Operações Financeiras (IPMF) que vigorou durante o ano de 1995 e a Contribuição Provisória sobre Movimentações financeiras (CPMF) criada em janeiro de 1997.

Quanto a tributação externa não consideraremos o IR pago pelo investidor estrangeiro em seu país de origem por três motivos: primeiro que teríamos que estipular uma série de arbitragens: o país de onde parte o investimento; depois de saber o país, seria necessário saber a região⁹; e

⁹ Em países como os Estados Unidos as alíquotas de IR variam dependendo do estado de origem da aplicação.

finalmente o tipo de investidor. Dependendo do tipo de investidor que caracterize a aplicação, a alíquota pode variar bastante. Em segundo lugar, graças a acordos de bitributação, alguns países isentam do pagamento de impostos quem já foi tributado no país do investimento, e assim precisaríamos saber de onde está partindo o capital para contabilizar o imposto a ser pago. Por último, como a nossa intenção é comparar os investimento no Brasil com o seu custo de oportunidade, não faz sentido tentar estipular um IR para descontar este custo.

Na primeira seção descreveremos o histórico da legislação e sua importância na manutenção do influxo desejado de capital, para isso mais uma vez usaremos o texto do professor Garcia (1996). Explicaremos qual a alíquota do IR usada e posteriormente as diversas mudanças nas alíquotas do IOF com seus impactos. Explicaremos também as alíquotas de IPMF/CPMF cobradas dos investidores e seu impacto nas linhas dos gráficos. Para acompanhar as mudanças na legislação sobre as restrições a entrada de capital estrangeiro no Brasil será utilizada a tabela 3, com um sumário das restrições, no anexo estatístico. Na segunda seção trataremos da questão empírica com a ajuda dos gráficos 10 a 15 que são simplesmente os mesmos dados dos gráficos 7 a 9, só que agora considerados os impostos cobrados. Na terceira tiraremos as conclusões acerca das diferentes medidas do diferencial coberto incluindo os impostos, o investimento viável e o prazo de permanência necessário para a obtenção de retornos positivos. Deixaremos para a conclusão do trabalho a comparação dos dados obtidos livres de impostos com os dados incluindo-os.

V. I. Histórico da legislação dos fundos de renda fixa capital estrangeiro no Brasil

A. O processo de regulação

A partir de 1992 com a necessidade crescente do Brasil de atrair capital estrangeiro, medidas que facilitavam a repatriação do capital investido foram tomadas. A inflação brasileira era extremamente alta e isso gerava incertezas que desestimulavam o influxo de capitais. O processo de privatização era intensificado e diminuía-se o prazo de exigência da permanência do capital investido no país. Já em 1993 os impactos destas medidas no fluxo são percebidas (vide gráficos). Com a impossibilidade de redução dos juros devido a questões internas de demanda e a necessidade de manter o fluxo controlado, apesar das instabilidades, faz com que o governo adote medidas de restrição ao ingresso de divisas preocupado com o impacto no déficit que pressionaria ainda mais a inflação. Medidas de alongamento dos prazos dados ao crédito contratado para as exportações e o encurtamento do prazo do crédito repassado as importações são adotadas, visando através da balança comercial minimizar o impacto do ingresso de divisas através da conta capital.

Os investimentos em portfólio, oficializados desde 1987 através da regulamentação de anexo IV, tiveram um grande impacto no fluxo a partir de 1993/94. Poderíamos nos perguntar qual a importância dos investimentos em bolsa para o investidor externo preocupado com os ganhos com renda fixa, mas como a legislação vive deixando brechas aos investidores, o ano de 93 justifica nossas análises. Como os investimentos via anexo IV só sofriam o impacto do Imposto de Renda, os investidores entravam no Brasil via anexo IV e aplicavam seus recursos nos *bonds* do governo (NTN-d). Em agosto o governo proíbe este tipo de camuflagem mas os investidores continuam aplicando em debêntures, e este tipo de investimento cresce quase 1,000 % em apenas

dois meses. Com isso o Conselho Monetário Nacional acaba com esta facilidade e cria os fundos de renda fixa capital estrangeiro com um IOF de 5 % na entrada como podemos perceber pelo quadro 3.

Até a introdução do plano Real o governo ainda iria criar o IOF de 0 % para os anexos I a IV criando a possibilidade de aumento da alíquota de acordo com necessidades regulatórias. Mas é com o advento do plano que uma série de medidas são baixadas tornando o nosso trabalho mais interessante.

A partir de julho de 1994 o Banco Central deixou a taxa de câmbio flutuar de acordo com a oferta e demanda por dólares no mercado (só dura até setembro). Com as taxas de juros ainda bastante elevadas para os padrões mundiais o Brasil tornava-se um mercado bastante atrativo aos ganhos com renda fixa. Em conjunto com a série de medidas de restrição ao influxo, outras, que facilitavam o regresso de recursos, entraram em vigor a partir de agosto. Entre as medidas de setembro/94 a liberação dos fundos de investimento no exterior foi um grande incentivo para a aplicação em IDU, colaborando para a redução dos *Yields*, dada maior demanda. Com o fluxo crescente, novas medidas de restrição foram tomadas em outubro, elevando alíquotas de impostos e criando restrições as possibilidades de investimento. Estas duraram até março/95 quando com a crise do México foi preciso atrair capital. Os impostos foram novamente reduzidos (vide tabela) e facilidades na obtenção de empréstimos foram criadas.

Em poucos meses (julho/95) os investidores externos se convenceram que o Brasil não era o México e o influxo retornou. Novas medidas foram tomadas (agosto/95) inibindo os ganhos com

renda fixa de curto prazo, já que a partir de então somente se deixados por um prazo mais longo seria possível a obtenção de lucros com arbitragem de juros. Em fevereiro um novo pacote de restrições ao capital especulativo mas as alíquotas dos fundos de renda fixa capital estrangeiro manteriam-se inalteradas até abril/97. Em fevereiro o Banco Central restringia algumas aplicações via anexo IV que possuíam característica de renda fixa. O restante do ano de 1996 manteria-se calmo no campo das medidas, mas como a situação das contas externas estava se deteriorando em 1997 um pacote de medidas são lançadas incentivando o ingresso de recursos estrangeiros. Em maio mais uma vez o governo acaba com brechas na legislação que permitiam o investidor de renda fixa aplicar no Brasil via Anexo IV.

No nosso trabalho vamos nos restringir a análise das medidas que impactaram diretamente no ingresso de recursos via fundos de renda fixa capital estrangeiro. Para maiores detalhes da totalidade das medidas que impactaram o fluxo o leitor pode observar a tabela do sumário de restrições no anexo ou consultar o texto Garcia (1996).

B. Breve histórico do Imposto de Renda sobre os lucros com renda fixa capital estrangeiro

Para nossa análise de paridade coberta com impostos consideraremos apenas o período pós plano Real, antes disso os dados não eram consistentes, e devido a grande volatilidade e instabilidade da economia as variações não refletiam a verdadeira atratividade para investimentos. O IR usado nos gráficos foi de 15% sobre os lucros durante o ano de 1994. Este imposto não leva em conta o prazo de permanência no país já que incide sobre a diferença entre o principal investido e o volume final repatriado. Em 1995 o imposto foi reduzido para 10%. Já no ano de 1996 o IR

voltou a ser de 15% permanecendo esta alíquota até a conclusão deste trabalho. A equação da paridade coberta com o Imposto de Renda será:

$$PCJi = \left[\frac{(1+i)x(1-IR) + IR}{(1+d)x(1+i^*)} - 1 \right] x 100$$

A alíquota do imposto deve primeiro ser retirada do fator de ganho total. Posteriormente somamos a alíquota pois o imposto só deve ser cobrado do lucro obtido acima do principal investido e não do capital total. Assim teremos a paridade coberta onde o investidor está pagando somente o IR. Nos gráficos 10 e 11 traçamos a paridade incluindo, além do IR, o IPMF/CPMF pois por ser uma alíquota relativamente baixa não ficam claras as diferenças em gráficos.

C. O IPMF e o CPMF

No ano de 1995 foi criado o IPMF. Com o advento do plano Real o governo precisava aumentar sua arrecadação para financiar seus gastos. Quando a inflação era muito alta as contas federais eram atrasadas de modo a minimizar o impacto no déficit público. O governo era “sócio” da inflação. Pagando uma despesa com atraso ela era corroída pela perda do poder de compra da moeda. Uma vez a economia estabilizada o Governo perde esta facilidade e precisa aumentar os impostos para não permitir a explosão do déficit. O IPMF é oficializado por um ano vigorando durante o ano de 95 com a alíquota de 0.25%. No ano de 96 este imposto é abolido. Em 1997 devido a pressões do então ministro da saúde por mais verbas para seu ministério é criado o CPMF nos mesmos moldes do antigo IPMF, mas com alíquota de 0.20%. A partir de 23 de janeiro passou a vigorar a cobrança do CPMF. Estes impostos foram incluídos na equação de

paridade da seção anterior multiplicado-se (1 - alíquota) no numerador. Nos gráficos eles estão incluídos junto com o IR pois como foi dito seu impacto em termos percentuais é baixo para traçarmos diferencial de curvas. Portanto o IPMF/CPMF não deixa de ser um inibidor ao influxo mas seu impacto ainda não é relevante considerando-se o atual diferencial.

