

## Comunicação 1

# Relacionamento financeiro do Brasil com o exterior

JOSÉ EDUARDO DE CARVALHO PEREIRA \*

### 1 — Introdução

Esta comunicação constitui uma antecipação de tópicos selecionados da pesquisa “Financiamento Industrial com Recursos do Exterior”, a ser publicada ainda este ano pelo IPEA. Trata-se, basicamente, da apresentação de uma visão sumária do papel desempenhado pelo setor externo da economia, em termos do financiamento do recente processo de expansão econômica acelerada (1968/73). Não serão aqui abordadas a evolução e transformações dos sistemas monetário e financeiro internacionais, à exceção dos aspectos que caracterizam a vinculação mais significativa com o desenvolvimento da economia interna.

Desta forma, a linha condutora do trabalho prende-se à análise da estrutura de financiamento externo e da atuação das políticas econômicas concernentes.

Como se pretende demonstrar, com a reativação do crescimento alteraram-se os padrões de relacionamento financeiro com o exterior, fato particularmente visível na conta de capitais autônomos do balanço de pagamentos. No primeiro estágio, que teve seu auge em 1972, observou-se vertiginoso afluxo de empréstimos em moeda estrangeira (amparados na Lei 4.131, Instrução 289 e Resolução

\* Do Instituto de Pesquisas do IPEA.

63),<sup>1</sup> a que se seguiu a fixação de novo patamar dos investimentos diretos, cujos ingressos brutos, em 1973, praticamente atingiram o bilhão de dólares.

Algumas hipóteses principais podem ser arroladas em virtude de sua forte influência sobre os processos mencionados. A primeira delas, evidentemente, relaciona-se com a fase de recuperação da economia e posterior aceleração do crescimento, quando por força de certos parâmetros estruturais (como a elasticidade da demanda de importações ao crescimento do produto e os níveis relativos das taxas de juros internas), reativaram-se os ingressos, mormente de empréstimos.

Todavia, há que se computar, ademais, a estabilidade política e as reformulações institucionais que marcaram o período, quando a política econômica passou a favorecer explicitamente a entrada de capitais externos. Destaca-se então a adoção de alguns instrumentos, como a garantia de cobertura cambial e a correção monetária. Essa prática foi estendida ao mercado cambial, em agosto de 1968, com a instituição da taxa de câmbio flexível.

Considere-se ainda que, apesar da ampla reforma do sistema financeiro nacional (implementada desde 1964/65), não se chegou a desenvolver, ao nível compatível com a aceleração simultânea do crescimento do consumo e das inversões, uma estrutura alternativa

<sup>1</sup> A Lei 4.131/62 engloba os empréstimos concedidos diretamente por bancos, companhias ou pessoas físicas a tomadores no País (pessoas jurídicas ou físicas), para financiamento de capital fixo ou, como ocorre com mais freqüência, de capital de giro, segundo prazos mínimos de registro fixados pelo Banco Central. São registrados nesta rubrica empréstimos de médio e longo prazos de organismos privados, governamentais e internacionais, beneficiando tanto empresas ou entidades do setor público quanto do setor privado, bem como outras modalidades de empréstimos não abrangidas nas demais regulamentações.

A Instrução 289/65 (revogada em outubro de 1972) possibilitava a contratação direta de empréstimos externos — expressamente para capital de giro — pelas empresas do País, prevalecendo as transações entre firmas associadas.

As Resoluções 63 e 64, de 1967, permitem, respectivamente, aos bancos comerciais e de investimentos privados e ao BNDE a obtenção de empréstimos em moeda estrangeira, por prazos mínimos estabelecidos pelo Banco Central, a serem repassados (em cruzeiros) a empresas industriais e comerciais no País, para financiamento de capital fixo ou de giro, com predomínio deste último.

de financiamento das empresas a médio e longo prazos que operasse em condições realmente competitivas com o mercado financeiro internacional, tanto em termos quantitativos, quanto de prazo e custo dos recursos.

Por outro lado, deve-se ter em conta as modificações operadas no sistema financeiro internacional que, por volta de 1968/69, passou de uma situação de escassez de divisas para uma conjuntura de sobra de recursos financeiros nos principais centros financeiros mundiais, em particular no mercado de euromoedas.

Adicionalmente, por essa época, em meio à consolidação de uma nova divisão internacional do trabalho, estreitou-se a integração da economia brasileira com o capitalismo industrial em expansão. Para tanto, ter-se-ia não somente a influência dos fatores referidos como também a redescoberta da potencialidade do desenvolvimento capitalista do País, sugerida pelos maciços investimentos de grupos multinacionais, responsáveis inclusive por grande parte do incremento das exportações de manufaturados. Neste sentido, a posição relativa da economia brasileira no cenário mundial estaria a oferecer condições ideais para a consolidação dos segmentos vinculados aos centros do capitalismo industrial.

Obviamente, das ponderações atribuídas a cada um dos elementos acima irá depender o caráter das vinculações observadas e da evolução futura de relações fundamentais, como as que se esboçam entre capitais de empréstimos e de risco, entre estes capitais e o mercado doméstico de bens de produção (inclusive a transferência e criação tecnológicas), bem como o provável efeito de substituição entre as importações financiadas de bens de capital e o desenvolvimento creditício voltado para o setor interno produtor de equipamentos.

Frisa-se, desde logo, o papel crucial desempenhado pela política econômica, o que assegura importante raio de manobra às autoridades governamentais no tocante ao setor externo da economia. Vale ainda destacar que, conseqüentemente, as questões relacionadas com a dívida externa — e sua administração financeira — são meras resultantes de política econômica e não elemento autônomo no processo.

A apresentação da evidência empírica sobre a destinação setorial dos empréstimos em moeda estrangeira e financiamento de importações, englobando os montantes ingressados, os objetivos declarados das operações e a caracterização dos tomadores e credores externos, permitirá esclarecer a influência das principais hipóteses e de algumas das questões anteriormente mencionadas.

Evidentemente, o conhecimento destes e de outros elementos é necessário à avaliação, tanto da contribuição desses recursos na formação de capital e no custeio das atividades correntes, quando ao preenchimento dos requisitos de longo prazo no tocante ao serviço da dívida externa. Também os efeitos derivados de sua articulação com o sistema monetário-financeiro nacional e a indústria doméstica de bens de produção podem ser analisados à luz desses elementos. Além disso, torna-se possível a abordagem de aspectos relacionados com o papel do financiamento externo na estratégia da política econômica global e a atribuição de funções alternativas a agentes e instrumentos financeiros.

## **2 — Nova face da conta de capital do balanço de pagamentos: predomínio dos empréstimos em moeda estrangeira**

No período 1968/72, ao lado de um desempenho particularmente favorável das exportações (16,2% ao ano), sob influência da conhecida bateria de incentivos fiscais e creditícios (principalmente para os produtos industrializados e semimanufaturados) e de uma conjuntura, no mercado mundial, de preços em rápida ascensão para os produtos primários, o encaminhamento de capitais para o País foi também afetado pela grande disponibilidade de recursos no mercado financeiro internacional.

As importações apresentaram, igualmente, contínuo incremento (17,9% a.a.), refletindo não só a retomada no ritmo de crescimento econômico, como também o liberalismo que caracterizou a política de compras no exterior. No período, praticamente metade da taxa de crescimento das importações é explicada pelas aquisições de bens de capital, seguindo-se as importações de produtos inter-

mediários, com mais de um terço da explicação. Assim, a elasticidade da importação total com respeito ao crescimento do PIB, que foi de 0,29 no período 1953/67, elevou-se para 2,42 em 1967/72. A elasticidade das importações de bens de capital a variações na formação bruta de capital fixo passou de 0,20 para 1,84 entre os dois períodos, refletindo a aceleração do ciclo de investimentos, principalmente a partir de 1970/71, quando a economia, após os anos de retomada da expansão (1967/68), teria iniciado outra fase, a de sustentação do crescimento industrial. A aceleração verificada no crescimento do setor manufatureiro refletiu-se no forte incremento da elasticidade da importação de insumos e matérias-primas ao crescimento industrial, passando de 0,69 em 1953/67, para 2,53 no período 1967/72.<sup>2</sup>

Em boa medida tais resultados derivaram da política de desenvolvimento industrial orientada pelo MIC, cuja principal característica, até 1971, foi o barateamento do custo do capital importado através da concessão de isenções do imposto de importação (e do ICM e IPI) e do apoio financeiro prioritário das agências oficiais de crédito. Como cerca de metade das importações de máquinas e equipamentos realiza-se através de financiamentos vinculados às compras desses bens, elevou-se em muito a obtenção de créditos externos — junto a organismos financeiros internacionais e governamentais e fornecedores privados — contribuindo, inclusive, para o aumento da dívida externa no período.

