

TEXTO PARA DISCUSSÃO Nº 498

ABERTURA COMERCIAL, FINANCIAMENTO DAS IMPORTAÇÕES E O IMPACTO SOBRE O SETOR AGRÍCOLA*

Gervásio Castro de Rezende^{**}
Marcelo José Braga Nonnenberg^{***}
Mariano Cesar Marques^{****}

Rio de Janeiro, julho de 1997

* Este trabalho só se tornou possível graças ao apoio financeiro da FAO, que viabilizou a contratação do assistente de pesquisa Marcelo S. Brandão e a aquisição de equipamento de informática para a Conab. Os autores agradecem ainda a colaboração de Wilson Vaz de Araújo, economista da Conab, que gentilmente cedeu as séries de preços utilizadas na Seção 5.

** Professor-titular de Economia da Universidade Federal Fluminense (atualmente ocupando o cargo de Diretor de Planejamento da Conab).

*** Da Diretoria de Pesquisa do IPEA e professor da Universidade Santa Úrsula.

**** Economista da Conab.

Livros Grátis

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.



O IPEA é uma fundação pública vinculada ao Ministério do Planejamento e Orçamento, cujas finalidades são: auxiliar o ministro na elaboração e no acompanhamento da política econômica e prover atividades de pesquisa econômica aplicada nas áreas fiscal, financeira, externa e de desenvolvimento setorial.

Presidente

Fernando Rezende

Diretoria

Claudio Monteiro Considera

Luís Fernando Tironi

Gustavo Maia Gomes

Mariano de Matos Macedo

Luiz Antonio de Souza Cordeiro

Murilo Lôbo

TEXTO PARA DISCUSSÃO tem o objetivo de divulgar resultados de estudos desenvolvidos direta ou indiretamente pelo IPEA, bem como trabalhos considerados de relevância para disseminação pelo Instituto, para informar profissionais especializados e colher sugestões.

ISSN 1415-4765

SERVIÇO EDITORIAL

Rio de Janeiro – RJ

Av. Presidente Antônio Carlos, 51 – 14º andar – CEP 20020-010

Telefax: (021) 220-5533

E-mail: editrj@ipea.gov.br

Brasília – DF

SBS Q. 1 Bl. J, Ed. BNDES – 10º andar – CEP 70076-900

Telefax: (061) 315-5314

E-mail: editbsb@ipea.gov.br

© IPEA, 1998

É permitida a reprodução deste texto, desde que obrigatoriamente citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são rigorosamente proibidas.

SUMÁRIO

RESUMO

ABSTRACT

1 - INTRODUÇÃO	1
2 - EVOLUÇÃO DAS IMPORTAÇÕES E DE SEU FINANCIAMENTO — 1991/96.....	2
3 - FINANCIAMENTO EXTERNO ÀS IMPORTAÇÕES E ARBITRAGEM INTERNACIONAL DE TAXAS DE JUROS	7
4 - O CASO ESPECIAL DAS IMPORTAÇÕES FINANCIADAS DE PRODUTOS AGRÍCOLAS	14
5 - O FINANCIAMENTO ÀS IMPORTAÇÕES VIS-À-VIS OUTROS FATORES NA ANÁLISE DA COMPETITIVIDADE EXTERNA DA AGRICULTURA BRASILEIRA	18
5.1 - Queda da Produção Doméstica de Algodão e Importação Recorde em 1993.....	19
5.2 - Competitividade Internacional e Tecnologia Nacional no Caso do Algodão.....	21
6 - SUMÁRIO E CONCLUSÕES	22
BIBLIOGRAFIA	24

RESUMO

Este artigo tem dois objetivos principais: em primeiro lugar, analisar a evolução das operações de importação financiadas no período 1991/96, procurando estabelecer as vinculações com a arbitragem de taxas de juros internas e externas. Em segundo lugar, analisar o caso especial das importações dos principais produtos agrícolas: algodão, arroz, milho e trigo. O artigo levanta a questão de como determinar a importância relativa dos vários fatores — liberalização comercial, valorização cambial, financiamento externo às importações, entre outros — envolvidos no aumento das importações agrícolas depois de 1990, tomando-se o caso do algodão para ilustrar a natureza do problema.

ABSTRACT

This paper has two main objectives: in the first place, to analyse the behavior of financed imports in the period 1991/96, seeking to establish the links with the arbitrage of internal and external interest rates. In the second place, to analyse the special case of the imports of the main agricultural products: cotton, rice, corn and wheat. The paper raises the question of how to determine the relative importance of the several factors — trade liberalization, exchange rate appreciation, external financing of imports, among others — involved in the increase of agricultural imports after 1990, taking the case of cotton for the purpose of illustrating the nature of the problem.

1 - INTRODUÇÃO

A partir do início da década de 90, os fluxos internacionais de capital em direção aos países em desenvolvimento experimentaram um vertiginoso crescimento. Entre 1990 e 1994, o fluxo em direção aos países da Ásia e América Latina atingiu cerca de US\$ 670 bilhões, contra um montante de US\$ 133 bilhões nos cinco anos anteriores. Para o Brasil, esse aumento tem início um pouco mais tarde: a captação de recursos externos passa de US\$ 11,6 bilhões em 1991 para US\$ 17,8 bilhões no ano seguinte, alcançando US\$ 53,9 bilhões em 1995. Somente no primeiro semestre de 1996, essa cifra já atingira US\$ 36,2 bilhões.

Esses dados não captam, entretanto, a totalidade dos financiamentos externos, pois o Banco Central registra no balanço de pagamentos apenas os financiamentos com prazos superiores a 360 dias, mesmo assim fazendo alguns ajustes nas informações produzidas pela Secretaria da Receita Federal. Todos os demais financiamentos são incluídos na conta de capitais de curto prazo, no balanço de pagamentos, onde se compensam com uma série de outras operações.

Entre esses financiamentos incluídos na conta de capitais de curto prazo destacam-se os financiamentos às importações. A importância dessas últimas operações reside no fato de, para o importador, haver a possibilidade de realizar ganhos financeiros com operações de arbitragem de taxas de juros. Ou seja, o fato de importar uma mercadoria lhe dá acesso a uma linha de financiamento — obtida por ele ou pelo vendedor do produto — que apresenta taxas de juros substancialmente mais baixas que as vigentes no mercado doméstico de crédito. Esse ganho constitui, portanto, um estímulo adicional ao crescimento das importações, merecendo ser quantificado. Ademais, o simples fato de poder contar com financiamento com prazos substancialmente superiores aos prevalentes no mercado interno acrescenta uma vantagem adicional ao produto importado. No caso dos principais produtos agrícolas, essa operação parece ter tido uma importância decisiva para o aumento das importações nos últimos anos.

Este artigo tem dois objetivos principais: em primeiro lugar, analisar a evolução das operações de importação financiadas no período 1991/96, procurando estabelecer as vinculações com a arbitragem de taxas de juros internas e externas. Em segundo lugar, analisar o caso especial das importações dos principais produtos agrícolas: algodão, arroz, milho e trigo. O trabalho está organizado da seguinte forma: a Seção 2, realiza uma análise global das importações brasileiras financiadas entre 1991 e 1996, enquanto a Seção 3 examina a evolução do diferencial entre as taxas de juros internas e externas. Na Seção 4 são analisados os casos de trigo, milho, arroz e algodão. Na Seção 5 levanta-se a questão de como determinar a importância relativa dos vários fatores — liberalização comercial, valorização cambial, reaquecimento da economia, queda de preços internacionais, financiamento externo às importações, entre outros — envolvidos no aumento das importações agrícolas depois de 1990, tomando-se o caso do

algodão para ilustrar a natureza do problema. A última seção apresenta um sumário e as principais conclusões do trabalho.