D. A criação do IOF e as mudanças de alíquota

Em novembro de 1993 foram criados os fundos de renda fixa capital estrangeiro com IOF de 5%. A alíquota perdurou até outubro de 1994. Quando já em vigência o plano Real havia necessidade de maior controle sobre o fluxo de capitais que pressionava o Banco Central por emissões e conseqüentemente a inflação. O IOF foi elevado para 9% em 19 de outubro de 94. O investimento em fundos de renda fixa torna-se pouco atrativo elevando muito a permanência necessária para superar o custo de oportunidade (Libor) com o objetivo sendo alcançado. Com a crise do México a desconfiança com os países emergentes aumenta muita e torna-se eminente a ameaça de fuga de capitais. O governo retorna, no dia 09 de março de 1995, o IOF para 5% na convesão do câmbio. Os investidores demoram a responder e poucos meses depois de tornar a permanência por 1 ano atrativa o imposto é novamente elevado agora para 7%. A atratividade do Brasil vai diminuindo progressivamente mas a alíquota agora é mantida por mais tempo. Com a redução dos juros a atratividade do Brasil torna-se mínima mesmo para o capital de longo prazo. Somada a importância de sinalizar preocupação com o nível de reservas, o governo reduz novamente o IOF em 24 de abril de 1997, para 2%. Como vamos ver na próxima seção esta redução não é suficiente para atrair capital por prazos curtos mas por mais longos... Agora pelo menos as contas são relevantes. Com 7% não se faziam nem contas pois não valeria a pena. A equação da paridade coberta com o IOF fica:

$$PCJ_{it} = \left\{ \frac{[(1+i)x(1-IR) + IR]x(1-IOF)x(1-CPMF)}{(1+d)x(1+i^*)} - 1 \right\} x 100$$

Multiplicamos a alíquota do IOF em todo o principal pois ele diferentemente do IR é cobrado sobre a conversão do câmbio. Portanto assim como o CPMF, para saber qual o impacto do IOF é importante fazer a análise para diferentes prazos de permanência. À medida que o investidor está disposto a permanecer com seu capital no Brasil por um prazo mais longo aumenta a atratividade. Como mostraremos na análise empírica, somente permanecendo por 3 anos, ainda não é atrativo para o investidor estrangeiro aplicar em renda fixa no Brasil.

V.II. Paridade coberta de juros incluindo os impostos; a evidência empírica

A. Impostos e prazos de permanência

Os gráficos 10 a 13 representam exatamente o que o nosso trabalho procura mostrar, o quanto são alteradas as curvas de paridade coberta ao incluirmos os impostos incidentes sobre os fundos de renda fixa capital estrangeiro. Nestes gráficos usamos a paridade coberta com os mercados futuros de juros e câmbio. Utilizamos o período pós plano Real, pois como foi dito anteriormente a instabilidade econômica anterior ao plano torna os dados de tal forma voláteis que acabam não por refletir projeções econômicas mas apostas do mercado financeiro. Como as explicações dos movimentos de tendência das curvas já foi dado no capítulo anterior, vamos nos limitar a analisar a diferença das curvas quando os impostos são incluídos.

Nos gráficos 10 e 11 estipulamos como prazo a permanência no país por um ano. A determinação do prazo de permanência é essencial pois como o IOF e o IPMF/CPMF são impostos que incidem na conversão do câmbio, a medida que o investidor aceita deixar o seu investimento no Brasil por mais tempo ele vai diluindo no tempo estes impostos e tornando a aplicação mais rentável. As linhas mais escuras incluem todos os impostos incidentes, enquanto as mais claras excluem o efeito do IOF. Não traçamos uma curva só com o IR pois o efeito do CPMF/IPMF é muito pequeno relativamente e não seria visualizado no gráfico. Obviamente a curva sem o IOF está sempre acima da que o inclui, afinal este é mais um inibidor do influxo. Depois da valorização inicial do Real após a introdução do plano, começam as especulações quanto a uma desvalorização. No ano de 1995 o Brasil é pouco atraente nos três primeiros meses, sendo menos ainda quando incluído o IOF. Com os impostos, a crise do México é um pouco mais profunda e a recuperação mais tímida. O Brasil chega a ser atrativo no segundo semestre, mas já a partir de 1996 as curvas tendem a ir caindo com o país perdendo atratividade. Incluído o IOF, até maio/96 os lucros seriam positivos mas pouco atraentes. A partir de então a rentabilidade seria negativa. Os juros baixando, a desvalorização mantendo-se estável (portanto mais elevada comparativamente), o imposto de renda tendo sua alíquota aumentada (volta a 15%) e o IOF de 7%, fazem com que desde janeiro de 1996 o investimento em renda fixa no Brasil torne-se pouco atrativo, ou até mesmo negativo. A tendência de queda gradual dos juros com desvalorizações de 0.6 a 1% ao mês e ainda a introdução do CPMF inibem assim o investidor que busca ganhos com renda fixa. Os nossos gráficos não possuem os efeitos da mudança de alíquota do IOF em abril de 1997 (2%), mas se apenas para efeito de comparação traçarmos a paridade com os dados do último dia disponível de abril (14/04) com o IOF menor, passamos a obter um lucro de 0.6% a.a., bem melhor do que os 4.5% a.a. negativos anteriores. Portanto com a nova alíquota ao menos os

cálculos voltam a ser feitos. O gráfico 11 é o mesmo do 10 mas para um prazo diferente, acentuando a tendência de queda. O vale de 31 de julho de 1996 quando a paridade bateu quase 5% negativos foi o dia de saída do ministro argentino Domingos Cavallo; as projeções para o câmbio dispararam com a paridade despencando.

Nos gráficos 12 e 13 incluímos todos os impostos mas determinamos prazos de permanência diferentes (6 meses, 1 ano e 3 anos). Nestes gráficos as curvas possuem todos os impostos. Os dados estão expressos em rentabilidade ao ano considerando os anos referentes como permanência. Podemos perceber que apenas permanecendo no Brasil por 3 anos o investidor estaria obtendo uma rentabilidade positiva apesar de pequena, não sendo atrativo deixar o capital “preso por tanto tempo ganhando tão pouco”. De acordo com a última projeção de paridade, com uma permanência de 3 anos, o investidor ganharia cerca de 1 % a.a. descontado da Libor. Portanto, só um investimento de muito longo prazo seria interessante ao que busca ganhos com renda fixa. Com o IOF de 2% seriam precisos cerca de 1,5 anos para chegar a tal investimento. Fica claro portanto porque desde 1994, ano em que entrou “algum” dinheiro nos fundos de renda fixa capital estrangeiro, que as entradas vem diminuindo consideravelmente, ou até mesmo zerando como podemos perceber pela tabela de captação de recursos. A permanência por tempo mais longo faz apenas com que as linhas sejam transpostas para cima não alterando a relação dos dados.

B. Aplicações de renda fixa com impostos

Assim como no capítulo anterior quando analisamos diferentes aplicações em renda fixa, fizemos o mesmo nos gráficos 14 e 15, mas agora incluindo todos os impostos existentes. Mais uma vez

percebemos que não é interessante para o investidor estrangeiro aplicar em renda fixa no Brasil, principalmente depois da metade de 1996. O prazo de permanência foi estipulado em 1 ano para todos os investimentos. Mesmo para os títulos do governo indexados ao câmbio (NTN-d) usamos a sua taxa anualizada. Mesmo que o leilão fosse de 6 meses considera-se que o investidor compraria outro título no vencimento, permanecendo portanto por 1 ano. As NTN-ds são as barras vermelhas do gráfico e podemos ver que a partir da metade de 1996 a sua rentabilidade por 1 ano chega a ser negativa. Percebe-se então que para investir “no Brasil”, o melhor, é investir nos títulos da dívida externa (no caso o IDU). Antes de 1996, a sua rentabilidade, mesmo dividida pela Libor, era superior ao custo de oportunidade. A partir de 1996 a paridade coberta com o IDU cai suavemente mas mantém-se estavelmente como o melhor investimento. Os títulos da dívida não sofrem a tributação interna do Brasil já que são negociados no exterior. Aplicar em renda fixa no Brasil valeria a pena apenas por um prazo muito longo para o investidor estrangeiro, portanto os títulos da dívida são a aplicação mais rentável e segura já que são negociados no exterior.

C. Conclusões sobre as aplicações em renda fixa com impostos

Como vimos nas seções anteriores, os impostos incidentes sobre os fundos de renda fixa capital estrangeiro no Brasil inibiram os investidores que buscam este tipo de ganho. Se sobre as aplicações fosse deduzido apenas o Imposto de Renda, ainda existiria alguma atratividade no Brasil. Com o investidor estrangeiro aplicando no mercado futuro de juros e se hedgeando com a compra de dólares no mercado futuro de câmbio seria possível, a partir do ano de 1996, obter uma rentabilidade, descontada da Libor, de quase 3% ao ano. Não chega a ser muito alta, mas representa um ganho razoável considerando-se que os riscos são apenas o de calote do país. Quando incluímos o IOF e o IPMF/CPMF o prazo de permanência passa a ser importante pois como foi

dito estes impostos incidem sobre o principal, e portanto são diluídos com o tempo. Um investimento por menos de um ano seria inviável pois a paridade coberta seria negativa. Considerando-se um prazo de três anos, a paridade coberta apresenta uma rentabilidade anual praticamente igual a zero, ou seja, o investidor ganharia a mesma coisa que aplicasse em um investimento que lhe rendesse Libor ao ano. Com um prazo maior, passa a ser atrativo aplicar nos mercados futuros brasileiros obtendo uma rentabilidade anual acima do custo de oportunidade, mas com exceção de investimentos diretos, o investidor estrangeiro normalmente não está interessado em esperar tanto tempo para obter um retorno positivo para o seu capital.