Resalte-se ainda que grande parte das pressões por importações financiadas originou-se do comportamento das empresas controladas pelo setor público no que tange à implementação de seus projetos de crescimento. A maioria destas empresas teve nos financiamentos das importações dos bens de produção uma fonte complementar aos recursos em moeda nacional para seus projetos de expansão. Assim, conhecidos ou previstos os fundos em cruzeiros — utilizados sobretudo nas obras de construção, instalação e montagem e nas aquisições internas de equipamentos — verificavam-se as disponibilidades de créditos junto às agências internacionais para o financiamento

<sup>2</sup> Ver Carlos Von Doellinger, Hugo Faria e Leonardo Cavalcanti, *A Política Brasileira de Comércio Exterior e seus Efeitos: 1967/73*, Coleção Relatórios de Pesquisa (Rio de Janeiro: IPEA/INPES, 1974), n.º 22.

de uma parcela das importações de bens de capital, sendo as importações remanescentes financiadas através de *suppliers' credits*.

Observa-se, portanto, que na medida em que não exista uma política uniforme orientando as compras de equipamentos, no País e no exterior (e a simultânea definição da política tecnológica), tem-se no financiamento das importações um elemento de forte influência no financiamento desses projetos, o que levou à maior participação de bens de capital importados.

Em geral esse procedimento tem sido confundido com a melhor alternativa, sob a ótica da eficiência e rentabilidade dos projetos, embora, de fato, os cálculos já partissem de uma certa disponibilidade *a priori* de recursos financeiros, externos *vis-à-vis* em moeda nacional.

Na conta de serviços do balanço de pagamentos persistiu, no período em tela, o costumeiro saldo negativo, agora agravado pelo aumento nas remessas líquidas para os pagamentos de juros (em torno de US\$ 470 milhões, em 1973), conseqüência direta da maciça absorção de recursos externos e da composição dos capitais ingressados. A Tabela 1 permite a avaliação deste tópico de forma combinada com os demais itens financeiros do balanço de pagamentos.

Na conta de capital propriamente dita, o grande afluxo de recursos externos, principalmente sob a forma de empréstimos em moeda — regulamentados pela Lei 4.131, Resolução 63 e Instrução 289 — reflete situação inteiramente nova na articulação financeira do País com o exterior. Como se pode observar, os ingressos brutos de empréstimos e financiamentos, entre 1968 e 1972, excedendo largamente as necessidades de financiamento do “hiato de recursos” e do próprio serviço da dívida, forneceram os recursos à formação de crescentes reservas internacionais. Evidentemente, a contrapartida dos ingressos líquidos de empréstimos e financiamentos (= ingressos brutos — amortizações) representa a elevação do endividamento externo.

Evidenciando o contraste da magnitude dos influxos no quinquênio com os de fases pretéritas, observa-se que os ingressos brutos médios nesse período foram quase 100 vezes superiores aos do

TABELA 1  
*Balço de Pagamentos – Resumo de Análise, 1968/72 \**  
 (US\$ milhões)

Especificação	1968	1969	1970	1971	1972
1 - Hiato de Recursos.....	— 258	— 4	— 179	— 853	— 911
- Balança Comercial....	26	318	232	— 363	— 237
- Exportação (FOB)...	1.881	2.311	2.739	2.882	3.987
- Importação (FOB)...	— 1.855	— 1.993	— 2.507	— 3.245	— 4.224
- Serviços-Não-Fatores**	— 284	— 322	— 411	— 490	— 674
2 - Serviços-Fatores***.....	— 44	— 45	— 51	— 48	— 41
3 - Mov. Líq. de Invest. Diretos.....	— 23	96	13	50	153
- Investimentos Brasileiros.....	— 2	— 12	— 14	— 1	— 22
- Investimentos Estrangeiros.....	63	189	146	169	336
- Lucros e Dividendos..	— 84	— 81	— 119	— 118	— 161
4 - Transferências Líquidas	22	31	21	14	8
5 - Itens Financeiros Diversos.....	120	— 102	184	110	373
- Outros Capitais.....	121	— 61	92	119	36
- Erros e Omissões.....	— 1	— 41	92	— 9	337
6 - Saldo Líquido (Soma de 1 a 5).....	— 183	— 24	— 12	— 727	— 418
7 - Mov. Líq. de Empr. e Fin. (8 + 9).....	215	573	557	1.257	2.857
8 - Empr. e Fin. — Ingressos	1.175	1.823	2.033	2.942	5.162
- Curto Prazo.....	603	821	611	883	805
- Médio e Longo Prazos..	572	1.002	1.422	2.059	4.357
9 - Serviço da Dívida.....	— 960	— 1.250	— 1.476	— 1.685	— 2.305
- Amortizações de Empr. e Fin.....	— 816	— 1.068	— 1.242	— 1.383	— 1.950
- Curto Prazo.....	— 336	— 582	— 577	— 540	— 767
- Médio e Longo Prazos	— 480	— 486	— 665	— 843	— 1.183
- Juros Líquidos.....	— 144	— 182	— 234	— 302	— 355
- Receita.....	10	22	50	42	130
- Despesa.....	— 154	— 204	— 284	— 344	— 485
10 - Variação de Reservas Líq. (6 + 7) (Saldo do Bal. de Pagamentos).....	32	549	545	530	2.439

FONTE: "Setor Externo e Desenvolvimento da Economia Nacional" — Anexo Especial II (1973), *Boletim do Banco Central do Brasil*.

\* 1968/71, dados definitivos; 1972, estimativa preliminar.

\*\* Não inclui os serviços relativos a pagamentos a fatores de produção. Sua composição engloba: viagens internacionais, transportes, seguros, despesas governamentais (não incluídos em outros itens) e diversos.

\*\*\* Inclui os serviços relativos a pagamentos a fatores de produção, como: administração e assistência técnica, corretagens e comissões, marcas e patentes, vencimentos e salários pessoais, direitos autorais e aluguel de filmes cinematográficos. Embora os serviços relativos ao capital (juros, lucros e dividendos) também integrem a categoria, nesta tabela foram apresentados separadamente.

imediatamente pós-guerra (1947/52) e cerca de sete vezes os do período 1961/67. Como mencionado, dentre os fatores explicativos dessa enorme expansão, observou-se, de um lado, a inusitada oferta de capitais no mercado financeiro internacional, levando os banqueiros do exterior a ampliarem consideravelmente os créditos concedidos aos países em desenvolvimento, além de estenderem os prazos contratuais e reduzirem o *spread* adicionado às taxas de juros cobradas. A posição brasileira foi também influenciada por fatores internos, representados por estímulos à absorção de capitais financeiros, estabilidade política, rápido crescimento econômico e, principalmente, diferenças significativas entre os custos finais dos recursos de origem interna e externa que, associadas ao sistema de câmbio flexível, possibilitou aos tomadores nacionais aproveitarem-se das taxas de juros mais reduzidas do exterior sem os riscos de desvalorizações repentinas e de grande magnitude.

Como se verá adiante, a absorção bruta de recursos externos, nos montantes efetivamente observados (em torno de US\$ 10 bilhões, no biênio 1972/73), além de desempenhar função primordial no orçamento de divisas do País, representou fonte de fundos complementar, em virtude do atavismo do sistema financeiro doméstico em mobilizar o volume de crédito requerido, e aos prazos convenientes, pelos setores produtivos em franca expansão.