2 - EVOLUÇÃO DAS IMPORTAÇÕES E DE SEU FINANCIAMENTO — 1991/96

A evolução do valor das importações brasileiras no período 1991/96, segundo categorias de uso, é apresentada na Tabela 1. Pode-se ver que ocorreu um verdadeiro salto (nada menos que um aumento de 138%) nas importações brasileiras, entre 1992 e 1996. Embora já tivessem crescido de forma significativa em 1993 e 1994, elas dispararam em 1995, crescendo 48%.

Tabela 1
Valor das Importações Brasileiras segundo Categorias de Uso — 1991/96

(Em US\$ milhões)

Anos	Total geral	Petróleo	Bens de consumo		Matérias-primas e produtos intermediários	Bens de capital	Material de construção	Equipamento de transporte
			Duráveis	Não-duráveis				
1991	20.998	4.848	853	1.501	8.507	3.882	108	1.299
1992	20.913	4.860	864	1.147	8.358	4.007	129	1.548
1993	26.354	5.072	1.587	1.450	11.322	4.595	170	2.158
1994	33.488	4.766	2.718	2.410	13.533	6.996	191	2.874
1995	49.783	5.551	5.140	4.796	19.327	10.029	304	4.646
1996	53.496	6.319	4.637	5.227	20.993	11.896	210	4.214

Fonte: Secretaria da Receita Federal.

Com o objetivo de examinar como se comportaram as importações segundo a forma de pagamento (à vista ou com financiamento), apresentamos, nas Tabelas 2 a 7, as informações relativas às seguintes categorias de bens: total sem petróleo, bens de consumo duráveis e não-duráveis, matérias-primas e produtos intermediários para a indústria, bens de capital para a indústria, material de construção e equipamento de transporte.

Por sua pequena expressão quantitativa, não são apresentados os dados relativos às seguintes categorias: matérias-primas e produtos intermediários para a agricultura, bens de capital para a agricultura e material de construção. No caso do petróleo, verificou-se que a forma de pagamento de suas importações se comportou de maneira completamente diferente das demais importações: enquanto estas últimas tiveram aumentada a importância relativa da parcela

financiada (como se discutirá a seguir), a parcela à vista das importações de petróleo passou de 17% em 1991 para 72% em 1996. Essa singularidade do caso do petróleo se deve ao monopólio da Petrobrás, que goza de um **status** especial nas suas operações cambiais.

Passando, então, a analisar as Tabelas 2 a 7, cabe chamar a atenção para um fenômeno comum a todas as categorias de bens importados: o aumento que ocorreu na participação das importações financiadas em 1994 e, em poucos casos, também em 1995. Não há sinais, contudo, de que, de uma maneira geral, tenha havido um aumento nos prazos de financiamento.

Tabela 2
Valor das Importações Brasileiras segundo a Forma de Pagamento — Total sem Petróleo — 1991/96

(Em US\$ milhões e em %)

Anos	Total geral	Forma de pagamento				
		À vista	Financiadas			
			Total sem petróleo	Até 180 dias	De 180 a 360 dias	Mais de 360 dias
1991	16.183 (100)	6.356 (39,2)	9.838 (60,8)	6.076 (37,5)	2.490 (15,4)	1.272 (7,9)
1992	15.694 (100)	6.322 (40,3)	9.371 (59,7)	5.840 (37,2)	2.583 (16,5)	948 (6,0)
1993	20.184 (100)	7.891 (39,1)	12.292 (60,9)	7.780 (38,5)	3.786 (18,8)	726 (3,6)
1994	28.336 (100)	9.654 (34,1)	18.680 (65,9)	11.210 (39,5)	6.015 (21,2)	1.455 (5,1)
1995	44.113 (100)	14.709 (33,3)	29.404 (66,7)	18.767 (42,5)	9.007 (20,4)	1.630 (3,7)
1996	47.015 (100)	13.973 (29,7)	33.042 (70,3)	19.448 (41,4)	12.045 (25,6)	1.549 (3,2)

Fonte: Secretaria da Receita Federal.

Tabela 3

Valor das Importações Brasileiras segundo a Forma de Pagamento — Bens de Consumo Não-Duráveis — 1991/96

(Em US\$ milhões e em %)

Anos	Total geral	Forma de pagamento				
		À vista	Financiadas			
			Total sem petróleo	Até 180 dias	De 180 a 360 dias	Mais de 360 dias
1991	1.501 (100)	826 (55,0)	675 (45,0)	603 (40,2)	70 (4,7)	2 (0,1)
1992	1.147 (100)	529 (46,1)	618 (53,9)	476 (41,6)	141 (12,3)	1 (0,1)
1993	1.450 (100)	685 (47,5)	765 (52,5)	673 (46,7)	90 (6,3)	1 (0,1)
1994	2.410 (100)	1.104 (45,8)	1.306 (54,2)	1.143 (47,4)	159 (6,6)	4 (0,2)
1995	4.796 (100)	1.731 (36,1)	3.065 (63,9)	2.677 (55,8)	382 (8,0)	6 (0,1)
1996	5.227 (100)	1.649 (31,5)	3.578 (68,5)	3.025 (57,9)	553 (10,6)	- -

Fonte: Secretaria da Receita Federal.

Tabela 4

Valor das Importações Brasileiras segundo a Forma de Pagamento — Bens de Consumo Duráveis — 1991/96

(Em US\$ milhões e em %)

Anos	Total geral	Forma de pagamento				
		À vista	Financiadas			
			Total sem petróleo	Até 180 dias	De 180 a 360 dias	Mais de 360 dias
1991	853 (100)	375 (44,0)	478 (56,0)	157 (18,4)	307 (36,0)	13 (1,6)
1992	864 (100)	414 (48,0)	450 (52,1)	152 (17,6)	281 (32,5)	17 (1,9)
1993	1.587 (100)	727 (46,0)	860 (54,4)	320 (20,3)	525 (33,3)	14 (0,9)
1994	2.718 (100)	991 (36,4)	1.727 (63,6)	781 (28,8)	908 (33,4)	37 (1,4)
1995	5.140 (100)	1.773 (34,5)	3.367 (65,5)	2.168 (42,2)	1.147 (22,3)	52 (1,0)
1996	4.636 (100)	1.433 (30,9)	3.203 (69,1)	1.816 (39,2)	1.379 (29,7)	8 (0,2)

Fonte: Secretaria da Receita Federal.

Tabela 5
 Valor das Importações Brasileiras segundo a Forma de Pagamento — Matérias-Primas e Produtos Intermediários para a Indústria — 1991/96

(Em US\$ milhões e em %)

Anos	Total geral	Forma de pagamento				
		À vista	Financiadas			
			Total sem petróleo	Até 180 dias	De 180 a 360 dias	Mais de 360 dias
1991	7.946 (100)	2.634 (33,2)	5.312 (66,9)	4.181 (52,6)	1.030 (13,0)	101 (1,3)
1992	7.746 (100)	2.715 (35,0)	5.031 (65,0)	3.963 (51,1)	1.011 (13,0)	57 (0,7)
1993	10.553 (100)	3.996 (38,0)	6.557 (62,2)	5.097 (48,4)	1.412 (13,7)	47 (0,5)
1994	12.564 (100)	4.009 (31,9)	8.555 (68,1)	6.454 (51,4)	2.007 (16,0)	94 (0,8)
1995	18.305 (100)	4.571 (25,0)	13.734 (75,0)	9.689 (52,9)	3.836 (21,0)	210 (1,2)
1996	19.784 (100)	4.317 (21,8)	15.467 (78,2)	9.941 (50,2)	5.526 (27,9)	- -

Fonte: Secretaria da Receita Federal.