No caso do investimento em títulos do governo, como descrevemos, até 1996 ainda era interessante esta tipo de aplicação, pois os juros pagos pelo governo para colocação de seus papéis gerava um ganho de paridade positivo. Neste mesmo período a volatilidade da economia era muito alta e nem sempre os investidores estrangeiros estavam dispostos a correr os riscos da falta de estabilização. A partir da metade de 1996 com IOF a 7%, IR de 15% e os juros caindo, a rentabilidade passa a ser negativa e voltamos à situação onde apenas por um prazo longo aplicando em títulos do governo é que seriam interessantes investimentos deste tipo.

O caso dos IDUs é totalmente diferente. A tributação é outra pois são negociados no exterior. Como mostra claramente o gráfico, historicamente esta é a melhor aplicação em renda fixa oferecida pelo Brasil e tem uma taxa consideravelmente maior que a Libor, e não paga IR, IOF nem CPMF.

VI. CONCLUSÃO

O nosso trabalho constava em saber, o quanto os impostos incidentes inibiam o fluxo de capitais estrangeiro que busca ganhos de renda fixa no Brasil. Medir quando, durante a década de noventa, foi atraente investir em fundos de renda fixa brasileiros, aproveitando os momentos em que a paridade coberta apresentasse retornos positivos.

No primeiro capítulo traçamos um histórico do fluxo de capitais, e percebemos que a partir de 1992 os recursos começaram a fluir com maior intencidade (vide gráficos 2 a 6). As empresas aumentaram suas captações, atraídos por taxas de juros de juros mais baixas, e o investidor internacional passou a olhar para o Brasil atraídos pelas taxas mais altas. Como o Brasil possuía uma economia muito instável, era obrigado a manter seus juros muito acima da média internacional, e apesar da política de câmbio manter o Real se desvalorizando progressivamente os ganhos com renda fixa eram invariavelmente positivos, apesar de extremamente voláteis. Em junho de 1994 com o advento do plano Real a economia estabilizou-se. A inflação despencou, gráfico 1, e com ela os juros e as desvalorizações.

Traçamos inicialmente as possibilidades de ganho sem considerar os impostos. A paridade coberta foi determinada através dos mercados futuros de juros e câmbio, descontando-se o custo

de oportunidade, a Libor. Após dois anos de grande volatilidade, 1994 e 1995, a paridade se estabilizou, e com a queda gradual dos juros o Brasil tornou-se cada menos atrativo. Desconsiderando-se os impostos, poderíamos obter uma rentabilidade de cerca de 5% ao ano no final de abril de 1997, gráfico 7. Traçamos também a paridade com os títulos do governo indexados ao câmbio (NTN-d) e com os títulos da dívida externa negociados no exterior (IDU). No gráfico 9 percebemos que sem os impostos o Brasil seria altamente atrativo para o capital estrangeiro.

Finalmente Traçamos a paridade incluindo os impostos incidentes sobre os fundos de renda fixa capital estrangeiro no Brasil (IR, IOF e IPMF/CPMF), gráficos 10 a 15. Vimos que até o início de 1996 ainda era atrativo investir em renda fixa no Brasil. Com exceção de março de 1995, quando a crise do México fez com que a projeção de desvalorização disparasse e a paridade ficasse negativa, a paridade coberta era invariavelmente positiva. A partir de então o Brasil vem perdendo atratividade, e mesmo as mudanças nas alíquotas do IOF não tem contribuído para minimizar o problema. Estipulando prazos diferentes de permanência no país, vimos que somente por muito longo prazo, até três anos, é que o investidor começa a receber um retorno anual positivo. Independente de usarmos a paridade coberta com os futuros, ou através dos títulos do governo, o resultado é aproximado e o Brasil não é atrativo. Já a aplicação em títulos da dívida externa brasileira, IDU, tem retorno positivo, com rentabilidade anual de quase 3% acima da Libor. É portanto, a aplicação de renda fixa mais atrativa em termos de Brasil, e o resultado não é surpreendente pois a tributação destes títulos é totalmente diferente já que são negociados no exterior.

Como o Governo argumenta que não tem interesse no capital especulativo de curto prazo, a política de taxas está correta. Mas como percebemos que é crescente a preocupação com as contas externas não descartamos a possibilidade de redução nas barreiras atraindo capital que financie o investimento interno.

VII. BIBLIOGRAFIA

- 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 n° 357; PUC- Rio (1996)
- M. Dooley; "A Survey of Academic Literature on Controls over Internacional Capital Transactions", NBER Working Paper # 5352, Cambridge , MA (1995)
- J. Frankel, "Quantifying Internacional Capital Mobility in the 1980s" in B. Bernheim and J. Shoven, eds., *National Saving and Economic Performance*, National Burueau of Economic Reserch, The University of Chicago Press, Chicago (1991)
- Bekaert, Geert; "Market Integration and Investiments Barries in Emerging Equity Markets, Working Paper, Stanford Graduete School of Business (1993)
- Dellas, Harris; and Oded Galor, "Growth Via External Public Debt and Capital Capital Controls," *Internacional Economic Review*, Vol. 33, n° 2 (1992)
- Banco Central do Brasil, "Relatório do Banco Central do Brasil: 1992", Brasília (1993)
- Banco Central do Brasil, "Relatório do Banco Central do Brasil: 1993", 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)

- SUMA Econômica da ANDIMA “Fundo de Renda Fixa Capital Estrangeiro”
- Hull, John C.; Options, Futures, and Other Derivatives; Prentice Hall, 3ª Edição, 1996
- Andima, Guia Operacional, Maio de 1997
- Andima Retrospectiva Anual, 1992 a 1996
- Nonnenberg, Marcelo; “Fluxos Externos de Capital”; in O Brasil no fim do século: desafios e propostas para ação governamental, IPEA, 1994
- Lafetá, Daniel; “Capital Estrangeiro no Brasil: Expectativas quanto à Reversão de Comportamento”, texto para discussão nº 260, IPEA, 1992
- Bonomo, Marco Antonio; “Comentários: O que fazer com o câmbio?“, 1997
- Revista Exame - “O melhor de Simonsen”, Abril /1997

Anexo de Gráficos e Quadros¹⁰

¹⁰ Todos os Gráficos tiveram como fonte o banco de dados do Banco Icatu S.A.

Gráfico 1

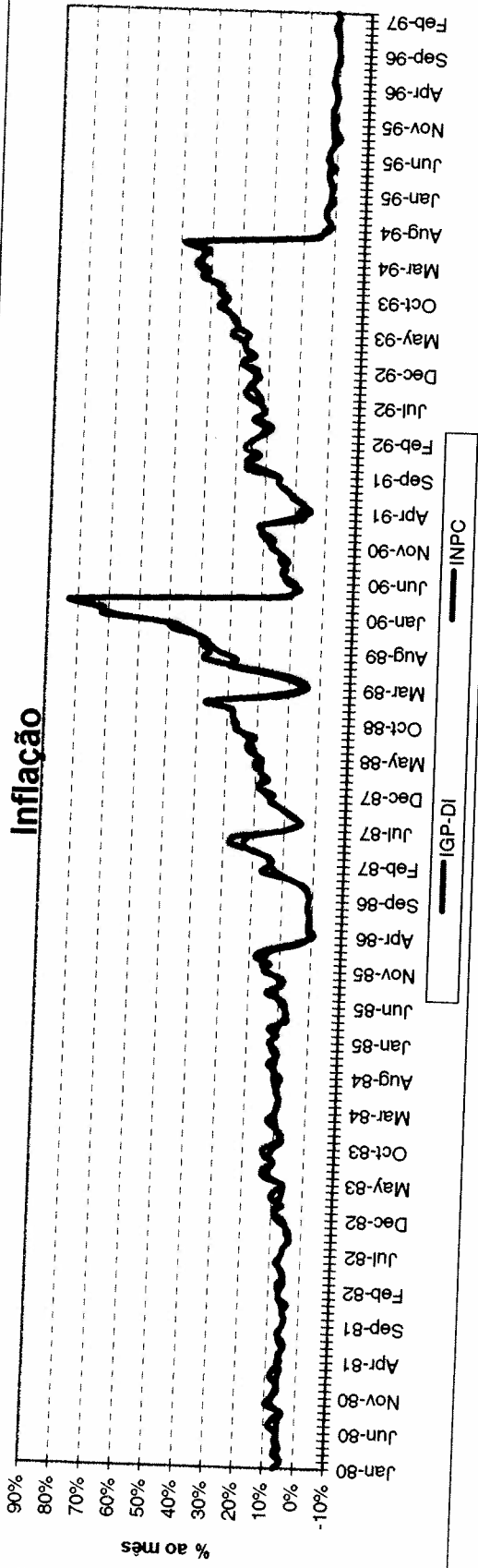


Gráfico 2

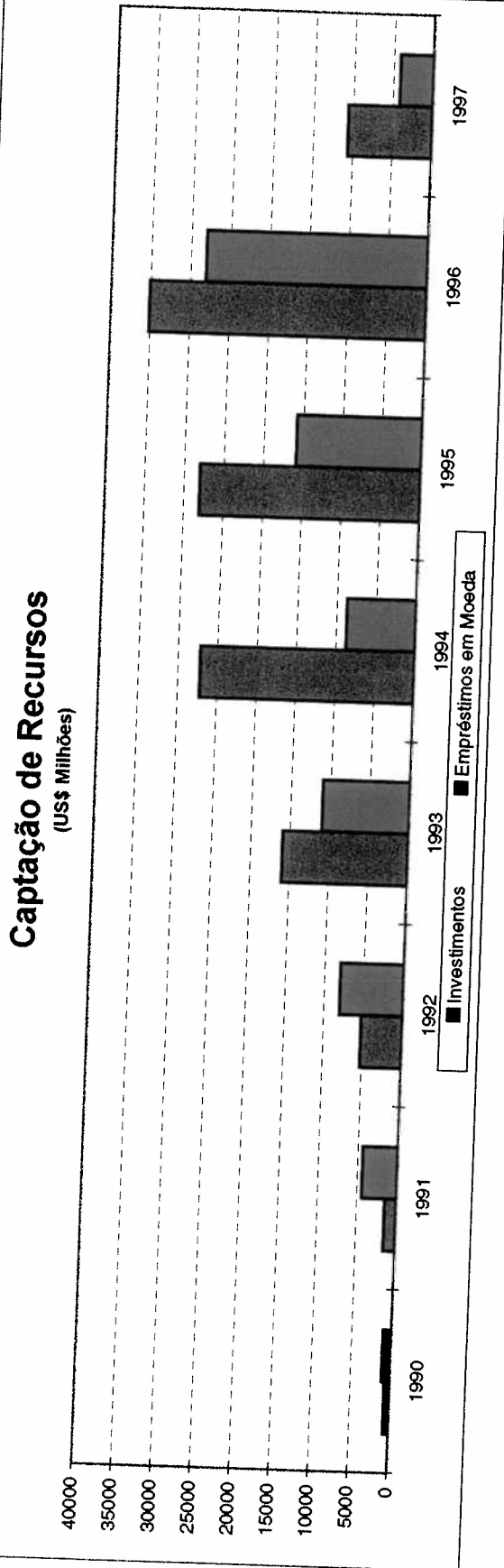


Gráfico 3

Formas de Empréstimos

(US\$ Milhões)