Os investimentos diretos líquidos apresentaram também substancial elevação entre 1968 e 1972, passando de US\$ 61 milhões para US\$ 314 milhões, com a média de US\$ 170 milhões, superando mesmo o valor médio do período 1957/60 (US\$ 117 milhões), época em que o famoso Programa de Metas propiciou maciças inversões estrangeiras.

Dados provisórios dos investimentos diretos em 1973 (da ordem de US\$ 1 bilhão) parecem confirmar a tendência expansionista verificada particularmente após 1970. Tal *performance*, sugerindo o estreitamento da integração do País com os centros do capitalismo industrial, evidencia ainda a ocorrência de importantes modificações na estrutura de propriedade de ativos na economia. Adicionalmente, em vista da permanência no prazo mínimo de 10 anos nos registros de empréstimos no Banco Central, da eventual aplicação de retenções compulsórias ou normas seletivas sobre novos influxos

de capitais de empréstimo e da elevação das taxas de juros no exterior, é provável que parte dos investimentos efetuados em 1973 (e aumentos futuros em suas entradas) sofresse tais influências. Sob esta ótica, a economia brasileira estaria a oferecer boas oportunidades para inversões diretas, como participação na ampliação de empresas e/ou na realização de novos empreendimentos, com taxas de risco e possibilidades favoráveis de retorno do capital aplicado, nos mesmos 10 anos em que, alternativamente, poderiam ser feitas aplicações em empréstimos.<sup>3</sup>

De qualquer forma, verifica-se que ainda por algum tempo a ampliação da oferta de divisas — necessária ao financiamento do “hiato de recursos” e ao atendimento do crescente serviço da dívida — deverá repousar, principalmente, sobre o influxo líquido de empréstimos e financiamentos externos, embora não necessariamente nos montantes dos últimos anos. Entretanto, a mais longo prazo, a variável estratégica para a sustentação do crescimento é a receita de exportação, uma vez que a capacidade de se promover o *roll-over* da dívida com novos empréstimos é limitada no tempo.

Neste ponto, convém acrescentar algumas considerações sobre o caráter da “limitação” dos recursos externos (“hiato de recursos”) na expansão da economia brasileira, aspecto básico das justificativas oficiais quanto à admissão dos elevados ingressos em moeda estrangeira.

A apresentação da totalidade dos influxos de capitais autônomos como “poupança externa” e suas implicações quanto à manutenção do crescimento acelerado apóiam-se na definição de poupança externa no esquema de contabilidade nacional, onde se tem sua equivalência ao *deficit* em transações correntes ou, alternativamente, no conceito de “hiato de recursos”.<sup>4</sup> Contudo, em ambos os casos

<sup>3</sup> Destaque-se que, como indicado no *Relatório do Banco Central, de 1973*, p. 229, 99,5% dos investimentos diretos registrados em 1973 corresponderam a entradas em moeda estrangeira (e o resíduo em equipamentos), contra 96% em 1972, e 97% para a média do período 1967/71.

<sup>4</sup> No trabalho do Banco Central, “Setor Externo e Desenvolvimento da Economia Nacional” (ver Tabela 1), o “hiato de recursos” engloba o balanço comercial e os serviços-não-fatores: viagens internacionais, transportes, seguros, despesas governamentais e diversos.

computam-se alguns dispêndios de divisas, como viagens, gastos das representações diplomáticas (em despesas governamentais) e diversos, que dificilmente poderiam ser considerados poupança externa, no sentido de contribuição à formação de capital. Uma definição menos abrangente de hiato de recursos reais (balanço comercial FOB, transportes, seguros e aquisição de tecnologia)<sup>5</sup> aproxima-se bem mais da efetiva participação do financiamento externo na ampliação da capacidade produtiva. Verifica-se então que os montantes englobados sob este último conceito, no biênio 1971/72, correspondem praticamente à metade dos valores indicados como “hiato de recursos” no documento do Banco Central.

Adicionalmente, a idéia de complementariedade dos recursos externos à poupança interna nem sempre corresponde à realidade. Muitas vezes, o que se observa é uma relação de substitutibilidade entre esses elementos. No caso brasileiro, a estratégia governamental de combinar o ritmo de expansão do consumo global (por suas implicações no crescimento econômico), quase que exclusivamente financiado por aplicações voluntárias internas, com recurso ao ingresso de empréstimos em moeda, vem implicando a consolidação do desvio crescente de fundos internos para financiamento do consumo. Assim, em termos agregados, estaria verificando-se a substituição de parte da poupança interna potencial por influxos externos, os quais estariam facilitando a elevação simultânea do consumo e do investimento.<sup>6</sup>

Em contrapartida, é provável que tais aspectos estejam contribuindo parcialmente para a inibição do desenvolvimento do sistema financeiro interno, frustrando aumentos de participação das

<sup>5</sup> Como a indicada por Carlos Von Doellinger *et alii*, *op. cit.*

<sup>6</sup> A colocação desta ordem de problemas vem sendo feita por diversos autores, inclusive por Ronald I. McKinnon (de certa forma como autocrítica, já que ele foi um dos formuladores originais da teoria sobre os modelos de “dois hiatos”), no artigo “On Misunderstanding the Capital Constraint in LDCs: The Consequences for Trade Policy”, in *Trade, Balance of Payments and Growth — Papers in International Economics in Honor of Charles P. Kindleberger*, editado por Bhagwati, Jones e Mundell, North-Holland, pp. 506-523. Ver também Gustav Papanek, “The Effect of Aid and Other Resources Transfers on Savings and Growth in Less Developed Countries”, in *The Economic Journal* (September 1972), pp. 934-950.

agências creditícias domésticas no financiamento da formação de capital e da produção corrente (capital de giro), com recursos mobilizados internamente a mais longos prazos.

Desta forma, uma alternativa à captação de empréstimos externos teria sido o estímulo ao aumento das operações de financiamento da produção corrente a cargo das agências financeiras privadas, juntamente com a ampliação das aplicações de médio e longo prazos dos bancos públicos de fomento através da utilização de fundos orçamentários ou obtidos junto ao público (bancário e não-bancário) ou combinações destes, adequando-se os instrumentos de crédito às necessidades das empresas. Porém, deve-se ter presente que isto implicaria o provável aumento da participação do setor público na economia, considerada elevada mormente pelas entidades da iniciativa privada, além de demandarem um período de tempo mais longo para sua implementação. Se considerarmos a situação de extrema liquidez e conseqüente facilidade de obtenção de empréstimos no mercado financeiro internacional, ao menos até fins de 1973, compreende-se que a opção mais fácil foi a efetivamente adotada.

### 3 — Processo de aceleração do crescimento com endividamento externo

Em cuidadoso documento de 1970, o diretor da área de câmbio do Banco Central adiantava os principais aspectos que norteariam a política de crescimento acelerado com endividamento externo (*growth-cum-debt*), cuja tese central versava sobre a viabilidade do financiamento do desenvolvimento brasileiro com a colaboração complementar de empréstimos e financiamentos levantados no exterior.<sup>7</sup>

O estudo parte da hipótese que a promoção do crescimento “a um nível acelerado e auto-sustentável” implicaria a necessidade de prover montantes adequados de capacidade para importar (e saldar o serviço da dívida), de forma a manter o equilíbrio relativo do saldo final do balanço de pagamentos, em virtude da ocorrência

<sup>7</sup> Paulo H. Pereira Lira, “Endividamento Externo — Problema e Política”, in *Segurança e Desenvolvimento* (ADESG, 1970), pp. 109-139.

quase inevitável de um “hiato de recursos”.<sup>8</sup> Destaca o autor que tais condicionantes levariam a estabelecer que, “em última análise, a dívida que o País pode prudentemente assumir num determinado ano, para atender ao financiamento do hiato de recursos e do serviço do capital, há de depender da expectativa quanto aos montantes de endividamento que se espera possam ser obtidos nos anos subseqüentes, de modo que o processo de giro da dívida, nesses anos futuros, possa transcorrer tranqüilamente. Noutros termos, o montante de endividamento hoje depende do que se considere viável como endividamento para amanhã” (*op. cit.*, p. 115).

