

Comunicação 2

Considerações sobre a obrigatoriedade de recolhimento de parte dos empréstimos externos

CARLOS VON DOELLINGER *

1 — Introdução

O Conselho Monetário Nacional, em sessão de 31-08-1973 resolveu:

“I. Restabelecer, ao nível de 40%, para as operações cuja contratação seja autorizada a partir dessa data, o depósito instituído pela Resolução 236, de 19-10-1972.

II. Revigorar, em consequência, a referida Resolução, exceto o disposto em seu item IV, que fica revogado.”

A obrigatoriedade de tal depósito aplica-se aos empréstimos em moeda contratados no exterior sob a égide da Lei 4.131 e Resolução 63. Por outro lado, só serão atingidas pela medida novas contratações (a partir de 03-09-1973), ficando isentas as operações de renovação dos contratos anteriores a tal data.

A medida, conforme frisado pelas Autoridades, terá caráter temporário e natureza exclusivamente monetária. Segundo o Ministro Delfim Netto, a decisão tornou-se “necessária à redução do volume global das reservas brasileiras em divisas, que esta semana (última semana de agosto) atingiram o nível recorde de US\$ 6.939 milhões. O nível é excessivo, principalmente se considerarmos os efeitos que os rápidos aumentos nos ingressos, nas últimas semanas, poderiam trazer à execução da política monetária”.¹

* Do Instituto de Pesquisas do IPEA.

¹ Ver *Jornal do Brasil* (01-09-1973).

Além dessas declarações diretas do Ministro, foram divulgadas pela imprensa algumas informações adicionais, provavelmente colhidas junto às assessorias governamentais. Foram elas:²

i. a providência anterior de tentativa de contenção desses fluxos de recursos, estendendo para 10 anos o prazo mínimo de permanência no País, não teria produzido os efeitos desejados;

ii. em consequência, a média das autorizações para empréstimos, nas 5 semanas que antecederam a decisão “dos 10 anos” e “dos 40%”, foi de US\$ 84 milhões, cifra considerada altamente perigosa à política monetária;

iii. a média semanal anterior à resolução “dos 10 anos” havia sido de US\$ 57 milhões (5 semanas anteriores), o que evidencia a “inelasticidade da demanda desses recursos em relação aos prazos”.

Conclui-se, das justificativas apresentadas, que a medida surgiu tão-somente em consequência dos efeitos negativos que tais aumentos de reservas estariam ocasionando à política monetária, já que as mesmas, a julgar pelos dados do último relatório do Banco Central, constituem-se no principal fator de expansão dos meios de pagamentos. Tal vinha ocorrendo em decorrência dos volumosos *superavits* no balanço de pagamentos desde fins de 1971, quando se intensificaram sobremaneira os aportes de tais tipos de recursos externos.

2 — Alguns antecedentes recentes

Antes de considerar com mais detalhes o sentido da decisão, parece interessante alinhar algumas informações sobre o comportamento recente das Autoridades em face do problema.

Como já observado, a expansão mais acelerada dos empréstimos em moeda iniciou-se ainda em 1971, quando o total anual das contratações (privadas) atingiu US\$ 2.112 milhões, em confronto com os US\$ 1.148 milhões em 1970. Em 1972 a cifra chegaria a US\$ 3.866 milhões e, quiçá, a US\$ 6 bilhões em 1973. Em consequência, o *superavit* do balanço de pagamentos passaria de menos

² *Ibid.*

de US\$ 500 milhões em 1971, para US\$ 2.369 milhões, em 1972, e talvez US\$ 4 bilhões em 1973.

Desde fins de 1971 o Governo procurou impor prazos cada vez maiores de permanência desses recursos no País,³ até que, em 19 de outubro de 1972, baixou a citada Resolução n.º 236, estabelecendo o recolhimento compulsório de 25%. Embora a medida possa ter atingido em parte seu objetivo, em vista do encarecimento desses recursos, *vis-à-vis* alternativas internas, talvez teria provocado uma indesejável pressão altista sobre as taxas de juros, já que no período também subiram as “taxas internacionais”, sob as quais são contratados tais empréstimos. Essa subida deveu-se ao aumento da demanda financeira nos próprios mercados de origem desses recursos (Europa Ocidental e Estados Unidos).