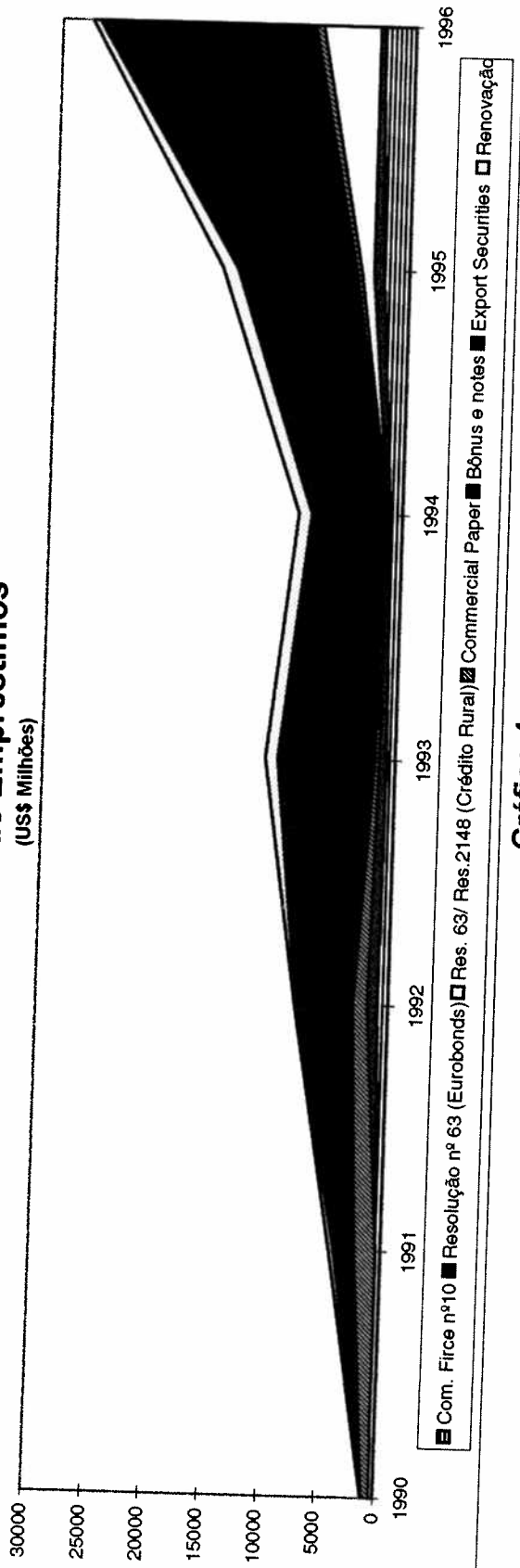


Gráfico 4

Investimentos

(US\$ Milhões)

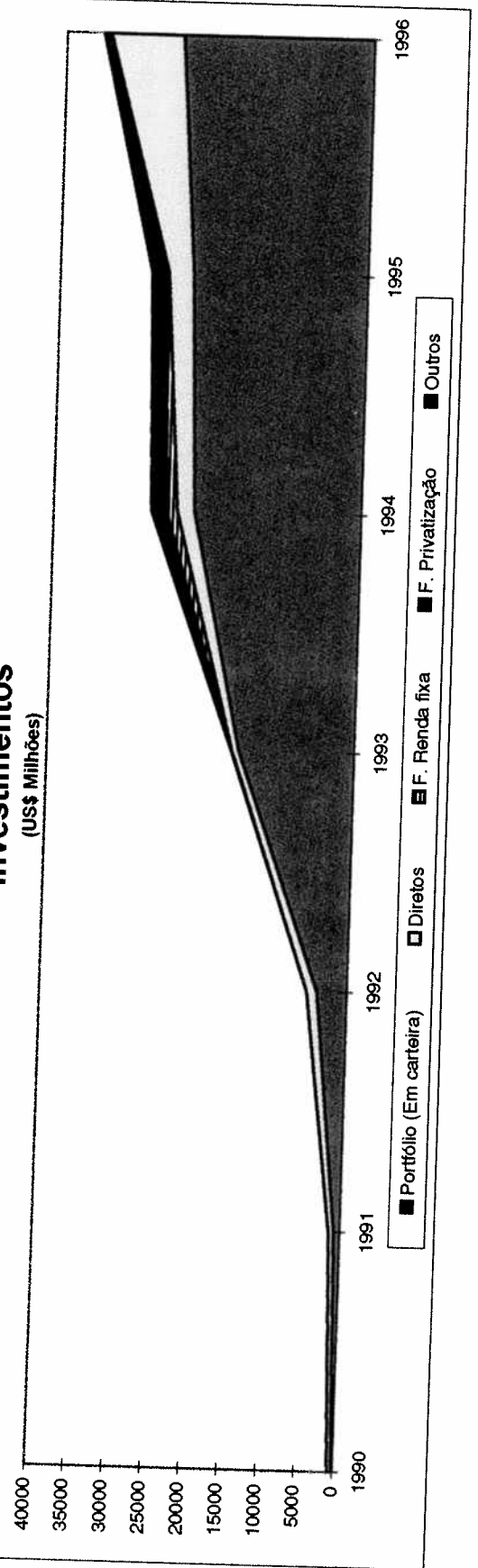


Gráfico 5

Movimentação da Conta Capital

(US\$ Milhões)

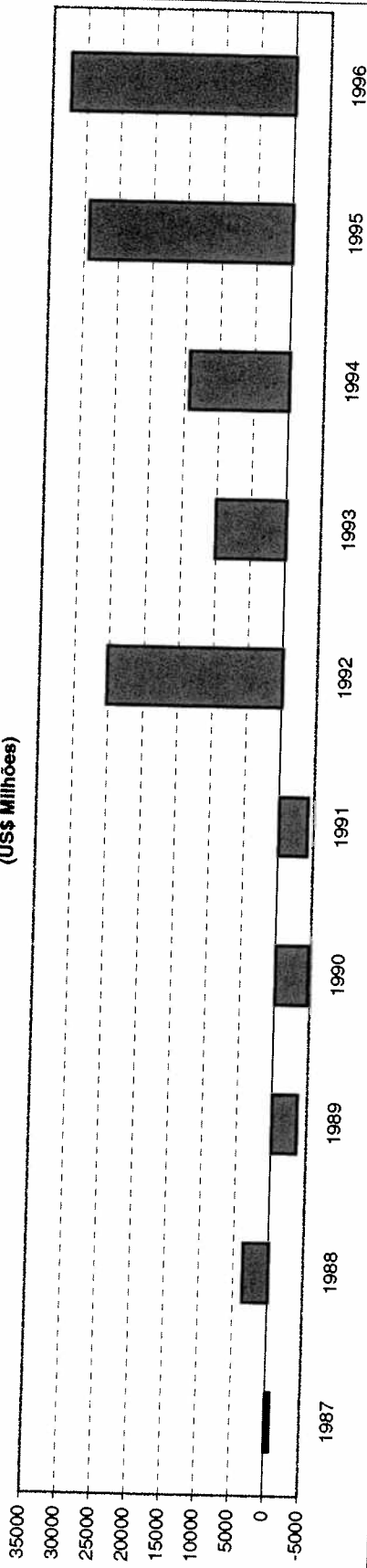


Gráfico 6

Transferências Agregadas Líquidas

(US\$ Milhões)