A adoção de tal modelo implica certo grau de vulnerabilidade da economia ao processo de endividamento, que poderia ser avaliado através de dois indicadores principais: o coeficiente de serviço da dívida/exportações e a estrutura de vencimento da dívida.

Contudo, reafirma o autor (páginas 119-120) que “mesmo permanecendo constante, em termos absolutos, o “hiato de recursos”, seria exigida a expansão contínua dos empréstimos externos em vista dos requisitos quanto ao giro da dívida e o próprio “hiato de recursos”. Desta forma, o não agravamento do grau de vulnerabilidade da economia implicaria ao menos a manutenção do coeficiente serviço da dívida/exportações, ou seja, que a taxa de crescimento anual do valor das exportações fosse no mínimo igual à taxa anual de aumento do serviço da dívida”. “Verifica-se assim que o incremento das exportações a taxas expressivas desempenha papel fundamental na estratégia da política econômica para o desenvolvimento acelerado e sustentável”.

Deste modo ficaria evidenciada a relevância da adoção simultânea de políticas de fomento das exportações (que, inclusive, reduziriam “o significado da incerteza quanto à disponibilidade de futuros empréstimos”) e de formação de reservas internacionais de montante “adequado”.<sup>9</sup>

<sup>8</sup> O conceito de “hiato de recursos” é aquele mais abrangente, também identificado como absorção de “poupança externa”, sobre o qual fizemos algumas considerações.

<sup>9</sup> Ver, também, Paulo H. Pereira Lira, “Endividamento Externo e Desenvolvimento”, in *Revista Econômica do Jornal do Brasil* (1972); e “Setor Externo e Desenvolvimento da Economia Nacional” — Anexo Especial II, *Boletim do Banco Central do Brasil* (fevereiro/1973).

Tendo em vista os elementos acima indicados, o Banco Central desenvolveu, a partir de 1969, um “programa de computador que permite fazer a simulação do comportamento da dívida externa do País, para as mais variadas hipóteses e pelo período de tempo considerado relevante. Dispõe-se, dessa forma, de um quadro geral de percursos alternativos para o endividamento externo do País, cada um deles correspondendo às hipóteses... quanto ao formato do balanço de pagamentos e sobre a disponibilidade de empréstimos externos de diferentes naturezas, no futuro”. “Dentre os percursos alternativos, cabe então escolher um chamado percurso viável..., cercado por certas limitações, que dizem respeito: a) à disponibilidade de fundos oriundos das agências financeiras governamentais e internacionais; b) à estrutura das importações brasileiras; e c) aos compromissos de endividamento já existentes”.

“A apuração do percurso viável serve, entre outras, a duas finalidades básicas: a) constatação da viabilidade a longo prazo do processo de aceleração do crescimento com aumento da dívida externa; e b) tomada racional de decisões de efeito imediato, como a imposição de limites quantitativos à contratação de certos tipos de dívida”.<sup>10</sup>

De fato, desde 1969 (quanto aos empréstimos em moeda) e 1970 (financiamento de importações) vêm-se implementando mecanismos de controle dos ingressos de fundos do exterior visando a distribuir adequadamente o impacto das amortizações e juros sobre o balanço de pagamentos dos anos vindouros. A partir de 1971, as autoridades governamentais tiveram ainda de considerar, prioritariamente, a compatibilização de tais medidas com a política monetária global, sobretudo quanto ao aumento da oferta monetária nos níveis requeridos pelas metas de contenção dos preços.<sup>11</sup>

Convém destacar que embora desde 1964/65 as autoridades governamentais venham utilizando recursos externos visando à atenuação dos desequilíbrios crônicos do balanço de pagamentos e ao

<sup>10</sup> Ver Paulo H. Pereira Lira, *op. cit.*

<sup>11</sup> Ver José Eduardo Pereira, “Alterações Recentes na Regulamentação dos Empréstimos em Moeda Estrangeira e Financiamento de Importações”, in *Pesquisa e Planejamento Econômico*, vol. 3, n.º 2 (junho de 1973), pp. 469-490; e “Setor Externo e Desenvolvimento...”, *op. cit.*

reforço da oferta de crédito interno, a ênfase nas modalidades de ingresso dos recursos foi distinta da adotada a partir de 1968/69.<sup>12</sup>

Assim, com base nas disposições do *Programa de Ação Económica do Governo 1964/66*, depreende-se que as autoridades não esperavam grande contribuição dos empréstimos em moeda no reforço da oferta de divisas, como viria a ocorrer efetivamente após 1970 em função de condições favoráveis no mercado financeiro internacional. O PAEG explicitava a dependência do crescimento económico sobre a taxa de investimento que, por sua vez, tinha na capacidade para importar um “elemento de importância estratégica”, tanto pelo fato de “cerca de 20% dos investimentos corresponderem a bens de capital importados”, quanto pela dependência do funcionamento corrente da economia sobre as importações de matérias-primas e produtos intermediários. Ora, como não era “dado esperar que o influxo de capitais estrangeiros (pudesse) crescer na medida exigida pelas importações implícitas nas taxas programadas (de crescimento)”, a melhoria da situação do balanço de pagamentos e, conseqüentemente, a elevação da capacidade de importar dependeriam “sobretudo das exportações e, em menor escala, da entrada líquida de capitais” (p. 120).

Verifica-se, portanto que, à época do PAEG, ênfase maior era atribuída à expansão da receita de exportações (“Exportar é a solução”), aos ingressos de capitais vinculados a importações (créditos concedidos por agências internacionais e governamentais e fornecedores privados) e aos investimentos diretos (“de natureza instável e aleatória”, p. 130). Os dois últimos deveriam desempenhar “uma relevante função supletiva nos fluxos domésticos de investimento”, inclusive quanto aos aspectos relacionados com a transferência de tecnologia (p. 47).

As medidas então efetivadas para “criar condições que (estimulassem) a entrada de recursos externos, visando a acelerar a taxa de crescimento do produto interno” (p. 142), consistiram, básica-

<sup>12</sup> Todavia, em ambos os casos, permaneceram os desequilíbrios estruturais das contas do setor externo (momento na de serviços), apesar do novo formato do movimento de capitais autônomos que, à primeira vista, estaria indicando a definitiva superação dos problemas crônicos do balanço de pagamentos. Como se viu, tal só ocorreria a mais longo prazo, com a continuidade de grandes aumentos nas receitas de exportação.

mente, em alterações na Lei 4.131/62, como a equiparação do reinvestimento ao capital original e a retirada de limitações às remessas, por meio da Lei 4.390/64. Em janeiro de 1965, seria baixada a Instrução 289, assegurando disponibilidade de divisas na data do retorno dos empréstimos ingressados para financiamento de capital de giro das empresas.

Porém, quando foi estabelecida a Instrução 289, acreditava-se que deveria persistir a situação deficitária do balanço de pagamentos. Em tais circunstâncias, a contrapartida em cruzeiros dos recursos externos não representaria fator de expansão dos meios de pagamentos, uma vez que corresponderia à uma parcela do *deficit* com o exterior. Entretanto, a recessão econômica, agravada pelo rígido programa de estabilização monetária, juntamente com bom desempenho das exportações, conduziram a *superavits* finais do balanço de pagamentos em 1965/66, produzindo efeitos opostos aos esperados.