A consequência de um crescimento rápido das importações brasileiras em 1994 e 1995, acompanhado de um aumento da participação percentual das importações financiadas, foi um crescimento mais rápido ainda destas últimas. É necessário destacar, contudo, que a participação percentual das importações financiadas já era elevada em 1991. De fato, essa percentagem, no grupo “total sem petróleo” (Tabela 2), era de 60,8% em 1991, e aumentou apenas 15% (para 70,3%), em 1996. No caso de “matérias-primas e produtos intermediários para a indústria” (Tabela 5), a percentagem inicial já era de 66,9%, tendo passado para 78,2% em 1996.

O alto grau de financiamento externo das importações brasileiras, já em 1991, revela, afinal de contas, que no comércio exterior brasileiro, ao contrário do que ocorre no comércio interno, as operações à vista são antes a exceção do que a regra. Isso, evidentemente, aumenta a competitividade dos produtos provenientes do exterior, mas é uma decorrência natural — não uma “distorção” — da abertura comercial.

Tabela 6

Valor das Importações Brasileiras segundo a Forma de Pagamento — Bens de Capital para a Indústria — 1991/96

(Em US\$ milhões e em %)

Anos	Total geral	Forma de pagamento				
		À vista	Financiadas			
			Total sem petróleo	Até 180 dias	De 180 a 360 dias	Mais de 360 dias
1991	3.835 (100)	1.641 (42,8)	2.194 (57,2)	483 (12,6)	675 (17,6)	1.035 (27,0)
1992	3.970 (100)	1.934 (48,7)	2.036 (51,3)	616 (15,5)	674 (17,0)	746 (18,8)
1993	4.548 (100)	2.270 (49,9)	2.278 (50,1)	853 (19,2)	802 (18,1)	623 (14,0)
1994	6.909 (100)	2.929 (42,4)	3.980 (57,6)	1.639 (23,7)	1.639 (16,0)	1.233 (17,9)
1995	9.894 (100)	4.375 (44,2)	5.519 (55,8)	2.635 (26,6)	2.635 (17,0)	1.205 (12,2)
1996	11.653 (100)	4.637 (39,8)	7.016 (60,2)	3.465 (29,7)	2.303 (19,8)	1.248 (10,7)

Fonte: Secretaria da Receita Federal.

Tabela 7

Valor das Importações Brasileiras segundo a Forma de Pagamento — Equipamento de Transporte — 1991/96

(Em US\$ milhões e em %)

Anos	Total geral	Forma de pagamento				
		À vista	Financiadas			
			Total sem petróleo	Até 180 dias	De 180 a 360 dias	Mais de 360 dias
1991	1.299 (100)	382 (29,4)	917 (70,6)	545 (41,9)	281 (21,7)	91 (7,0)
1992	1.548 (100)	467 (30,2)	1.081 (69,8)	676 (43,7)	303 (19,6)	102 (6,6)
1993	2.158 (100)	669 (31,0)	1.489 (69,0)	985 (45,6)	478 (22,2)	26 (1,2)
1994	2.874 (100)	730 (25,4)	2.144 (74,6)	1.152 (40,1)	934 (32,5)	58 (2,0)
1995	4.646 (100)	1.417 (30,5)	3.229 (69,5)	2.464 (53,0)	680 (14,6)	85 (1,8)
1996	4.214 (100)	1.595 (37,9)	2.619 (62,1)	1.192 (28,3)	1.301 (30,9)	126 (3,0)

Fonte: Secretaria da Receita Federal.

3 - FINANCIAMENTO EXTERNO ÀS IMPORTAÇÕES E ARBITRAGEM INTERNACIONAL DE TAXAS DE JUROS

Para o cálculo do ganho financeiro associado à internalização de um financiamento externo decorrente de uma operação comercial, tem-se que calcular a diferença entre as taxas de juros internas e externas. Como o Banco Central não possui levantamento das taxas pagas nas operações de financiamento, optou-se pelo uso da taxa paga nas operações via emissão de **bonds** e **notes**.¹ Para taxas domésticas, consideramos, alternativamente, uma taxa de juros válida para um aplicador de recursos (a taxa de CDB), e uma taxa de juros relevante para um tomador típico (no caso, a taxa de capital de giro). No que se segue e nos cálculos procedidos não deduzimos, do ganho de arbitragem, impostos na internalização (IOF) ou no repatriamento dos recursos (Imposto de Renda), já que não se configura uma entrada de capital propriamente dita, mas tão-somente um diferimento, no tempo, da remessa cambial correspondente à operação comercial.

A **taxa (efetiva) de retorno em dólar de uma aplicação em real** foi calculada usando-se a definição convencional:

$$r_{us} = \frac{1 + i_n}{1 + e} - 1$$

que assume a forma mais simples:

$$r_{us} = i_n - e$$

para valores “pequenos” de i_n e e . Nessas expressões, r_{us} é a taxa de retorno em dólar da aplicação em real, i_n é a taxa doméstica de juros (alternativamente, de CDB ou de capital de giro) e e é a taxa de variação cambial. Note-se que r_{us} é também chamada, no mercado financeiro, de “prêmio (ou cupom) cambial.”²

O diferencial d entre a taxa de retorno r_{us} e a taxa de juros externa i_e (ambas em dólar) é, então:

$$d = r_{us} - i_e$$

A Tabela 8 apresenta, nas duas primeiras colunas, as taxas médias mensais de retorno r_{us} , calculadas, como definido antes, usando-se, alternativamente, como

¹ Como essa informação não está disponível para 1991, optou-se por repetir os dados de 1992. Apesar de metodologicamente errado, na prática os resultados não são muito afetados, uma vez que a taxa externa pouco variou ao longo do período analisado, **vis-à-vis** a variação das taxas domésticas de juros.

² Garcia (1995b) calcula o “diferencial coberto” de taxas de juros usando a taxa de variação cambial no mercado futuro de câmbio da BM&F. Obtém-se, assim, um diferencial esperado, enquanto nosso cálculo gera um diferencial efetivo. Ver também Garcia (1996) para um tratamento mais extenso do assunto.

taxa doméstica de juros, a taxa do aplicador do recurso (taxa do CDB) ou do tomador de empréstimo (taxa de capital de giro). Nas duas colunas seguintes, apresentamos as taxas de juros reais domésticas (efetivas) i_r , calculadas segundo a forma convencional:

$$i_r = \frac{1 + i_n}{1 + p} - 1$$

onde i_n é a taxa de juros nominal (alternativamente, taxa do CDB ou taxa do capital de giro) e p é a taxa de inflação, medida pelo IGP-DI. Para fins de comparação, apresentamos, na última coluna, as taxas de juros externas também mensais.

Observando-se as colunas de “taxas de retorno em dólar” dessa Tabela 8, assim como o Gráfico 1, nota-se que ocorreu um nítido afastamento entre as duas taxas de retorno a partir do segundo trimestre de 1994, quando a taxa de retorno pelo critério do tomador subiu para 6,4% ao mês, numa elevação de três pontos de porcentagem com relação à média mensal do trimestre anterior, enquanto, sob o critério do aplicador, a taxa de retorno r_{us} permaneceu constante. Essa “cunha” aparece também entre as taxas de juros reais internas (conforme revelado com igual nitidez pelo Gráfico 2), o que revela sua origem comum na política monetária, que elevou o compulsório bancário com o objetivo de elevar a taxa de juros para o tomador privado, mas não para o setor público (nem tampouco, portanto, para o aplicador privado).³

³ Além disso, e como aponta Garcia (1995a, p.115-116), o compulsório funcionou como fonte de financiamento barato para os gastos do governo. A Medida Provisória que instituiu o Plano Real não só aumentou o compulsório sobre os depósitos à vista (para 100%, na margem), mas também fez incidir compulsório sobre depósitos a prazo e cadernetas de poupança.