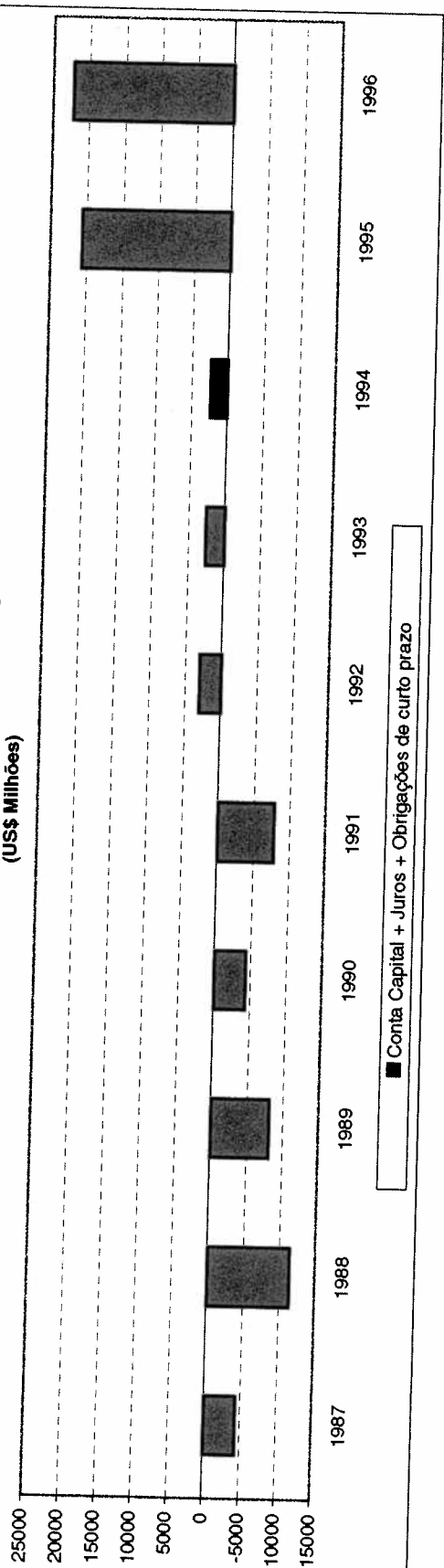


Gráfico 8

Paridade Coberta Juros 1991-97

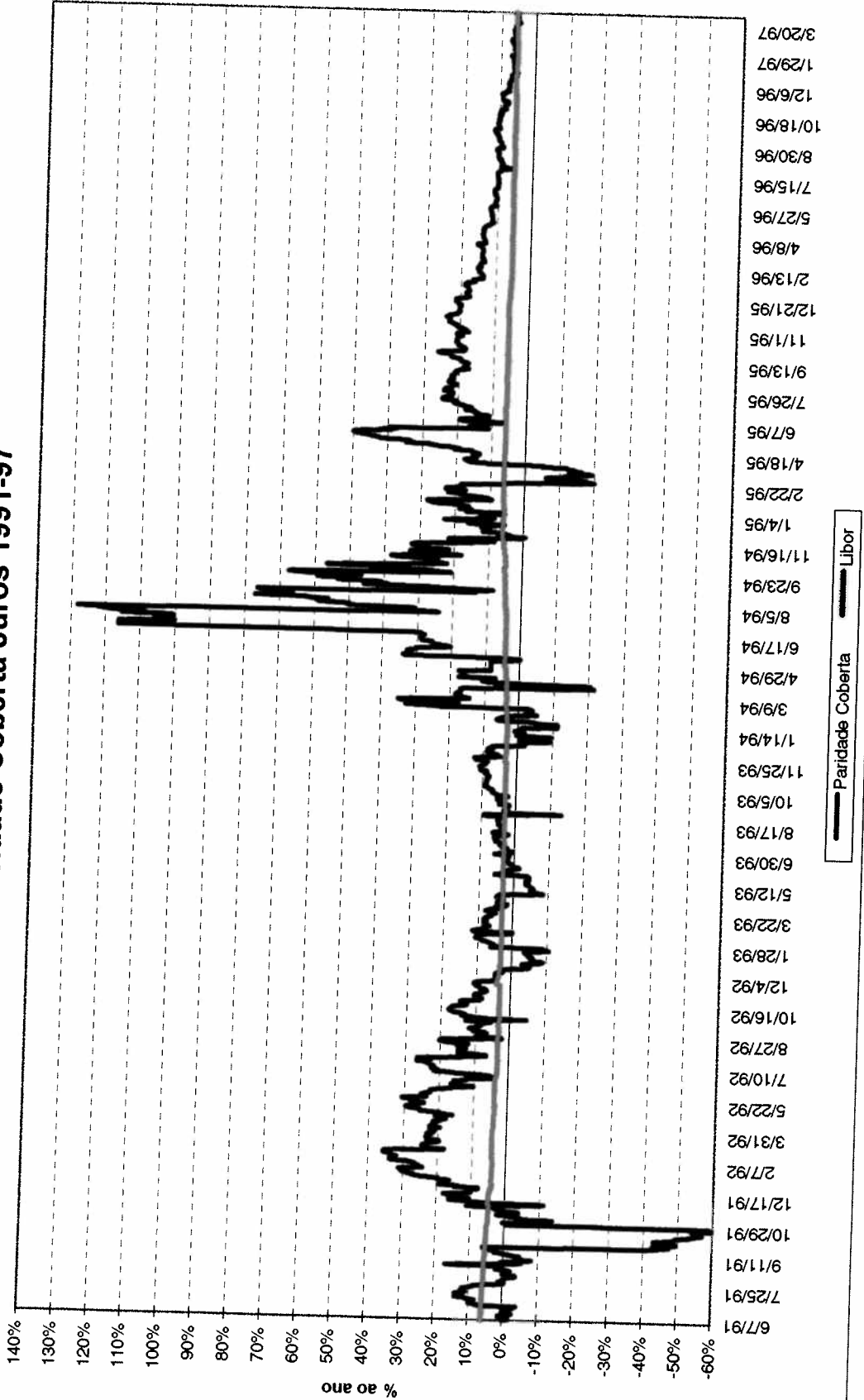


Gráfico 9

Medidas de Risco Brasil sem Impostos

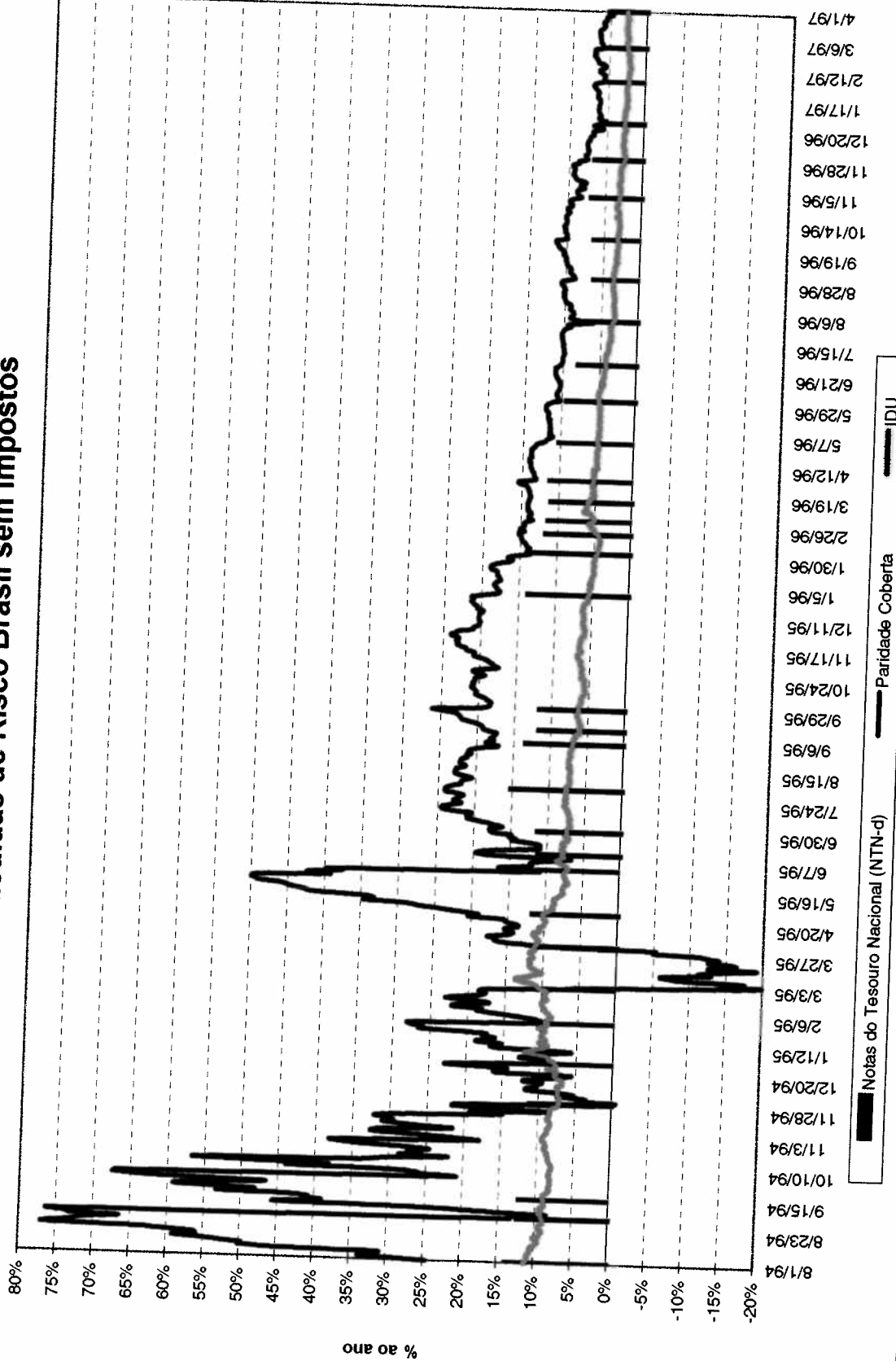


Gráfico 10

Paridade coberta com Impostos (Investimento de 1 ano)