Em depoimento no Congresso, registrado no "Relatório da CPI destinada a apurar as transações efetuadas entre empresas nacionais e estrangeiras" (Suplemento ao n.º 203 do *Diário do Congresso Nacional*, de 20/11/68, p. 9), Mário Henrique Simonsen afirmava que "no momento em que passou a haver saldo (positivo) no balanço de pagamentos, esses dólares passaram a ser uma semi-emissão localizada para as empresas que haviam feito (operações com) a Instrução 289". Outro depoente, Rômulo de Almeida, acrescentava que "o governo se permitia o luxo de pagar juros ao estrangeiro para simplesmente guardar moeda estrangeira que não era útil, . . . , enquanto podia estar emitindo este dinheiro para reforçar as empresas brasileiras" (*sic*, p. 9). O próprio Ministro Roberto Campos, em seu depoimento, reconhecia parcialmente o resultante favorecimento das filiais estrangeiras, que obtinham parte do capital de giro no exterior no montante desejado e a juros inferiores aos que pagavam as firmas nacionais, as quais enfrentavam ainda severas restrições creditícias internas. Esta situação desigual só viria a ser modificada com a Resolução 63, em agosto de 1967.

No segundo período, após 1968/69, as justificativas para a absorção de recursos externos foram praticamente as mesmas da fase do

PAEG, conquanto a ênfase tivesse se transferido essencialmente para os então volumosos ingressos de empréstimos em moeda. A totalidade dos influxos de recursos externos é em geral apresentada como poupança externa, cuja utilização estaria permitindo reduzir os hiatos de recursos reais e em moeda estrangeira, além de elevar a taxa de investimento acima da que seria viável com a utilização exclusiva da poupança interna. Conseqüentemente, a aceleração do ritmo de crescimento do PIB seria parcialmente devida à utilização complementar desta poupança externa.<sup>13</sup>

Quanto à manutenção do elevado nível de reservas internacionais (da ordem de US\$ 6,4 bilhões, em fins de 1973), originada principalmente dos créditos em moeda, a justificativa dos *policy-makers* seria a de que constituem elemento de flexibilidade na política de comércio exterior e de garantia da liquidez internacional do País. Como tais ingressos em moeda estrangeira excederam em muito as necessidades de financiamento do balanço de pagamentos, ampliando, portanto, a posição líquida de reservas, formou-se um círculo vicioso, pelo qual o endividamento ampliava as reservas, que permitiam a continuidade da expansão da dívida.

Deve-se observar que talvez fosse desnecessária a manutenção de reservas em níveis tão elevados (já que sua formação tem custos financeiros e sociais), em face da situação de liquidez no mercado financeiro internacional no período, quando países sem nenhuma tradição e poucas garantias obtiveram somas proporcionalmente análogas às obtidas pelas empresas e outras entidades brasileiras.<sup>14</sup> Poder-se-ia, então, traçar uma analogia entre a situação nacional e aquela de alguém que conservasse saldos médios não requeridos, para obter empréstimos que não seriam totalmente utilizados, mantendo-se parte em depósito, enquanto novos empréstimos eram contratados, repetindo-se o comportamento anterior.

Retomando-se a questão dos indicadores do grau de vulnerabilidade da economia em crescimento acelerado com dívida externa,

<sup>13</sup> Sob este aspecto, considere-se os esclarecimentos à p. 153 do presente artigo.

<sup>14</sup> Ver John Wells, "Eurodólares, Dívida Externa e o Milagre Brasileiro". *Estudos CEBRAP*, n.º 6 (1973), pp. 14-17.

verifica-se que, no que diz respeito à administração financeira do endividamento, alguns propósitos já foram atingidos, embora melhorias mais significativas quanto à desconcentração dos pagamentos só devam ocorrer nos próximos anos. Mesmo no período 1969/72 observou-se declínio de 26,2% para 20,5% nas amortizações do principal da dívida externa, no primeiro ano subsequente, refletindo a redução das amortizações dos empréstimos em moeda no primeiro ano, que passou de 54,7%, em 1970, para 28,6%, em 1973.

Contudo, numa perspectiva de médio prazo, observou-se um agravamento das amortizações previstas dos empréstimos em moeda nos 6 anos seguintes, que correspondiam a 77,4% da posição em 1969, elevando-se para 86,7%, com respeito ao saldo em 1972. Tal fato derivou-se tanto da contratação de novos créditos quanto da extensão do prazo médio dos empréstimos, com as amortizações de curto prazo centradas agora, nos segundo e terceiro anos subsequentes, particularmente no que tange às operações da Resolução 63.<sup>15</sup>

Quanto ao coeficiente de serviço da dívida/exportações, que apresentou a média de 51% no período 1967/73, verificou-se seu incremento de 38%, em 1967, para 47%, em 1973, em função da taxa geométrica de aumento anual do serviço da dívida (25%) ter excedido a das exportações (21%). Assim, a julgar por este indicador, teria ocorrido no período pequena elevação do grau de vulnerabilidade da economia, comprometendo ligeiramente a continuidade da manutenção do crescimento acelerado com a utilização intensiva de recursos externos (ver Tabela 3).<sup>16</sup>

<sup>15</sup> Ver, a propósito, a Tabela 2. Note-se ainda que as modificações no esquema de repagamento das contratações, sob amparo da Lei 4.131, referem-se tanto à diminuição dos prazos totais, quanto à determinação precisa dos vencimentos, por força do Comunicado FIRCE n.º 18, de agosto de 1970.

<sup>16</sup> Convém destacar que, em 1973, o serviço da dívida beneficiou-se particularmente das rendas de juros derivadas de aplicações no exterior de parte das elevadas reservas internacionais do País e de financiamentos a importadores latino-americanos, como indicado no *Relatório do Banco Central de 1973*, p. 226.

TABELA 2  
*Endividamento Externo no Brasil*  
*Esquema de Amortização do Principal da Dívida Externa em 31 de*  
*Dezembro de 1969/72*

Porcentagem sobre as Posições em Fim de Ano

Especificação	31-12-69			31-12-70			31-12-71			31-12-72						
	1970	1971/72	1973/75	1976/95****	1971	1972/73	1974/76	1977/93****	1972	1973/74	1975/77	1978/95****	1973	1974/75	1976/78	1979/95****
1 - Empréstimos Compensatórios.....	16,7	39,6	18,6	25,1	21,9	25,0	25,3	27,8	20,0	13,9	31,1	25,0	15,7	27,3	38,9	18,1
2 - AID Empréstimos "Programa".....	—	0,6	3,1	96,3	0,2	0,9	4,8	94,1	0,4	1,2	6,6	91,8	0,5	2,2	7,9	89,4
3 - Financiamento de Importações*.....	12,7	22,9	25,1	39,3	11,5	22,4	24,7	41,4	10,6	21,4	24,2	43,8	11,5	22,1	23,6	42,8
3.1 - Entidades Internacionais.....	8,3	19,8	31,3	40,5	7,1	18,8	26,6	47,5	8,4	16,5	25,7	49,3	6,4	15,0	25,0	53,6
BIRD.....	7,3	19,7	28,2	44,8	6,4	17,8	23,2	45,0	6,4	15,2	22,0	56,4	5,2	12,3	21,5	61,0
BID**.....	9,8	19,4	33,1	37,7	7,8	18,8	28,3	45,1	9,2	19,0	30,7	41,1	7,7	17,9	31,1	43,3
CFI.....	5,7	26,9	55,3	12,1	9,1	37,2	46,3	7,4	10,2	38,9	36,3	14,6	14,2	32,2	29,6	24,0
3.2 - Agências Governamentais.....	7,6	15,6	17,9	58,9	7,5	14,8	17,8	59,9	6,4	13,4	16,8	63,4	7,1	13,9	17,1	61,9
AID - Empréstimos "Projeto".....	—	—	1,5	98,5	—	—	3,7	96,3	0,0	0,3	5,4	94,3	0,0	1,3	6,7	92,0
EXIMBANK - USA.....	16,8	30,8	40,0	6,4	18,1	37,5	34,6	9,8	15,8	30,7	27,5	26,3	17,1	29,1	24,9	26,9
KfW.....	4,3	20,2	28,0	47,5	6,5	14,0	24,5	54,4	7,1	13,7	21,2	58,0	6,2	12,4	19,4	62,0
Banco Nacional da Dinamarca.....	10,0	20,0	30,0	40,0	10,0	21,8	31,8	36,4	9,1	22,7	31,8	36,4	10,0	25,0	35,0	30,0
Outros***.....	10,4	13,8	14,8	61,0	9,3	10,1	18,8	61,8	4,2	12,9	20,7	62,2	5,7	14,9	23,5	55,9
3.3 - Outros Financiadores de Solidariedade.....	22,6	34,2	28,9	14,3	19,0	33,0	30,7	17,3	16,7	31,3	30,1	21,9	18,2	33,2	27,8	20,8
5 - Empréstimos em Moeda.....	8,7	6,8	9,3	75,2	8,0	15,3	20,0	56,7	7,9	16,6	18,7	56,8	8,2	16,4	16,4	59,0
5.1 - Resolução n.º 63.....	54,7	16,9	5,8	22,6	41,2	26,2	6,8	25,8	41,4	33,9	9,0	15,7	28,6	32,2	25,9	13,3
5.2 - Instrução n.º 289.....	70,6	20,9	2,0	0,5	50,6	45,0	4,4	—	34,3	63,3	2,4	—	35,5	42,4	21,6	0,5
5.3 - Lei n.º 4131.....	100,0	—	—	—	75,7	—	—	24,3	61,7	—	—	—	60,3	—	—	39,7
6 - Empréstimos Diversos****.....	21,6	22,7	10,5	45,2	24,4	10,1	10,1	39,7	42,0	23,9	13,8	20,3	22,4	28,0	30,1	19,5
7 - Titulos.....	3,4	7,4	11,8	77,4	3,8	8,0	12,4	75,8	4,1	8,6	13,0	74,3	4,4	8,9	14,1	72,6
8 - Total.....	26,2	18,8	13,4	41,6	23,3	21,0	14,0	41,7	24,7	25,0	15,0	35,3	20,5	26,3	24,0	29,2