Tabela 8
Taxas de Retorno Domésticas em Dólar, Taxas Reais de Juros Domésticas e Taxas de Juros Externas

(Médias mensais do trimestre)

Período	Taxas de retorno em dólar		Taxas de juros reais internas		Taxas de juros externas
	CDB pré-fixado	Capital de giro	CDB pré-fixado	Capital de giro	
1991 - I	1,14	3,82	-0,34	2,31	0,95
II	2,30	3,74	2,94	4,40	0,95
III	2,02	4,38	0,64	2,94	0,84
IV	-0,40	1,80	3,67	6,00	0,90
1992 - I	3,54	3,21	3,60	3,26	0,95
II	2,95	3,24	2,41	2,72	0,95
III	3,66	3,90	1,61	1,85	0,84
IV	3,00	2,66	2,92	2,56	0,90
1993 - I	2,18	3,72	1,39	2,90	0,92
II	1,53	3,80	0,35	2,60	0,92
III	1,36	2,91	-0,09	1,43	0,85
IV	1,49	2,43	0,97	1,90	0,79
1994 - I	2,98	3,30	1,19	1,51	0,81
II	3,08	6,44	3,69	7,05	0,86
III	3,31	6,62	0,93	4,09	0,96
IV	4,17	8,41	1,66	5,82	0,94
1995 - I	1,49	6,96	1,53	7,02	0,93
II	2,98	7,37	2,11	6,46	0,90
III	1,89	6,80	2,49	7,42	0,90
IV	2,00	6,65	1,92	6,57	0,87
1996 - I	1,69	4,84	1,39	4,52	0,84
II	1,44	4,08	0,75	3,37	0,88
III	1,20	3,76	1,43	3,73	0,89
IV	1,20	3,27	1,30	3,37	0,81

Fontes: Taxas de capital de giro e de CDB: Andima (1991/94) e Banco Central (1995/96).
Taxas de juros externas: Banco Central.

Gráfico 1
Taxas de Juros Domésticas em Dólar
(Deflacionadas pela Variação Cambial)

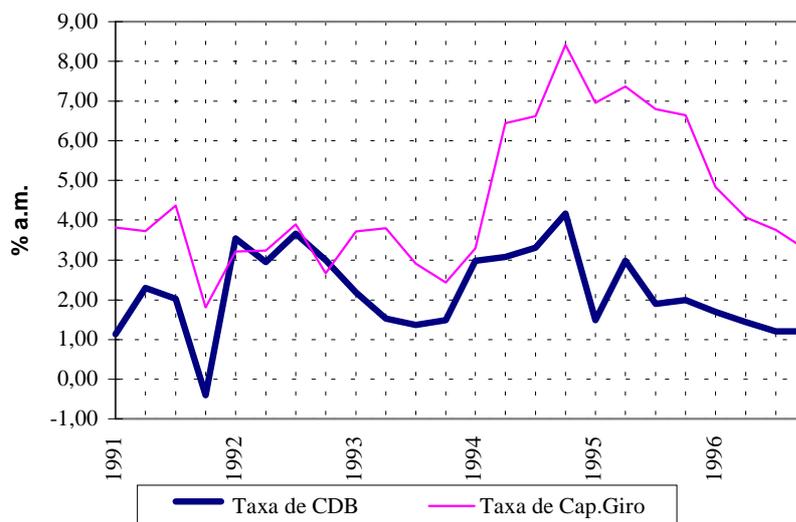
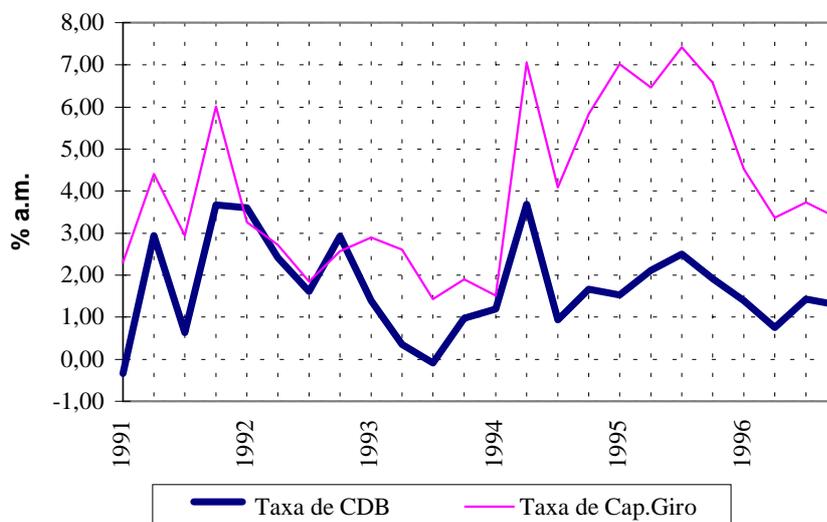


Gráfico 2
Taxas de Juros Domésticas em Real
(Deflacionadas pelo IGP-DI)



Por outro lado, essa Tabela 8 revela outro fato interessante. Como se pode notar melhor nos Gráficos 3 e 4, as taxas de retorno r_{us} sempre foram maiores que as taxas de juros reais i_r entre 1992 e o início de 1995, com a única exceção do segundo trimestre de 1994, quando as taxas de juros reais domésticas se comportaram de forma atípica. A razão, naturalmente, está no comportamento dispare entre a taxa de variação cambial e a taxa de inflação p : a primeira esteve sistematicamente abaixo da segunda, do que resultou a forte valorização cambial do período. Sobretudo a partir do Plano Real, a variação cambial tornou-se, além disso, mais previsível, do que resultou a redução do risco cambial associado à captação de recursos externos.

Essa conjugação de maior taxa de juros doméstica (conceito tomador) e valorização cambial, a partir de meados de 1994, tornou muito mais lucrativos os financiamentos externos **ex-post**, do ponto de vista do tomador nacional (as firmas, pressionadas pelo maior custo do capital de giro).⁴

Ora, como se notou na seção anterior, foi exatamente a partir de 1994 que ocorreu aumento na razão entre as importações financiadas e as importações totais. Os Gráficos 5 e 6 deixam isso mais claro, ao compararem a evolução da percentagem das importações financiadas com a evolução do diferencial d de taxas de juros, adotando, alternativamente, a taxa do CDB (Gráfico 5) ou a taxa de capital de giro (Gráfico 6). Confirmando o que é aparente nos gráficos, o coeficiente de correlação simples entre as duas variáveis, no período 1991/95, é muito maior quando se usa a taxa de capital de giro (0,88), do que quando se usa a taxa de CDB (0,24). A inclusão do ano de 1996, entretanto, faz os coeficientes de correlação caírem para 0,48 e -0,09, respectivamente. Em 1996, as taxas de juros domésticas caíram substancialmente (incluindo a redução da “cunha” entre a taxa do tomador e a do aplicador, como já foi mostrado nos Gráficos 1 e 2) e, mesmo assim, aumentou a percentagem das importações financiadas. Possivelmente, operaria aqui um “efeito catraca”, ou seja, se por um lado o aumento do diferencial de taxas ou juros em 1994 teria tido o efeito de aumentar as importações financiadas, a redução desse diferencial em 1996 não seria suficiente para produzir o efeito contrário.⁵

⁴ Em versão anterior deste trabalho, apresentou-se uma estimativa do ganho financeiro de arbitragem como percentagem do valor total das importações. Essa estimativa modificava um procedimento adotado antes de Nonnenberg (1996). Entretanto, dada a falta de informações, foi necessário adotar hipóteses muito arbitrárias para o cálculo efetuado, razão porque essa parte foi excluída da presente versão deste trabalho.