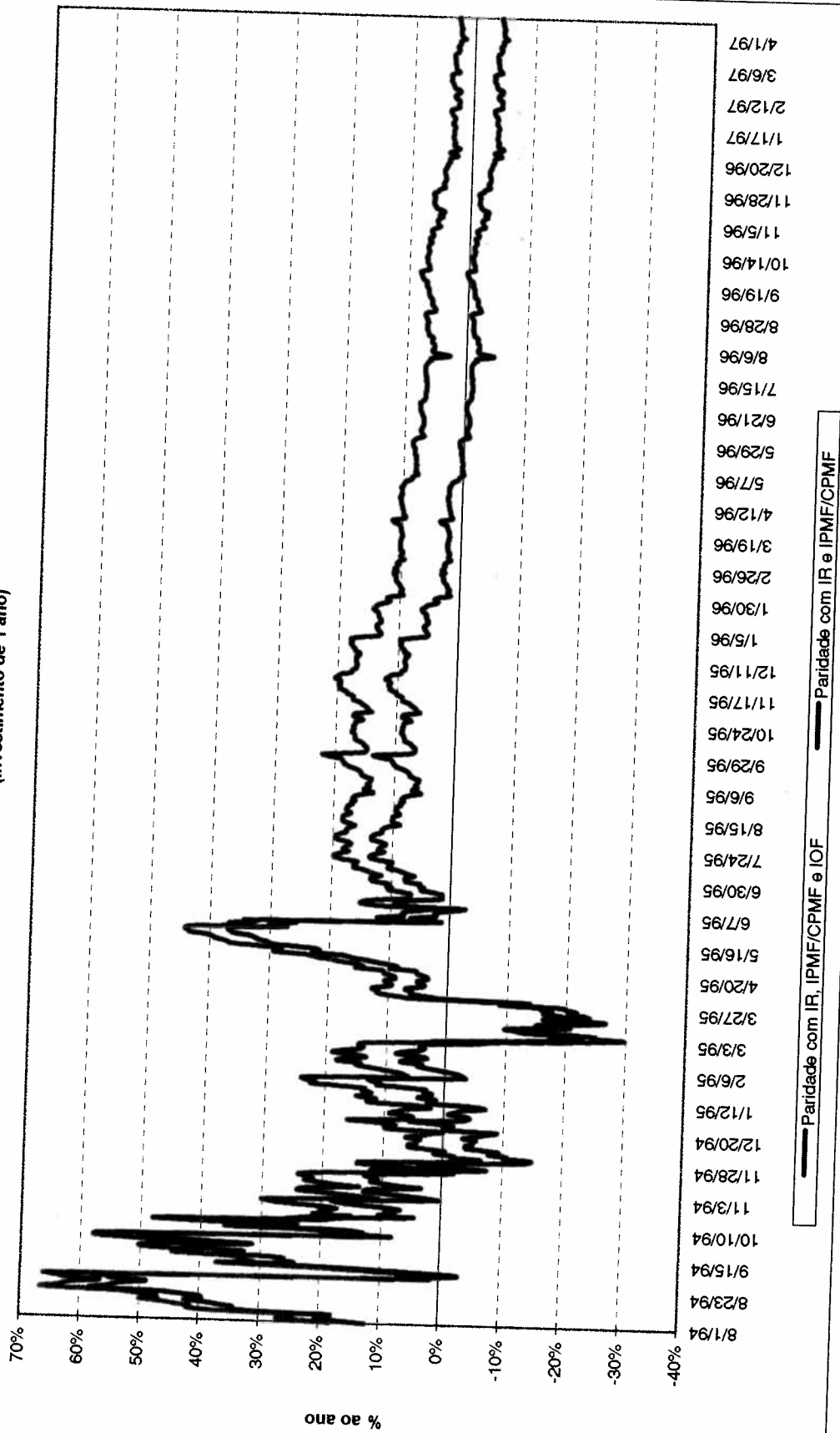


Gráfico 11

Paridade coberta com Impostos Ago/95-Abr/97

(Investimento de 1 ano)

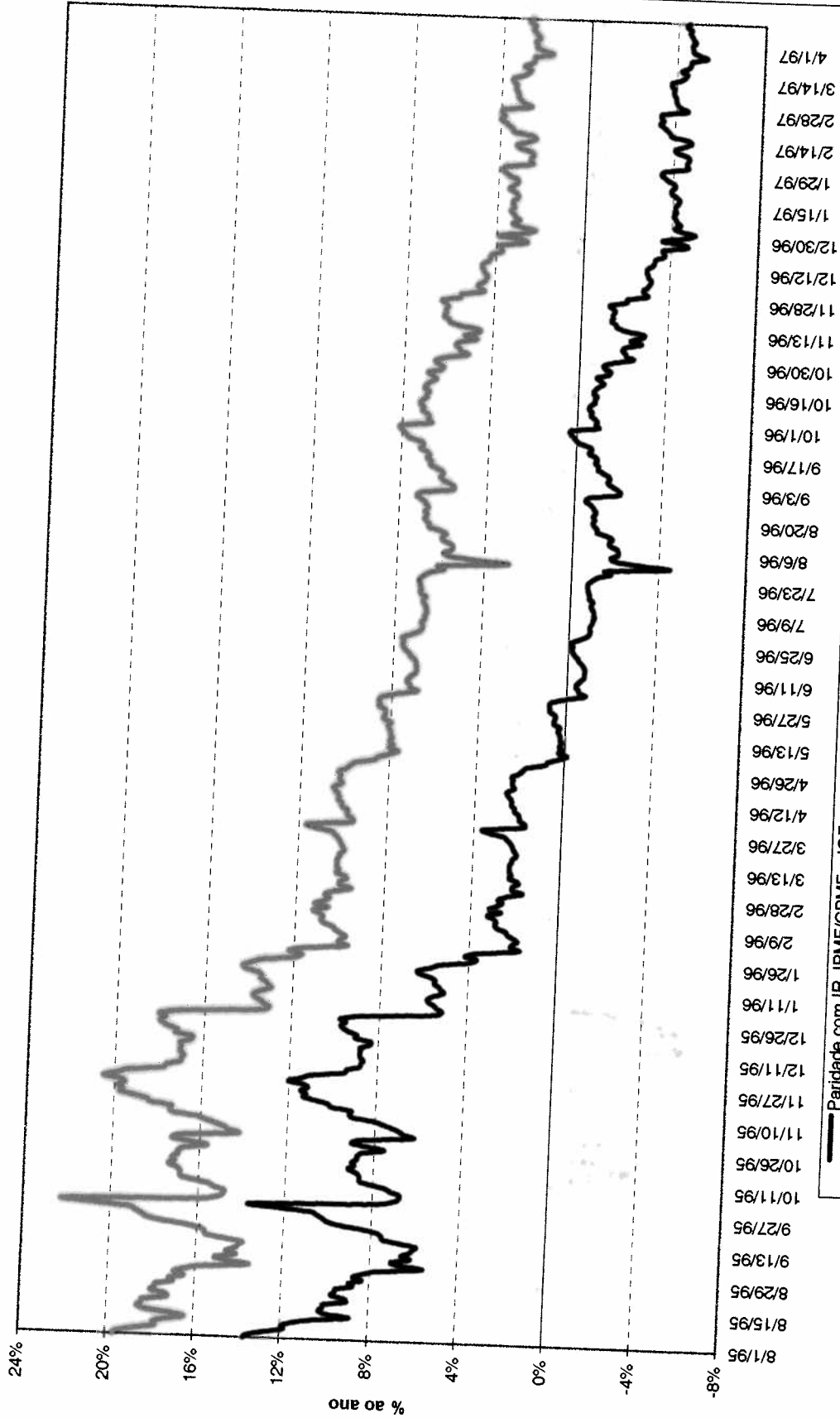


Gráfico 12

Paridade coberta com Impostos para prazos diferentes

(IR, IOF e IPMF/CPMF)