FONTE: Boletim do Banco Central do Brasil (junho de 1971, novembro de 1972 e abril de 1973).

\* Inclusive financiamento de Serviços e Custos Locais.

\*\* Exclui empréstimos pagáveis em moeda nacional, que tem a seguinte posição devedora em fim de ano: 1969 - US\$ 196,0 milhões; 1970 - US\$ 238,8 milhões; 1971 - US\$ 274,6 milhões. Exclui ainda créditos rotativos de financiamento de exportações, cujas posições em fim de ano eram: 1970 - US\$ 7,0 milhões; 1971 - US\$ 14,9 milhões.

\*\*\* Inclui financiamentos de importações de trigo: PL - 480 (VI, VII e VII Acordos) e Canadian Wheat Board. Inclui ainda Outros Financiamentos.

\*\*\*\* Inclui operações do grupo Light/Brazilian Traction e de encampação de empresas de energia elétrica e telefônicas.

\*\*\*\*\* Inclusive vencimentos posteriores e a especificar.

TABELA 3

*Dívida Externa, Reservas Internacionais, Serviço da Dívida e Exportações, 1967/73*

(US\$ milhões)

Especificação	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973*
1 — Dívida Externa.....	3.281	3.780	4.403	5.295	6.622	9.521	12.882
1.1 — Empréstimos em Moeda...	671	1.083	1.605	2.285	3.193	5.528	7.858
1.2 — Outros.....	2.610	2.697	2.798	3.010	3.429	3.993	5.024
2 — Reservas Internacionais.....	204	257	656	1.187	1.723	4.183	6.417
2.1 — Divisas.....	137	199	598	962	1.450	3.836	6.031
2.2 — Outros.....	67	58	58	225	273	347	386
3 — Serviço da Dívida...	-628	-960	-1.250	-1.476	-1.685	-2.305	-2.917
3.1 — Amortizações de Empréstimos Financiamentos.....	-444	-816	-1.068	-1.242	-1.383	-1.950	-2.446
3.2 — Juros Líquidos.....	-184	-144	-182	-234	-302	-355	-471
— Receita...	18	10	22	50	42	130	400
— Despesa...	-202	-154	-204	-284	-344	-485	-871
4 — Exportações (FOB)...	1.654	1.881	2.311	2.739	2.882	3.987	6.198
5 — Serviço da Dívida/Exportações.....	0,38	0,51	0,54	0,54	0,58	0,58	0,47

FONTE: *Banco Central do Brasil*: "Sector Externo e Desenvolvimento da Economia Nacional", Relatórios de 1972 e 1973 e Boletim de fevereiro de 1974.

\* Dívida Externa: posição em 30-12-73, Reservas Internacionais: posição em 30-12-73; Serviço da Dívida: estimativa a partir dos resultados preliminares, em 1973, dos juros líquidos e amortizações de capitais de médio e longo prazos (US\$ 1.679 milhões), mantendo-se a mesma amortização de capitais de curto prazo de 1972 (US\$ 767 milhões).

#### 4 — Condições de longo prazo necessárias ao atendimento do serviço da dívida

Como se pode observar, a própria adoção de uma política de crescimento acelerado com endividamento externo traz implícita a aceitação de um *constraint* de recursos externos, em sentido análogo à hipótese da predominância *ex ante* de um *foreign-exchange gap*, segundo a conceituação tradicional dos modelos de dois hiatos.<sup>17</sup>

É provável que isto decorra de extrapolações de situações concretas de obstáculos no setor externo ao crescimento da economia, surgidos em épocas passadas. Entretanto, deve-se ter em conta que muitos destes problemas decorreram do relativo descaso das políticas econômicas da época, particularmente a cambial, no que tange ao maior estímulo à expansão das exportações e desincentivos a um fluxo razoável de capitais externos, o que não mais se verifica. Efeitos semelhantes podem ainda ser imputados ao liberalismo característico da política de importações.

De qualquer forma, a utilização intensiva de recursos externos (combinada com fontes internas de financiamento) corresponde a uma etapa transitória (em período limitado de tempo), durante

<sup>17</sup> A apresentação do crescimento brasileiro do pós-guerra até meados da década de 60, nos termos formais dos modelos de "dois hiatos", enfatizando a dominância *ex ante* do *foreign-exchange gap*, pode ser encontrada no trabalho de John T. Donnelly, mencionado adiante, em que o autor se vale, entre outros estudos, das teorizações pioneiras de Ronald I. McKinnon. "Foreign Exchange Constraints in Economic Development and Efficient Aid Allocation", in *The Economic Journal*, vol. LXXIV, n.º 294 (June 1964), pp. 388-409; e Hollis B. Chenery and Alan M. Sthout, "Foreign Assistance and Economic Development", in *The American Economic Review*, vol. LVI, n.º 4 (September 1966), pp. 679-733.

Além dos estudos nessa linha, realizados pelo Prof. Isaac Kertenczky, na Fundação Getúlio Vargas, outras análises sobre a economia brasileira, utilizando as conceituações dos modelos de dois *gaps*, constam do trabalho de Albert Fishlow, *Gap Analysis and the Macro-Model of the Plano Trienal* (IPEA, June 1968), mimeo, parcialmente incorporado no *Programa Estratégico de Desenvolvimento 1968-1970*, MINIPLAN, vol. I (junho de 1968), pp. VII-20 e segs.

a qual a economia deve atender a um conjunto de condições necessárias, compatíveis com posterior redução gradual do hiato de recursos externos e do pagamento do serviço da dívida acumulado, além de possibilitar a manutenção do crescimento auto-sustentável a longo prazo.

Em conseqüência, deve-se atuar no sentido da obtenção de contínua melhoria do quociente exportação/importação, que repousa, quase exclusivamente, na expansão das exportações.<sup>18</sup>

Desta forma, as referidas condições de longo prazo estariam relacionadas com os seguintes elementos: a) utilização e alocação dos recursos captados no exterior em direção ao desenvolvimento da transformação da estrutura produtiva e das contas do setor externo, visando ao estreitamento do hiato de recursos externos e ao pagamento da dívida; b) manutenção da taxa de crescimento das exportações acima da taxa de crescimento do PIB e do próprio aumento das importações; e c) expansão daquelas exportações que venham a propiciar receitas em moedas de livre conversibilidade (diretamente ou através de compensações internacionais), dado que a quase totalidade dos encargos da dívida (e importações) tem curso nessas moedas.