⁵ Essa hipótese foi aventada pelo professor Rogério Werneck, em seminário no Departamento de Economia da PUC/RJ.

Gráfico 3
Taxas de Juros Domésticas em Dólar em Real
(Conceito: Aplicador)

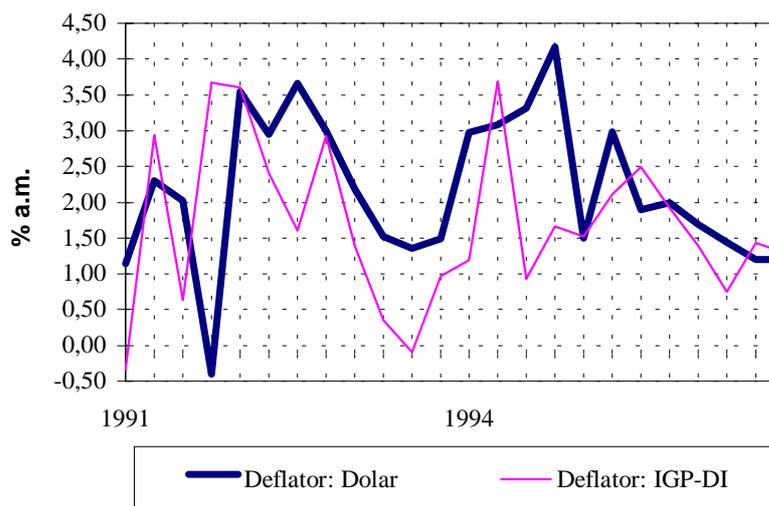


Gráfico 4
Taxas de Juros Domésticas em Dólar e em Real
(Conceito: Tomador)

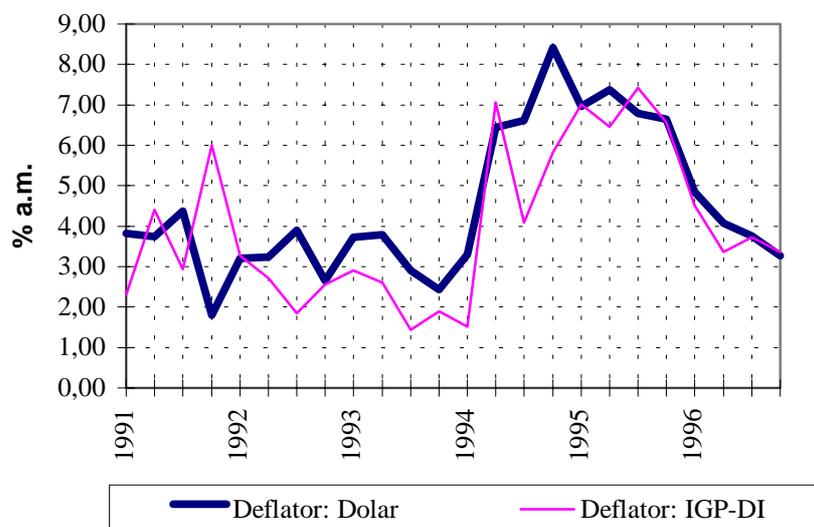


Gráfico 5
 Financiamento de Importações e Diferencial de Taxas de Juros
 (Conceito: Aplicador)

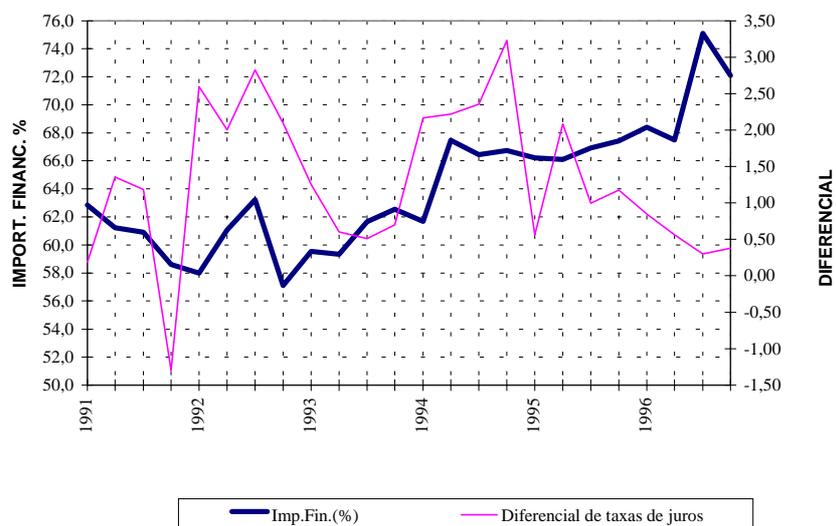
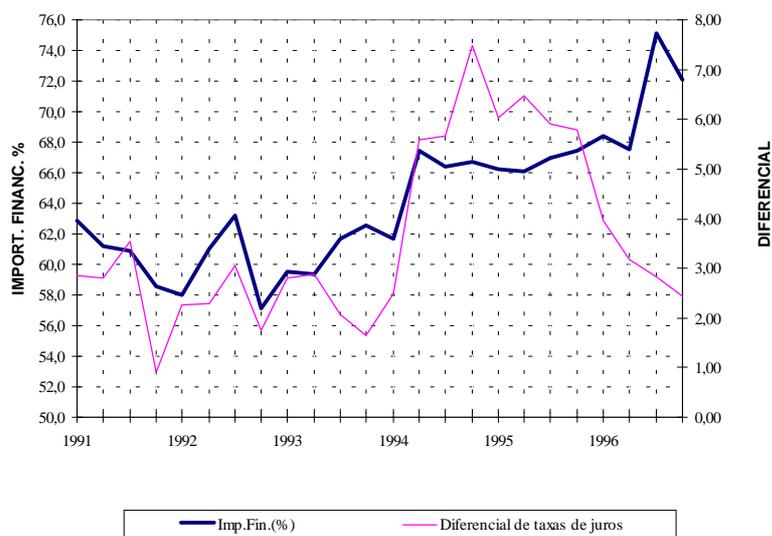


Gráfico 6
 Financiamento de Importações e Diferencial de Taxas de Juros
 (Conceito: Tomador)



4 - O CASO ESPECIAL DAS IMPORTAÇÕES FINANCIADAS DE PRODUTOS AGRÍCOLAS

Contra o pano de fundo da análise das seções anteriores, que abarcaram o conjunto das importações brasileiras, esta seção analisa com mais profundidade as importações de algodão, arroz, milho e trigo, que constituem a maior parcela das compras externas de produtos agrícolas. A Tabela 9 apresenta, inicialmente, a comparação entre o consumo estimado desses produtos e as importações líquidas, para o período 1983/96. É evidente o claro aumento das importações agrícolas ocorrido na década de 90, com destaque para o algodão e o trigo.

As Tabelas 10 a 13 apresentam a evolução do valor das importações desses produtos agrícolas no período 1991/96, decompostas segundo a forma de pagamento. Destaca-se, claramente, a importância das importações financiadas de algodão e trigo. No caso do algodão, a parcela financiada chega a 92% do total importado no final do período, enquanto, no caso do trigo, essa parcela atinge a cifra de 95%. Assim, no caso desses dois produtos, o acesso ao financiamento externo acoplado às importações é maior do que o que se verifica no conjunto das importações, como discutido na Seção 3. É de se notar, além disso, que ocorreu uma significativa dilatação dos prazos dos financiamentos, conforme se observa nas Tabelas 10 e 13 (aumento das percentagens relativas ao prazo entre 180 e 360 dias).