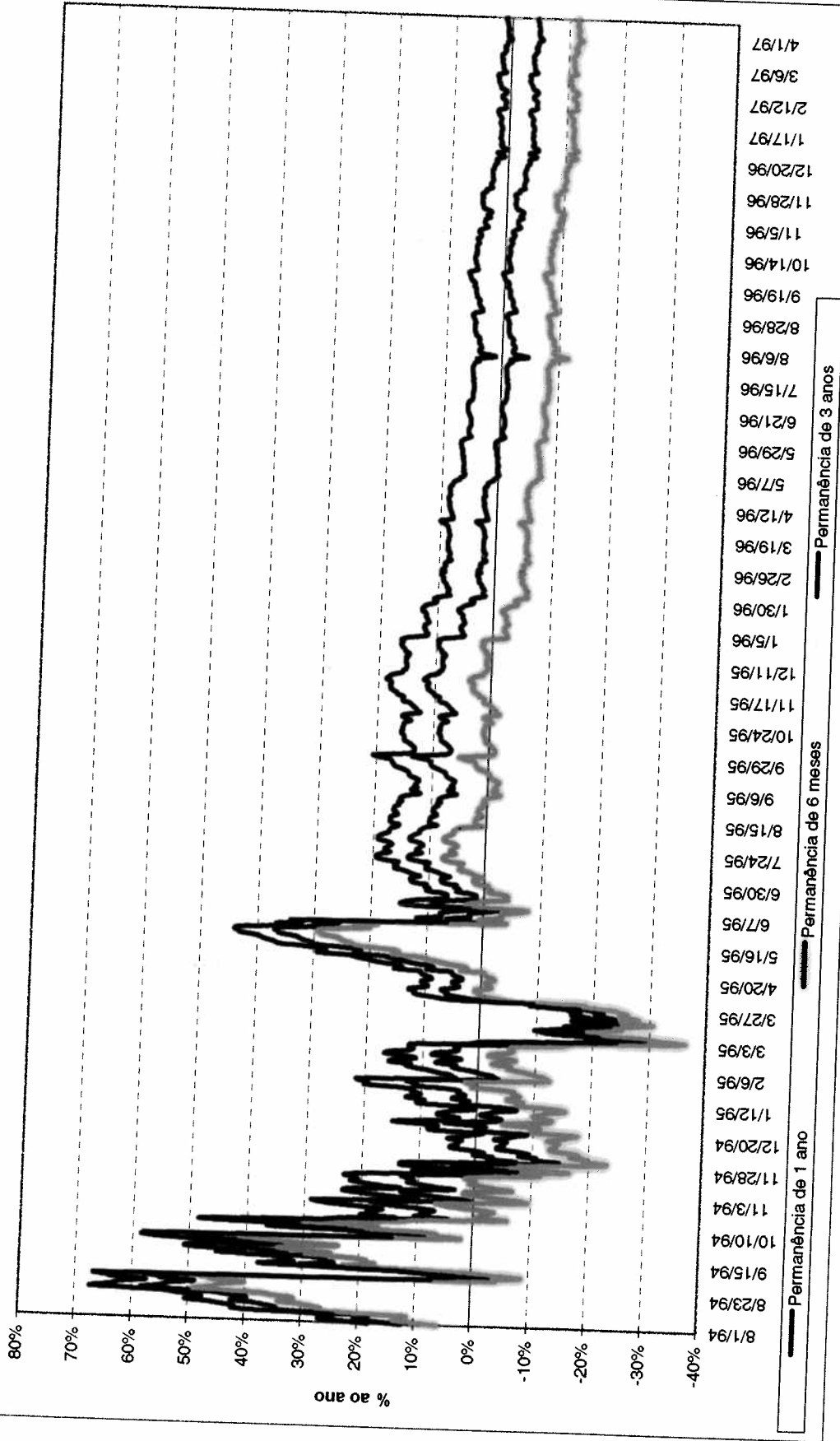


Gráfico 13

Paridade coberta com impostos para prazos diferentes Ago/95-Abr/97 (IR, IOF e IPMF/CPMF)

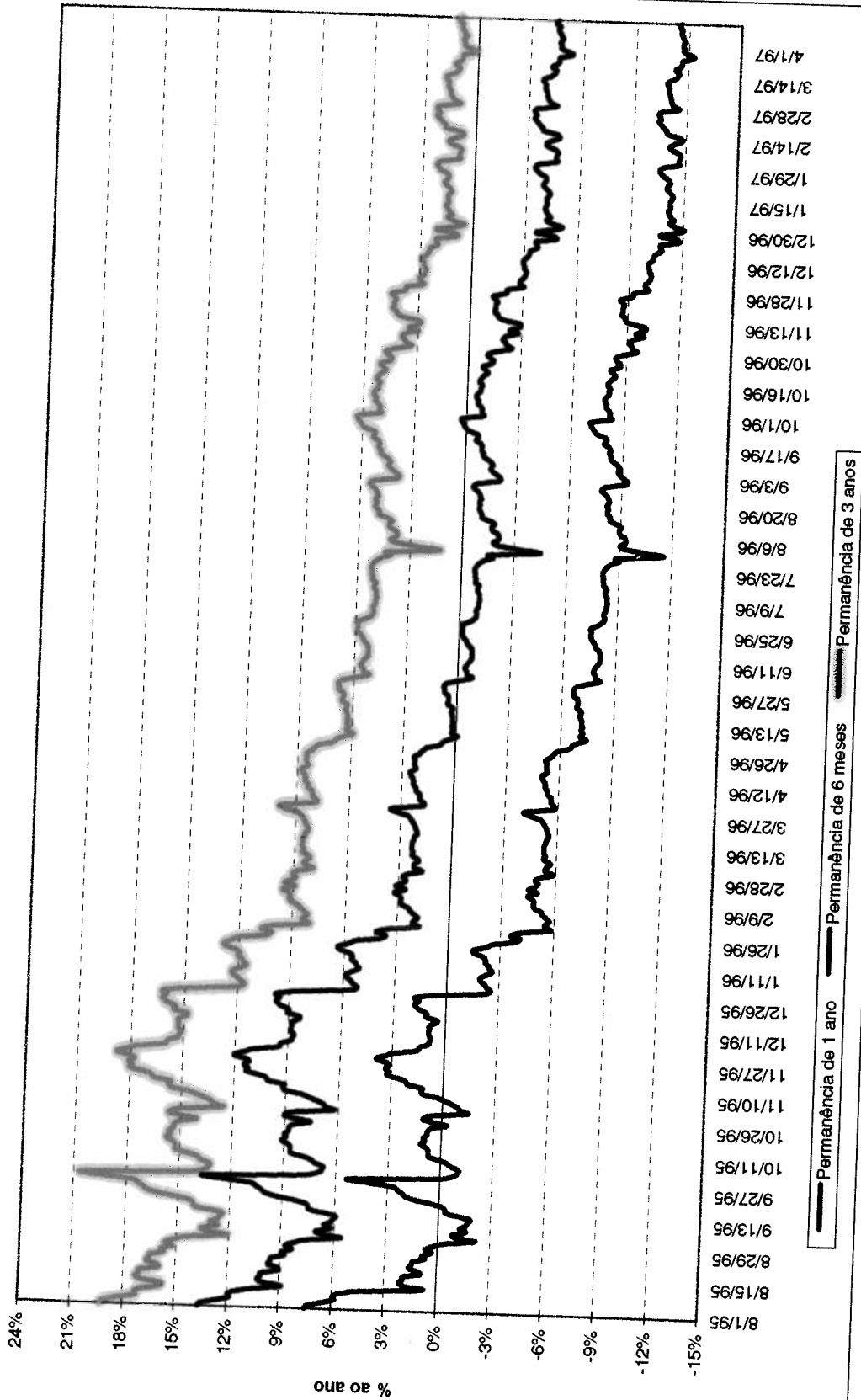
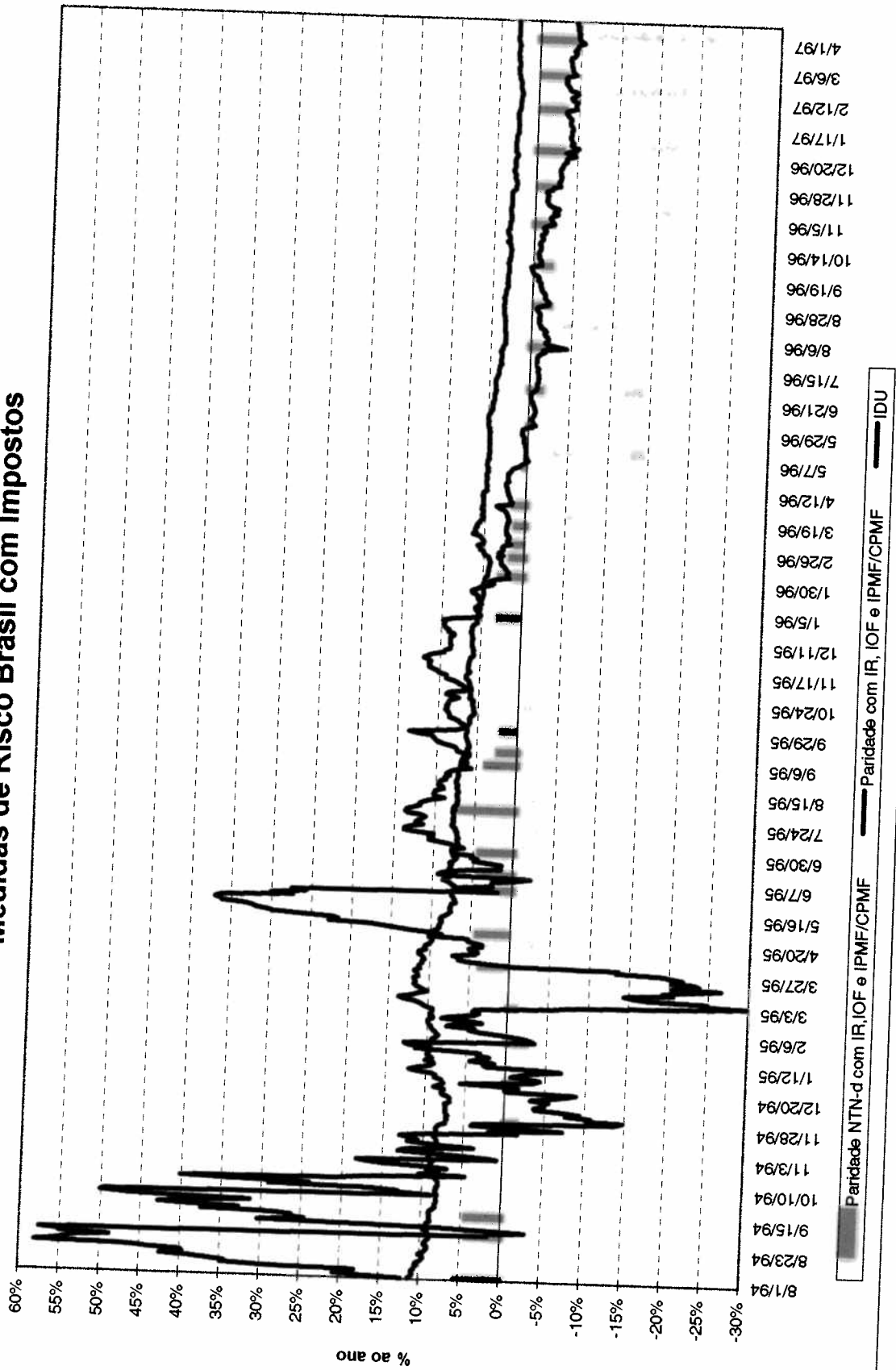