Por outro lado, uma estimativa do período de tempo disponível para que a economia desenvolvesse sua capacidade de atendimento dos requisitos de longo prazo de tal processo dependeria, em grande medida, do nível e das condições efetivas do endividamento quanto aos prazos e custos. E isto porque, quanto mais duras tais condições (particularmente quando implicam a concentração dos encargos), tanto mais rapidamente o País atingirá o momento em que

<sup>18</sup> Mesmo ocorrendo, em futuro próximo, intensa substituição de importações de bens de capital (e alguns produtos intermediários metálicos), sua produção interna demandará certa gama de importações adicionais, inclusive de bens de capital, eventualmente em maiores proporções, dada a relação capital-produto do setor bem mais elevada que nos restantes segmentos da indústria de transformação. Se considerarmos, ademais, a natureza de alguns bens intermediários, particularmente óleo cru, verifica-se a importância dos obstáculos a uma redução significativa das importações.

os ingressos líquidos se anulam em virtude do serviço da dívida exceder os ingressos brutos de capitais.<sup>19</sup>

Em essência, essas mesmas preocupações foram abordadas no já referido trabalho “Endividamento Externo — Problema e Política”, quando da análise da viabilidade a longo prazo do processo de crescimento com endividamento externo. Segundo o autor, deve-se ter em conta “a perspectiva de que, iniciado o processo, o país possa oportunamente sair dele” (p. 132).

Para tanto, torna-se necessário o exame simultâneo de pelo menos três principais indicadores: a taxa de crescimento anual da dívida, o confronto entre custo médio do endividamento e produtividade do capital estrangeiro aplicado na economia e o quociente juros/exportações.

Evidencia-se, portanto, a importância do conhecimento da alocação e utilização dos recursos externos absorvidos de forma a se avaliar sua contribuição à transformação da estrutura econômica, em particular do setor exportador. Mais ainda, de posse destes resultados, pode-se orientar melhor os critérios de investimento a serem utilizados na avaliação de aplicações passadas e na eventual adoção de critérios de análise e seletividade para futuros ingressos.

Atualmente, com base na experiência de vários países, acredita-se que boa parte do capital externo deva ser alocado em empreendimentos que dêem uma contribuição líquida direta ao *export-drive* e, portanto, à capacidade futura de pagamento do serviço da dívida.

<sup>19</sup> Ilustrando esse fato, John Donnelly, “External Debt and Long-Term Servicing Capacity”, in *Contemporary Brazil: Issues in Economics and Political Development*, editado por Rosenbaum e Tyler Praeger, 1972), p. 110 cita o seguinte exemplo, extraído de USAID, *A Study on Loan, Debt Burden and Development* (1965), pp. 19-22: para um financiamento externo com 13 anos de prazo, inclusive três de carência, com juros anuais de 5,5%, ao término do quinto ano, o pagamento do serviço da dívida representa metade do ingresso líquido; ao fim do oitavo ano, os pagamentos acumulados do serviço da dívida igualam o montante do financiamento e, portanto, nos anos posteriores verifica-se uma saída líquida de recursos. Note-se ainda que as condições do exemplo são extremamente favoráveis.

## 5 — Considerações sobre a articulação dos capitais externos com a economia nacional

A seguir apresenta-se breve análise da destinação dos créditos externos tomados por empresas e demais organismos sediados no País, para uma aproximação empírica das questões abordadas. Em vista de suas distintas repercussões, deve-se focar separadamente a contribuição dos empréstimos em moeda estrangeira da prestada pelos financiamentos de importações.

A partir dos levantamentos realizados junto ao Banco Central (FIRCE), de cerca de 28.500 certificados de registro de empréstimos e financiamentos, no período 1966/71, verificou-se que o total dos créditos externos brutos absorvidos pela economia nacional atingiu o montante de US\$ 13,900 milhões,<sup>20</sup> dos quais US\$ 6,668 milhões sob a forma de financiamentos para importações e . . . . US\$ 7,232 milhões de empréstimos em moeda estrangeira.<sup>21</sup>

A maior parte das importações financiadas destinou-se aos setores de infra-estrutura e construção civil (38,6%) e administração pública (24,3%). Estas últimas, em grande medida, referiram-se também a aplicações em projetos de infra-estrutura, basicamente nas áreas de energia elétrica, transportes e comunicações. A indústria de transformação absorveu 27,3% dos financiamentos de importações no período.<sup>22</sup>

<sup>20</sup> Deve-se esclarecer que os montantes brutos registrados pela FIRCE, deduzidos os eventuais cancelamentos, nem sempre correspondem aos indicados nas rubricas homônimas da estatística de balanço de pagamentos. Essas diferenças anuais, que tendem a se compensar quando são tomados períodos mais longos, são explicadas, principalmente, por defasagens de registro e lacunas na apuração do balanço de pagamentos, por conta dos itens "outros capitais" e "erros e omissões".

<sup>21</sup> Ressalte-se que desses ingressos brutos em todo o período, respectivamente 44,8, 40,4 e 48,9% correspondem ao biênio 1970/71. Se tivesse sido possível incluir também os registros no ano de 1972, verificar-se-ia concentração ainda maior dos ingressos.

<sup>22</sup> Destaque-se que, em amostragem efetuada somente para a indústria de transformação, nos anos de 1966, 1968 e 1971, do total dos financiamentos, 90% correspondiam a importações de bens de capital, como era de esperar. Neste sentido, talvez se possa admitir que os financiamentos de importações representam parcela dos influxos externos que, juntamente com os investimentos diretos, constituam-se em contribuições de poupança externa, servindo efetivamente ao aumento da formação bruta de capital fixo da economia.

Portanto, a maioria das atividades – em áreas de acentuado controle governamental sobre os empreendimentos – beneficiadas por tais financiamentos são geradoras de *non-tradable goods* e, conseqüentemente, não contribuem diretamente para a ampliação das disponibilidades de divisas, na forma em que o problema foi aqui colocado. Contudo, as economias externas que propiciam poderiam estar elevando a produtividade média da economia, favorecendo, inclusive, a consolidação do *export-drive* a médio e longo prazos.

No que tange aos empréstimos em moeda estrangeira, observou-se clara predominância dos absorvidos pela indústria de transformação (42,3% dos ingressos brutos no período), seguindo-se os dos intermediários financeiros privados (34%). Por outro lado, presume-se que a maior parcela das entradas de capitais sob amparo da Resolução 63 (28% do total dos empréstimos, equivalente a ..... US\$ 2.044 milhões) – em que os devedores frente ao exterior são necessariamente bancos privados ou públicos – teria sido repassada para empresas industriais. Caracterizou-se, portanto, situação inversa à dos financiamentos, na medida em que a maioria dos tomadores de empréstimos em moeda constituía-se de empresas privadas.

Convém ressaltar que, na indústria de transformação, somente para os ingressos amparados pela Lei 4.131 e Instrução 289, cerca de 80% (em valor) das empresas devedoras de empréstimos em moeda eram de propriedade estrangeira.

Assim, no período 1966/71, a indústria de transformação, cujos créditos recebidos do exterior ascenderam a US\$ 4.884 milhões, teve nos empréstimos em moeda a principal fonte de recursos externos (62,7%), destacando-se aqueles ingressados pela Lei 4.131 (34% do total dos créditos industriais). Obviamente, os financiamentos de importações constituíram-se na origem complementar (37,3%) de seus fundos externos.

Adicionalmente, em média, nos três anos amostrados, 67% dos fluxos externos às empresas do setor manufatureiro tinham por objetivo o suprimento de capital de giro. Se computados somente os empréstimos em moeda realizados nos moldes da Lei 4.131 e da Instrução 289, os créditos para capital de giro atingiriam, em mé-

dia, a não desprezível proporção de 98%.<sup>23</sup> Evidentemente, os restantes 2% destinaram-se (segundo os objetivos declarados pelas próprias empresas) ao financiamento do capital fixo industrial, englobando os gastos com equipamentos, construção, instalação e montagem.