Tabela 9
Brasil — Evolução do Consumo e das Importações Líquidas de Produtos Agrícolas Selecionados — 1983/96

(Em mil t)

Ano-safra	Algodão em pluma		Arroz em casca		Milho em grão		Trigo em grão	
	Consumo	Importações líquidas	Consumo	Importações líquidas	Consumo	Importações líquidas	Consumo	Importações líquidas
1982/83	557	-178	9.150	453	19.461	-553	6.739	4.440
1983/84	555	-25	9.200	89	19.955	75	6.676	4.447
1984/85	632	-66	9.660	495	22.957	262	6.752	4.612
1985/86	737	31	10.240	2.068	21.688	2.424	7.285	4.041
1986/87	775	-144	10.000	230	26.350	871	7.745	2.507
1987/88	838	46	10.500	180	25.320	15	8.071	2.028
1988/89	810	-28	10.800	243	26.140	155	6.900	852
1989/90	730	-25	11.000	707	24.800	700	7.074	1.522
1990/91	718	-18	11.220	1.295	25.288	832	6.777	2.849
1991/92	741	134	11.332	727	28.500	340	7.432	5.208
1992/93	830	501	11.446	875	30.775	1.498	7.808	5.913
1993/94	837	367	11.560	1.562	32.732	1.567	7.886	5.512
1994/95	804	282	11.618	978	35.514	984	8.311	6.512
1995/96	820	385	11.653	977	36.225	377	8.215	5.268

Fonte: Conab.

Tabela 10

Algodão em Pluma. Valor das Importações segundo a Forma de Pagamento — 1991/96

(Em US\$ milhões e em %)

Anos	Total geral	Forma de pagamento				
		À vista	Financiadas			
			Total	Até 180 dias	De 180 a 360 dias	Mais de 360 dias
1991	180 (100)	96 (53,3)	84 (46,7)	72 (40,0)	12 (6,6)	- -
1992	218 (100)	122 (55,9)	96 (44,0)	76 (34,8)	20 (9,2)	- -
1993	687 (100)	149 (21,7)	538 (78,3)	445 (64,2)	93 (13,5)	- -
1994	585 (100)	140 (24,9)	445 (76,1)	313 (53,5)	132 (22,6)	- -
1995	564 (100)	96 (17,0)	467 (83,8)	169 (29,9)	298 (52,8)	- -
1996	858 (100)	70 (8,2)	788 (91,8)	170 (19,8)	613 (71,4)	5 (0,6)

Fonte: Secretaria da Receita Federal.

Nos casos do arroz e do milho, há, de fato, uma redução das percentagens de importações financiadas, mas isso se deveu à proibição de importações a prazo desses dois produtos (inclusive do Mercosul, mas com exceção dos portos do Norte e Nordeste) a partir de 1995. Destaca-se o arroz dos demais produtos, ainda, em função de ser um produto importado quase em forma final de consumo, não sendo utilizado como insumo de cadeias agroindustriais poderosas, como nos casos de trigo, algodão ou mesmo milho, com acesso bancário indispensável à obtenção do financiamento externo.

Tabela 11

Arroz — Valor das Importações segundo a Forma de Pagamento — 1991/96

(Em US\$ milhões e em %)

Anos	Total geral	Forma de pagamento				
		À vista	Financiadas			
			Total	Até 180 dias	De 180 a 360 dias	Mais de 360 dias
1991	346 (100)	184 (53,2)	163 (47,1)	163 (47,1)	- -	- -
1992	156 (100)	92 (58,9)	64 (41,0)	59 (37,8)	5 (3,2)	- -
1993	213 (100)	129 (41,7)	84 (25,9)	84 (25,9)	- -	- -
1994	324 (100)	135 (41,7)	189 (58,3)	174 (53,7)	7 (2,2)	7 (2,1)
1995	293 (100)	182 (62,1)	111 (37,9)	101 (34,5)	10 (3,4)	- -
1996	301 (100)	285 (94,7)	16 (5,3)	16 (3,5)	- -	- -

Fonte: Secretaria da Receita Federal.

Tabela 12

Milho — Valor das Importações segundo a Forma de Pagamento — 1991/96

(Em US\$ milhões e em %)

Anos	Total geral	Forma de pagamento				
		À vista	Financiadas			
			Total	Até 180 dias	De 180 a 360 dias	Mais de 360 dias
1991	110 (100)	62 (56,4)	48 (43,6)	40 (36,4)	8 (7,3)	- -
1992	72 (100)	13 (18,1)	59 (81,9)	48 (66,7)	10 (13,9)	- -
1993	176 (100)	55 (31,2)	121 (68,7)	119 (67,6)	2 (1,1)	- -
1994	199 (100)	48 (24,1)	151 (75,9)	104 (52,3)	48 (24,1)	- -
1995	181 (100)	46 (25,4)	135 (74,6)	84 (46,4)	51 (28,2)	- -
1996	75 (100)	51 (68,0)	24 (32,0)	16 (21,0)	8 (11,0)	- -

Fonte: Secretaria da Receita Federal.

Tabela 13

Trigo — Valor das Importações segundo a Forma de Pagamento — 1991/96

(Em US\$ milhões e em %)

Anos	Total geral	Forma de pagamento				
		À vista	Financiadas			
			Total	Até 180 dias	De 180 a 360 dias	Mais de 360 dias
1991	550 (100)	292 (53,1)	258 (46,9)	210 (39,2)	14 (2,5)	34 (6,2)
1992	621 (100)	282 (45,4)	339 (54,6)	237 (38,2)	83 (13,4)	20 (3,2)
1993	832 (100)	349 (41,9)	484 (58,2)	327 (39,3)	156 (18,7)	- -
1994	858 (100)	283 (32,9)	574 (66,9)	344 (40,1)	230 (26,8)	1 (0,1)
1995	1.025 (100)	63 (6,1)	962 (93,9)	352 (34,3)	604 (58,9)	5 (0,5)
1996	1.291 (100)	69 (5,3)	1.222 (94,7)	464 (35,9)	752 (58,2)	6 (0,4)

Fonte: Secretaria da Receita Federal.

De forma a observar os possíveis impactos da abertura comercial e dos financiamentos externos na estrutura regional de produção e importação, analisamos também as importações de algodão, arroz, milho e trigo por região. Na Tabela 14 estão listadas as importações desses produtos por regiões de entrada no país.

Chama a atenção o forte aumento proporcional das importações de algodão por parte da região Nordeste, entre 1991 e 1996. Enquanto, no primeiro ano da série, as compras dessa região representavam cerca de 1% do total, no último ano já representavam 34%.

No caso do milho, o Nordeste já pontificava, como região importadora, em 1991, e acabou tornando-se a principal região importadora ao longo do período 1991/95. Sabe-se que a indústria têxtil, assim como a avicultura, tem-se desenvolvido, no Nordeste, nos últimos anos, graças às importações, respectivamente, de algodão e milho, e a seus financiamentos. Esse resultado da abertura comercial deve sempre ser levado em conta quando da avaliação de seu impacto socioeconômico.