Assim, como as taxas de juros continuaram a se elevar no primeiro semestre de 1973,⁴ muito embora a correção cambial no período tenha agido favoravelmente,⁵ tudo leva a crer que o Governo tenha levado esse fato em consideração ao revogar o recolhimento compulsório em 18 de junho de 1973. Nessa data, voltou-se ao mecanismo de extensão do prazo mínimo, que passou de 6 para 8 anos. Algumas semanas depois (20 de julho), esse prazo seria elevado para 10 anos, sem que, contudo, se lograsse a contenção do fluxo de empréstimos, o que levou ao revigoração do recolhimento compulsório após pouco mais de 1 mês.

Na verdade, essa alternância de providências estaria a revelar também a não disposição de intervir de forma mais drástica no setor, tendo optado as Autoridades, sempre que possível, por medidas de sentido paliativo. Tal escolha apoiava-se na crença de que os benefícios desses recursos, financiando uma parcela adicional dos investimentos, superava os possíveis “transtornos conjunturais”; inclusive porque os efeitos inflacionários vinham sendo neutralizados pela emissão de títulos do Tesouro (LTN).

³ Ver, a propósito, José Eduardo C. Pereira: “Alterações Recentes na Regulamentação dos Empréstimos em Moeda e Financiamento das Importações”, in *Pesquisa e Planejamento Econômico*, vol. III, n.º 2, (julho de 1973).

⁴ Em fins de junho, segundo a revista *Newsweek*, a *prime ratio* chegou a 9%, contra 7% em fins de 1972.

⁵ Na verdade, a moeda “valorizou-se” em 1973 em relação a 1972, o que contribuiu para evitar maior elevação do custo em cruzeiros desses recursos.

Documentos e pronunciamentos oficiais recentes dão claro apoio a essa idéia.⁶

Tal firmeza de concepção, contudo, parece já se ter alterado, uma vez que estimativas do "provável" custo desses recursos, a partir da nova decisão, mostram que os mesmos tornaram-se quase tão onerosos quanto as demais alternativas internas (desde que se suponha alguma desvalorização cambial ainda em 1973, o que até início de outubro não havia ocorrido).⁷

Nesse sentido, foi bem significativo o pronunciamento do Diretor de Câmbio do Banco Central, bem pouco tempo antes da decisão do Conselho Monetário. Reconheceu ele que a política de endividamento externo com aumento das reservas estaria evidenciando um verdadeiro círculo vicioso, na medida em que se justifica a entrada desses recursos (e o acréscimo da dívida) como necessária à preservação da posição de liquidez do País no mercado internacional, posição essa que garantiria a manutenção da captação de recursos no exterior. Em poucas palavras, o País endividava-se para acumular reservas e acumulava reservas para poder continuar endividando-se.⁸ O Governo reconheceria, finalmente, algo que já se afigurava evidente desde 1972: a maior parte dos empréstimos em moeda do exterior não ofereciam qualquer contri-

⁶ Ver, por exemplo, "Anexo Especial II", *Boletim do Banco Central*, (março de 1973), e o pronunciamento do Ministro Delfim Netto na Câmara dos Deputados, em junho de 1973.