Observa-se, então, que no período analisado a participação *direta* dos empréstimos em moeda estrangeira teria favorecido muito pouco a transformação estrutural da economia quanto à contribuição a um *export surplus* importante a longo prazo.

Porém, é inegável o papel desempenhado pelos volumosos aflusos de moeda estrangeira no último quinquênio, "lubrificando" a oferta de recursos para o financiamento da produção corrente industrial e comercial (inclusive, eventualmente, da parcela destinada à exportação), nesta etapa de crescimento acelerado. Há que se considerar, ademais, os prováveis efeitos *indiretos* da utilização intensiva de recursos do exterior, no sentido da liberação de fundos domésticos para aplicações no financiamento do consumo, da formação de capital e mesmo das exportações.

Por outro lado, a utilização intensiva de capitais externos põe a descoberto a insuficiência (em termos de prazos e de volume de recursos) do sistema financeiro doméstico, especialmente em condições de expansão acelerada do consumo e investimento.

Idênticas considerações podem ser estendidas às fontes internas de financiamento da expansão do capital fixo, em vista do efeito de substituição verificado com respeito aos financiamentos das importações de bens de capital. Tais aspectos, que escapam ao objetivo do presente artigo, deveriam ser estudados em conjunto com os relacionados à necessidade evidente de se estimular o desenvolvimento do setor doméstico produtor de bens de capital, que se defronta, no presente, com amplas margens para substituição de importações. Para tanto seria preciso a efetivação de profundas modificações na política industrial, sobretudo quanto aos critérios de avaliação de pro-

<sup>23</sup> Embora não se disponha de informações precisas sobre a utilização dos recursos ingressados via Resolução 63, sabe-se que a maioria deles também corresponde a aplicações no financiamento do capital de giro das empresas, principalmente do setor industrial.

jetos de implantação e ampliação da capacidade instalada a cargo do MIC, BNDE e outras agências públicas.

Deve-se ainda considerar que o relativo atavismo do mercado financeiro interno em mobilizar os fundos disponíveis na economia propiciou a intervenção improvisada das Autoridades Monetárias, basicamente através das operações de *open-market*, trazendo inclusive efeitos adversos sobre a estrutura de taxas de juros.

De fato, principalmente a partir de 1970, com o rápido aumento das reservas internacionais, a própria execução da política monetária tornou-se problemática, sobretudo quanto aos níveis previstos de contenção inflacionária. Com vistas a controlar a expansão da oferta monetária, as autoridades governamentais lançaram mão de crescentes emissões líquidas de Letras do Tesouro, reduzindo parcialmente o excesso de liquidez derivado em grande medida da elevação das reservas internacionais. Neste sentido, lastreada pela captação de empréstimos externos, o que vem ocorrendo na realidade é uma operação de transferência interna de fundos entre os tomadores nacionais de Letras do Tesouro e os devedores de empréstimos externos, intermediada pelas Autoridades Monetárias.

Este mecanismo, embora represente, dadas as circunstâncias, ganho de flexibilidade na mobilização doméstica de recursos, poderia vir a ser substituído por operações genuinamente internas (sem a contrapartida de tão elevado endividamento externo), no âmbito de um sistema de intermediação financeira basicamente reformado quanto às funções de transformação de créditos contínuos de curto prazo em débitos de mais longos prazos.

Considere-se ainda a aparente incongruência da admissão de ingressos de recursos externos tão elevados quando se sabia que, por extensos períodos, parte do numerário dos fundos oficiais de poupança compulsória encontrava-se aplicada em títulos públicos (principalmente ORTN), em virtude de excessos de recursos sobre as aplicações a que se destinavam. Estas operações, porém, poderiam representar ganho relativo de flexibilidade na transferência de fundos oficiais.

Adicionalmente, como já referido, o relativo grau de facilidade que nos anos recentes envolveu a captação de financiamentos externos, em conjunto com a sistemática de programação financeira dos

projetos de expansão das empresas do setor público, estaria conduzindo à superutilização de créditos externos (quase sempre ligados a importações de bens de capital), mesmo quando existissem, em certas áreas, recursos correntes disponíveis. Aqui também, ao invés de esses recursos serem mobilizados para aplicações que atendessem diretamente aos objetivos econômicos de importância estratégica, por vezes estariam sendo drenados para aplicações financeiras (em títulos de dívida pública e privada) ou para empreendimentos de menor repercussão social, que inclusive poderiam ser financiados com capitais privados.

Os aspectos desfavoráveis relacionados com estas questões poderiam ser atenuados através da constituição de um fundo de apropriação das receitas disponíveis das várias empresas públicas, suplementado por outras fontes de recursos (orçamentários, domésticos e externos), a ser distribuído segundo os diversos programas setoriais. Evidentemente, seria necessária a formulação de uma política uniforme de aquisição de bens de capital, associada ao fortalecimento do setor doméstico produtor desses bens e do respectivo suporte creditício junto ao sistema financeiro nacional.

Por outro lado, em vista das considerações sobre a contribuição direta dos empréstimos em moeda, especificamente quanto ao atendimento das condições de longo prazo para saldar o serviço da dívida, na continuidade da admissão de tais ingressos dever-se-ia melhor considerar a adoção de normas seletivas. A seletividade dar-se-ia pela vinculação do uso desses recursos a empreendimentos que propiciassem geração líquida de divisas. Restringir-se-iam assim as aplicações no financiamento de capital de giro, que seria então mobilizado internamente em um mercado financeiro reformulado.

Na medida em que os elementos anteriores tenham contribuído para uma breve recolocação do problema da "limitação" de recursos externos, restaria acrescentar, no que tange à estratégia de longo prazo para o setor externo, o que se esperaria da variável fundamental nesse processo: o ritmo de crescimento das exportações.

Como foi indicado, o afluxo de capitais de empréstimos, no período analisado, não teria contribuído de maneira *diveta* para a transformação estrutural da economia no sentido da intensificação das exportações. Em decorrência, maiores deverão ser as pressões pela

consolidação do *export-drive* dos anos recentes. Assim, supondo-se irrevogável a filosofia dos estímulos às exportações, a diretriz para a política de exportação — reforçada em sua necessidade em vista da adoção do *growth-cum-debt* — deve conduzir à “contínua diversificação e recomposição da pauta de exportações, com vistas a produtos e regiões de demanda mais dinâmica, *criando-se* as vantagens comparativas do país, precisamente nesses segmentos do mercado”.<sup>24</sup>

Ressalte-se ainda que as considerações aqui apresentadas têm seu alcance ampliado considerando-se tanto as previsões do serviço da dívida nos próximos anos, quanto a possibilidade de, por força das tendências dos preços no mercado internacional e do ressurgimento de políticas protecionistas, se efetivarem prognósticos de *deficits* na conta comercial do balanço de pagamentos, em virtude de elevação mais que proporcional do dispêndio em importações que as receitas de exportação.<sup>25</sup>

Finalmente, o que se pode de fato questionar, nessas circunstâncias, refere-se aos eventuais custos que serão impostos à sociedade brasileira pela necessidade de “geração” crescente e acelerada de divisas através de exportações. Se essas exportações adicionais importarem em custos crescentes, seja através de subsídios seja de desvalorizações cambiais, ocorreriam novamente distorções em muito semelhantes às verificadas no período de “substituição de importações”, tão criticadas nos últimos anos.

<sup>24</sup> Ver Carlos Von Doellinger *et alii*, *op. cit.*, p. 171.

<sup>25</sup> No entanto, convém lembrar que, pelas razões já expostas, o País dispõe de elevado nível de reservas internacionais (da ordem de 6,4 bilhões de dólares, em fins de 1973), que permitem fazer frente a eventuais ajustamentos no balanço de pagamentos, ao menos a curto e médio prazos.