Tabela 14

Importações Brasileiras de Produtos Agrícolas Seleccionados, segundo as Regiões de Entrada — 1991/96

(Em mil t)

Produto	Ano	Centro-Oeste + Norte	Nordeste	Sudeste	Sul	Brasil
Algodão	1991	3,3	1,2	17,0	82,1	103,8
	1992	1,0	10,9	48,6	104,6	165,1
	1993	-	117,5	196,5	184,9	499,0
	1994	-	129,9	89,3	146,5	365,7
	1995	-	95,6	61,4	122,0	279,0
	1996	8,2	193,3	42,7	323,1	567,2
Arroz	1991	1,7	65,6	90,4	843,1	1.000,9
	1992	-	27,6	26,7	464,9	519,2
	1993	-	64,7	84,1	623,3	772,3
	1994	1,5	135,9	96,6	844,0	1.078,0
	1995	5,3	52,1	20,3	916,6	994,3
	1996	0,1	58,2	19,6	770,9	848,8
Milho	1991	-	412,1	2,5	401,2	815,8
	1992	-	407,0	4,7	105,8	517,5
	1993	10,0	1.147,1	30,1	142,7	1.330,0
	1994	16,6	834,5	143,3	415,5	1.410,0
	1995	7,5	782,8	185,6	333,5	1.309,3
	1996	0,2	146,0	10,5	166,2	322,9
Trigo	1991	131,2	1.288,8	2.431,9	820,5	4.672,4
	1992	165,8	1.236,7	2.409,9	638,4	4.450,7
	1993	220,0	1.498,5	3.191,0	781,0	5.690,4
	1994	212,4	1.710,5	3.317,6	864,4	6.104,9
	1995	257,3	1.766,7	3.169,9	909,5	6.103,4
	1996	222,9	1.900,4	2.613,2	1.064,9	5.801,4

Fonte: Secretaria da Receita Federal.

5 - O FINANCIAMENTO ÀS IMPORTAÇÕES VIS-À-VIS OUTROS FATORES NA ANÁLISE DA COMPETITIVIDADE EXTERNA DA AGRICULTURA BRASILEIRA

O aumento das importações de produtos agrícolas, ocorrido na década de 90, foi o resultado da atuação combinada dos seguintes fatores principais: **a)** abertura comercial **de facto**, a partir de julho de 1990; **b)** retomada dos fluxos

internacionais de capital em direção ao Brasil, o que redundou em maior expansão das importações e, em especial, das importações financiadas; e c) valorização cambial, especialmente a partir do Plano Real.

A liberação comercial, em particular, embora se houvesse iniciado com a redução tarifária de 1988, somente se tornou efetiva em 1990, com eliminação de restrições não-tarifárias (como o Anexo C, que listava cerca de 1.300 produtos com importação proibida) e redução adicional de tarifas [ver Horta, Piani e Kume (1991)].

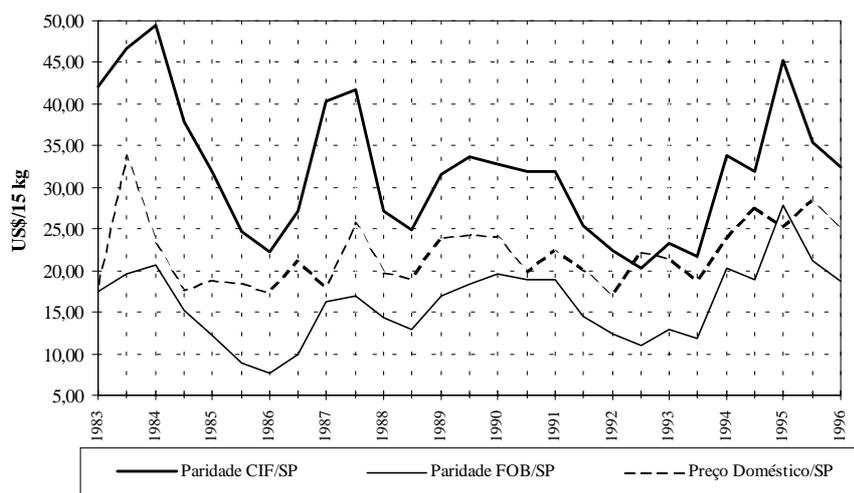
Nessas condições, não se deve, em princípio, atribuir a apenas um desses fatores (por exemplo, o financiamento externo) o crescimento das importações. Assim, a restrição aos financiamentos externos não deve ser encarada como instrumento suficiente para a defesa da produção doméstica, deixando-se de lado os demais fatores que afetem a competitividade da agricultura brasileira.

Essa questão será ilustrada, nesta seção, com o caso do algodão. Devido ao seu baixo custo de transporte como percentagem do preço, mesmo pequenas diferenças internacionais de custo de produção podem dar lugar a fluxos de comércio. Em face disso, deve-se esperar que mudanças na política comercial ou cambial dos países (sobretudo as de cunho tão drástico, como aconteceu com o Brasil, na década de 90) tenham conseqüências mais fortes nesse tipo de produto comparativamente a outros (como o milho) que continuam gozando de uma “proteção natural”, fornecida pela barreira representada pelo custo de transporte internacional.

5.1 - Queda da Produção Doméstica de Algodão e Importação Recorde em 1993

Conforme foi visto na Tabela 9, o Brasil tornou-se, na década de 90, grande importador de algodão, em claro contraste com o padrão verificado na década de 80, quando as importações líquidas eram muito reduzidas ou mesmo negativas. O Gráfico 7 apresenta a evolução dos preços de paridade (CIF e FOB) e dos preços domésticos, no período 1983/96. Note-se que a queda do preço CIF em 1988, sem queda equivalente do preço FOB, deveu-se à redução da tarifa de importação, de 55 para 10%. Seguindo-se a essa desgravação tarifária, houve, em 1990, a liberação efetiva das importações, com virtual eliminação da tarifa. Coincidindo com esse movimento de liberação comercial, ocorreu uma queda substancial dos preços internacionais do algodão a partir do primeiro semestre de 1991, a qual estendeu-se até o segundo semestre de 1993. Essa queda de preços internacionais foi acompanhada da derrocada de preços também no mercado doméstico, na colheita da safra 1991/92 (cujo plantio tinha sido recorde), gerando um processo encadeado de: **a)** frustração na comercialização do algodão em 1992; **b)** drástica redução do plantio e da produção doméstica de algodão na safra 1992/93; e, finalmente, **c)** a avalanche de importações em 1993.

Gráfico 7
Algodão em Pluma — Preços Domésticos e Preços de Paridade Internacionais
(médias semestrais)



A cronologia dos fatos, nesse período, foi a seguinte: a produção mundial do algodão em pluma aumentou 9,1% entre 1990 e 1991 e 10,4% entre 1991 e 1992, perfazendo, assim, um aumento total de nada menos que 20%, entre 1990 e 1992, o que explica a derrocada das cotações internacionais entre 1991 e 1993, como aparece no Gráfico 7. Ao mesmo tempo, ocorreu um plantio recorde no Brasil, no ano agrícola 1991/92, inclusive como consequência de um financiamento generoso de custeio (por exemplo, mais de 68% da área plantada no Paraná contaram com financiamento do Banco do Brasil). A derrocada que se seguiu dos preços internos, no primeiro semestre de 1992 (não obstante o governo ter financiado a retenção, através do EGF, de 20% da safra do Centro-Sul), frustrou inteiramente a comercialização dessa safra recorde, e foi diretamente responsável pela redução drástica na área plantada (menos 61%) e na produção (menos 37%) no ano agrícola 1992/93. A consequente escassez do produto nacional, em 1993, numa conjuntura de abundante oferta internacional do produto, naturalmente explica a importação maciça em 1993, antes, portanto, da valorização cambial e da elevação da taxa de juros interna pós-Plano Real.⁶ A evolução dos preços internacionais, que antes, em face da economia fechada (pelo lado das importações), pouco afetava a economia algodoeira interna, revela-se agora, na economia aberta às importações, de importância decisiva.

⁶ Todas as informações acima foram obtidas na Conab, em Brasília e nas superintendências regionais do Paraná e de São Paulo.

5.2 - Competitividade Internacional e Tecnologia Nacional no Caso do Algodão

Em que pese a queda global da produção de algodão nos últimos anos, deve-se notar, como se verifica na Tabela 15, que esse movimento restringiu-se às regiões Sul e Sudeste, estando em elevação a produção no Centro-Oeste.