⁷ Considere-se, por exemplo, um empréstimo pela Resolução 63:

taxa de juros no "mercado internacional"	: 11,63%	(setembro de 1973)
(Eurodólar)		
"spread"	: 2,00%	
Subtotal	: 13,53%	
c/retenção de 40%	: 22,72%	
comissão de repasse	: 3,00%	
taxa esperada de desvalorização cambial e outros encargos	: 4,00%	
TOTAL	: 29,72%	
Taxa de juros interna	: 30%	
(bancos comerciais)		

⁸ Pronunciamento feito em um dos Painéis Internacionais promovidos pelo BNDE, por ocasião de comentários à tese apresentada pelo economista Carlos Massad, do FMI.

buição real aos investimentos internos; representavam simplesmente um desnecessário acúmulo de reservas, cujo custo de manutenção, equivalente à diferença entre os juros pagos e o rendimento da reaplicação no exterior, se elevava já a cifras não desprezíveis.⁹ Além disso, a elevação do endividamento poderia implicar custos sociais futuros dificilmente avaliáveis, visto que colocaria o sistema crescentemente dependente de variáveis que estariam fora de seu controle.

3 — Outras considerações

Essas considerações sugerem a prevalência de uma peculiar situação: a maior parte dos empréstimos, na verdade, não se constituem em transferências de recursos reais do exterior. Estes, de fato, são obtidos por meio da *captação interna* realizada pelo Governo, ao emitir títulos do Tesouro para “financiar” os crescentes *superávits*. Poder-se-ia então questionar sobre a necessidade de manutenção desse fluxo crescente de recursos, implicando custos sociais crescentes: não seria muito mais simples e barato continuar a obter os recursos internamente, seja através da colocação de títulos do Governo, seja através de qualquer outro mecanismo, sem necessidade do “lastro” em divisas? Por outro lado, os dados divulgados pelos Boletins da Associação Nacional de Bancos de Investimentos mostram elevadas participações dos empréstimos do exterior nas aplicações totais dessas instituições.¹⁰ Essa constatação estaria a indicar a necessidade de pronta mobilização de recursos internos em substituição aos empréstimos do exterior. Na verdade, o êxito efetivo da recente decisão governamental dependerá do sucesso dessa providência paralela; e tudo leva a crer que o Governo terá a seu cargo essa tarefa, que executava até então de forma indireta, na medida em que obtinha os recursos via emissão de títulos.

Uma possibilidade imediatamente invocada, e já sendo aproveitada, é a utilização de recursos do Plano de Integração Social (PIS),

⁹ Ver, a propósito, Carlos Von Doellinger, Hugo Barros de Castro Faria e Leonardo Caserta Cavalcanti, *A Política Brasileira de Comércio Exterior e seus Efeitos — 1967-1972*, Coleção Relatórios de Pesquisa, (IPEA/INPES), no prelo.

¹⁰ Ver, *Boletim da ANDIB*, n.º 57, ano V, (agosto de 1973).

em grande parte ainda sem aplicação. Sabe-se, contudo, que não bastam tais recursos; será preciso realmente muito mais e, na falta de ações mais vigorosas das próprias instituições operando no mercado, o Governo terá que equacionar urgentemente a questão.

Vale observar, finalmente, que o insucesso dessa mobilização de recursos, em montante suficiente ao atendimento da crescente demanda (especialmente no 2.^o semestre do ano, quando se acentuam as necessidades creditícias), poderá ocasionar simplesmente a elevação das taxas de juros internas, com reflexos negativos não só na política monetária como na própria atividade produtiva, uma vez que o dinheiro mais caro poderia inibir níveis mais elevados de produção e investimento.

4 — Considerações finais

A recente decisão do Conselho Monetário refletiria, ao que parece, uma certa mudança de atitude com relação à política financeira com o exterior. Essa mudança também de certa forma reconheceria que os custos decorrentes da não intervenção poderiam vir a superar os benefícios. Contudo, pode-se mesmo questionar sobre a existência desses "benefícios", na medida em que a maior parte dos recursos não são, de fato, transferências efetivas e sim meramente acúmulos de reservas financeiras no exterior. De qualquer forma, ou a medida se complementa com esquemas de ágil mobilização de recursos internos ou, muito provavelmente, a manutenção do recolhimento acarretará indesejáveis pressões no sentido da elevação das taxas de juros internas, sem que de fato tenha se resolvido realmente o problema.