Gráfico 14

Medidas de Risco Brasil com Impostos



Captação de Recursos Externos

US\$ milhões	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997 *
Discriminação								
Total	5,367	11,627	17,791	32,667	43,073	53,885	78,999	16,967
Investimentos	688	1,455	5,188	15,928	27,214	28,010	35,152	10,683
Portfólio (Em carteira)	171	760	3,864	14,971	21,600	22,559	24,684	7,915
Diretos	517	695	1,324	877	2,241	3,285	9,580	2,752
F. Renda fixa	-	-	-	80	1,434	211	12	0
F. Privatização	-	-	-	-	1,939	1,955	779	0
Outros	-	-	-	-	-	-	97	16
Empréstimos em Moeda	1,045	4,408	7,979	11,031	8,756	15,883	28,078	4,160
Com. Firce nº10	405	470	922	769	1,053	2,170	2,626	889
Resolução nº 63 (Eurobonds)	-	6	856	597	201	817	376	47
Res. 63/ Res.2148 (Crédito Rural)	-	-	-	-	-	1,067	4,866	653
Commercial Paper	586	1,763	1,190	338	182	381	633	107
Bônus e notes	54	1,507	4,833	7,598	5,961	9,650	18,046	1,371
Export Securities	-	278	30	675	261	494	297	0
Renovação	-	384	148	1,054	1,098	1,304	598	21
Financiamentos / Outros **	3634	5679	3505	4287	5193	5719	8696	940

* Até o mês de março

** Inclui "Leasing e Aluguel"

Fonte: Banco Central do Brasil

Reservas Internacionais do Brasil

US\$ Milhões

Mês/Ano	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Janeiro	9,840	11,866	23,313	35,390	38,278	53,540	58,951
Fevereiro	9,805	14,378	22,890	36,542	37,998	55,794	59,405
Março	8,663	17,062	22,309	38,282	33,742	55,753	58,980
Abril	8,808	18,518	22,737	38,289	31,887	56,769	56,171
Maiο	9,665	20,512	23,981	41,408	33,731	59,394	
Junho	10,401	21,703	24,476	42,881	33,512	59,997	
Julho	10,113	22,705	25,937	43,090	41,823	59,521	
Agosto	9,261	23,109	27,088	42,981	47,660	59,643	
Setembro	7,956	21,964	26,948	43,455	48,713	58,775	
Outubro	7,987	24,124	29,019	42,845	49,694	58,600	
Novembro	7,863	24,481	31,011	41,937	51,257	60,471	
Dezembro	9,406	23,754	32,211	38,806	51,840	60,110	

Fonte: Relatórios do Banco Central do Brasil (1991 a 1997)

Restrições à entrada de capital estrangeiro no Brasil: 93/97

	Junho /93	Agosto /93	Novembro /93	Dezembro /93	Janeiro /94	Março /94	Junho /94
Anexos I a IV		Proibido o investimento em títulos de renda fixa; NTN-cambiais e fundos de commodities	Proibiu novos investimentos em debêntures	Proibiu operações com derivativos; aplicações pré; Proibiu operações boxes	Proibiu o investimento em NTN como moeda de privatização	Criou o IOF, fixando em 0%	
Fundos de Renda Fixa Capital Estrangeiro			Criação desses fundos de renda fixa com IOF de 5% na conversão do câmbio				
Empréstimos	Prazo de amortização mínimo elevado de 30 para 36 meses; benefícios fiscais passaram a requerer 96 meses (antes era 60)		IOF de 3% sobre empréstimos em moeda			Acaba a autorização prévia automática; estipulado prazo mínimo para extensões e renovações	Suspensão por 90 dias os empréstimos externos por entidade do setor público
ACCs e Outros instrumentos ligados ao comércio exterior	Prazo máximo dos ACCs cai de 360 para 180 dias. Aumenta o prazo de contratação com antecedência do câmbio para importação e para exportação (de 45 para 180)						Proibiu a transformação de ACCs em antecipação de exportação; Aumenta de 360 para 720 dias o período mínimo para amortização do pagamento de exportação
Outros instrumentos	Aumenta a posição comprada de câmbio livre (de 2 para 10 milhões) e diminui a vendida (em 50%)						Suspensão por 90 dias o fluxo de recursos para aumento de capital e investimentos, suspendendo indefinidamente estas operações após tal prazo. Aumenta a posição comprada dos bancos em câmbio de \$10 para \$50 milhões
Saida Encontrada pelo mercado		Investir em fundos Anexo IV, em debêntures e NTN cambiais como moeda de privatização	Investir em fundos Anexo IV, em boxes e derivativos com resultados de renda fixa	Investir em fundos de privatização através de NTNs. Aumentar a emissão de Eurobonds.	Aumentar a emissão de Eurobonds e aluguel de moedas podres para fundos de privatização		Início da abertura das contas CCS (via mercado de câmbio flutuante)

Restrições à entrada de capital estrangeiro no Brasil: 93/97

	Agosto /94	Setembro /94	Outubro /94	Janeiro /95	Março /95	Agosto /95	Setembro /95
Anexos I a IV			Aumentou o IOF para 1%. Proibiu a aplicação em FAFs e moedas de privatização que deem retorno de renda fixa.		Reduziu o IOF de 1% para zero %		
Fundos de Renda Fixa Capital Estrangeiro			Elevou o IOF de 5% para 9%		Reduziu o IOF de 9% para 5%	Elevou o IOF de 5% para 7%	
Empréstimos	Permitiu a liquidação antecipada de passivos externos até o final de agosto, mesmo ainda não tendo atingido o prazo de permanência		IOF de 3% para 7%. Aumento do prazo mínimo para repasse interno de recursos captados via resolução 63		Reduziu o IOF de 7% para zero %. Reduziu o prazo médio mínimo para novos empréstimos (36 para 24 meses) e renovações (6 meses). Restabeleceu o prazo mínimo de 90 dias para repasse de recursos via Res. 63	Elevou o IOF de 0% para 5%	IOF declinante para prazo de empréstimos. 5% (2 anos); 4% (3 anos); 2% (4 anos); 1% (5 anos) e zero% (6 anos)
ACCs e Outros instrumentos ligados ao comércio exterior	Permitiu a contratação de câmbio de importação sem licença de importação. Liberou a negociação do % a ser financiado de importações financiadas por mais de 360 dias	Reduziram-se as alíquotas do imposto de importação de 5000 itens	Diminui o prazo máximo dos ACCs (de 180 para 150 dias os pequenos e 90 dias os grandes). Instituiu o recolhimento compulsório de 15% do ACC ao BC e 30% para assunção de obrigação com importador. Acabou com a negociação de performance de exportação.	Restabeleceu o prazo de 180 dias para ACCs. Suspendeu o depósito compulsório sobre ACCs.			
Outros instrumentos	Liberou a contratação de câmbio para operações financeiras. Elevou de \$1 para \$5 milhões o limite de transferência de bancos para investimento de pessoas jurídicas no exterior. PJs podem investir em imóveis	Liberou a constituição de fundos de investimento no exterior com recursos internos para aplicar no mercado internacional (pelo menos 60% em títulos da dívida externa brasileira)	Liberou a aplicação de até 10% em cotas de fundos de investimento no exterior para entidades de previdência, seguradoras e sociedades de capitalização. Proibiu a aplicação em dívida pública de fundos de privatização capital estrangeiro.			IOF de 7% sobre operações de constituição de disponibilidades de curto prazo e entre instituições no país e no exterior via flutuante. Proibiu o investimento em derivativos para estrangeiros.	Banco central passa a ameaçar bancos que fizessem transferências internacionais de R\$ com não residentes
Saída Encontrada pelo mercado	Os fundos de anexo IV passam a investir em FAFs especiais (alta rentabilidade) como se fossem renda fixa	Aumentam as emissões de Eurobonds	Aumento de operações com contas CCS e de operações com fundos de privatização			Passa-se a negociar "espaço" via Blue Chip Swap e transferências internacionais de R\$.	Emitem bônus mais longos (6 anos) com opções de put anuais. Possibilita a diminuição do prazo de empréstimo

Restrições à entrada de capital estrangeiro no Brasil: 93/97

	Fevereiro /96	Novembro /96	Março /97	Abril /97	Maió /97
Anexos I a IV	Eliminou a possibilidade de se investir em TDA, OFND e debêntures da Siderbrás				Proibiu o investimento em debêntures conversíveis em ações que acabavam se transformando em investimento de renda fixa
Fundos de Renda Fixa Capital Estrangeiro				Reduziu o IOF para 2%	
	Restabeleceu prazo mínimo para novos empréstimos, renovações ou prorrogações (36 meses). Elimina as aplicações de recursos não repassados da Res. 63 em NTN-d	Diminuiu o Prazo dos empréstimos com IOF declinante (<3 anos: 3%; 3 anos: 2%; 4 anos: 1% e 5 anos 0%)		Reduziu para zero o IOF na captação de empréstimos	
ACCs e Outros instrumentos ligados ao comércio exterior			Diminuiu o prazo de financiamento de importações (só maior que 180 dias e entre 180 e 360 dias desconta-se 180). Permitiu a captação de recursos para exportadores com ACCs maior que 360 dias.		
	IOF de 5% sobre ingresso em fundos de privatização. Autorizou a aplicação de estrangeiros em fundos de investimento imobiliário e multos de empresas emergentes. IOF sobre resgates (10% fundos não constituídos, 5% até 1 ano, e 0% os demais)			Reduziu o IOF das operações interbancárias (de 7% para 2%), da constituição de disponibilidades de curto prazo de residentes no exterior (de 7% para 2%), dos investimentos em fundos de privatização (de 5% para 0%)	Aumentou o controle sobre o lançamento de Eurobonds dos estados e municípios com o aval da União
Saída Encontrada pelo mercado	Lançamento da Res. 63 "caipira" (agrícola) de 6 meses sem IOF. Empresas agrícolas passam a alugar espaço				

Fontes: Relatórios do Banco Central do Brasil (1992 a 1997), Andima, Garcia (1996)