A este respeito, convém notar que existe uma diferença marcante entre as tecnologias aplicadas à lavoura do algodão nas diversas regiões do país. Enquanto nas regiões Sudeste e Sul o processo de colheita é manual, no Centro-Oeste, que é uma região de cultura mais recente, predomina amplamente a colheita mecânica. Em consequência, nas primeiras regiões o gasto com mão-de-obra temporária representa 40% do custo direto de produção do algodão, contra cerca de 3 a 4% nos casos do milho e da soja.⁷ Embora não sejam disponíveis dados equivalentes para a região Centro-Oeste, estima-se que a estrutura de custo nessa região seja semelhante à do milho e da soja, em virtude da mecanização da cultura.

Ora, como o preço da mão-de-obra temporária dobrou entre julho de 1994 e julho de 1995 (primeiro ano do Plano Real), ao mesmo tempo em que os preços dos demais itens de custo agrícola aumentaram menos de 10%, a competitividade do algodão diante das demais culturas certamente se reduziu nas regiões Sudeste e Sul (mas não no Centro-Oeste), e isso deve ser levado em conta na explicação da queda da produção do algodão nessas regiões de mais antiga produção algodoeira.⁸

Tabela 15

Brasil: Produção de Algodão em Pluma — Total e por Regiões — 1990/96

(Em mil t)

Ano	Nordeste	Sudeste	Sul	Centro-Oeste	Brasil
1990	79	195	309	74	666
1991	105	161	344	98	717
1992	76	159	335	92	667
1993	43	100	186	81	420
1994	109	110	146	105	484
1995	77	138	176	136	537
1996	75	87	120	128	415

Fonte: Conab.

⁷ Dados extraídos da Conab (1996, Cap.4, Tabela IV).

⁸ Dados de custos extraídos de **Indicadores da Agropecuária**, publicação mensal da Conab.

6 - SUMÁRIO E CONCLUSÕES

O presente artigo analisou os padrões de financiamento externo das importações brasileiras em seu conjunto, e das importações dos principais produtos agrícolas, no período 1991/96.

Verificou-se que o forte crescimento das importações, que se deu em 1994 e 1995, esteve de fato associado a um aumento da participação percentual das importações financiadas, mas esse aumento foi modesto (cerca de 10%); de fato, essa percentagem das importações financiadas já era elevada em 1991. Em 1996, quando o aumento das importações foi bem menor, ocorreu um aumento adicional do percentual de importações financiadas.

O artigo mostrou, também, que houve um acréscimo significativo dos ganhos de arbitragem de taxas de juros exatamente em 1994, o que coincidiu com o aumento dos financiamentos externos e das importações. Esse aumento dos ganhos de arbitragem resultou da combinação de apreciação cambial (até mesmo **ex-ante**, com toda a certeza) e arrocho monetário **cum** criação de uma cunha entre as taxas de juros ativas (do aplicador) e passivas (do tomador).

O artigo sugeriu ser mais adequado calcular esse ganho de arbitragem usando-se para referencial doméstico a taxa de capital de giro, em vez da taxa do CDB (ou outra análoga, relevante para o aplicador). Isso é consistente com o fato de os importadores serem, em sua maioria, firmas que comparam as condições de prazo e juros oferecidas do exterior com as alternativas domésticas relativas ao financiamento de capital de giro, de que são carentes.

Na ausência de qualquer limitação quanto aos prazos de financiamento externo — que acabou por acontecer, através da Medida Provisória 1.569, de fevereiro de 1997 —, esses financiamentos às importações acabavam por representar uma burla ao controle monetário do real, pois se tornaram uma forma de obtenção de capital de giro a juros inferior àquele vigente nas operações financiadas pelo sistema bancário doméstico, único alvo das regulamentações do Banco Central.

Finalmente, verificou-se que houve um forte crescimento das importações de produtos agrícolas na década de 90, sobretudo nos casos do algodão e do trigo. Esse foi um fenômeno tanto nacional como regional (nos casos do algodão e do trigo), como especificamente regional (caso do milho, no Nordeste). Entretanto, não é possível atribuir-se a principal responsabilidade pelo aumento das importações de produtos agrícolas à mera presença do financiamento. Como a análise do caso do algodão deixou transparecer, a abertura comercial em si, com a eliminação de barreiras tarifárias e não-tarifárias, certamente jogou um papel mais importante. Aliás, como os dados analisados revelam, o financiamento das importações é um traço característico do comércio exterior, sendo, assim, inseparável da abertura comercial. Ele se tornou mais visível nos últimos anos em face da volta do país aos mercados financeiros internacionais e do programa de

estabilização, que elevou as taxas de juros domésticas e reduziu o risco cambial, sem falar na valorização cambial. No caso particular dos produtos agrícolas, o fechamento do país às importações (a não ser as oficiais), que reinava até 1990, provavelmente explica a perplexidade reinante com respeito ao fato de nossas compras externas serem financiadas. É provável, também, que as vendas ao Brasil sejam mais facilmente financiáveis do que para outros países (desenvolvidos ou subdesenvolvidos), pelas seguintes razões: **a)** o país tem um mercado financeiro bem desenvolvido, que tanto fornece garantias bancárias quanto tem capacidade de captação externa de recursos; e **b)** nossas taxas de juros são muito altas, e os prazos de financiamento doméstico muito curtos, no que se refere ao capital de giro. O Plano Real, ao reduzir o risco cambial e valorizar o câmbio, tornou mais atraente o país do ponto de vista tanto do aplicador externo quanto do tomador doméstico em dólar. Isso tudo dramatizou o efeito da abertura comercial sobre o setor agrícola, forçando-o a dar respostas rápidas aos desafios de competitividade internacional. Pequenas elevações tarifárias ou intervenções pontuais no sistema de financiamento externo não serão suficientes e poderão atrasar uma atuação do governo sobre fatores de natureza mais estrutural, capacitando o setor a conviver com a abertura econômica, em vez de confrontá-la.

BIBLIOGRAFIA

CONAB. **Custo de produção agrícola**. Brasília, 1996 (Coleção Documentos de Política Agrícola, 4.)

_____. **Indicadores da agropecuária**. Publicação mensal.

GARCIA, M.G.P. Política monetária, depósitos compulsórios e inflação. **Revista de Economia Política**, v.15, n.2, p.58, abr./jun. 1995a.

_____. Política monetária e cambial: algumas lições do período 1991-1994. **Estudos Econômicos**, v.25, n.3, set./dez. 1995b.

_____. **Capital flows to Brazil in the nineties: macroeconomic aspects and the effectiveness of capital controls**. Rio de Janeiro: PUC/Departamento de Economia, jul. 1996 (Texto para Discussão, 357).

HORTA, M.H., PIANI, G., KUME, H. A política cambial e comercial. **Perspectivas da Economia Brasileira -1992**. Brasília: IPEA, 1991.

NONNENBERG, M.J.B. **Impacto dos financiamentos sobre o crescimento das importações brasileiras: 1992/95**. Rio de Janeiro: IPEA, ago. 1996 (Texto para Discussão, 432).

Livros Grátis

(<http://www.livrosgratis.com.br>)

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)
[Baixar livros de Matemática](#)
[Baixar livros de Medicina](#)
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)
[Baixar livros de Meteorologia](#)
[Baixar Monografias e TCC](#)
[Baixar livros Multidisciplinar](#)
[Baixar livros de Música](#)
[Baixar livros de Psicologia](#)
[Baixar livros de Química](#)
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)
[Baixar livros de Serviço Social](#)
[Baixar livros de Sociologia](#)
[Baixar livros de Teologia](#)
[Baixar livros de Trabalho](#)
[Baixar livros de Turismo](#)