

# A abertura financeira externa: um breve relato da experiência brasileira

ALKIMAR R. MOURA

## 1. INTRODUÇÃO

Como outros países da América Latina, o Brasil tem uma longa experiência na captação de recursos financeiros do exterior. Na verdade, a história do endividamento externo brasileiro tem início logo após a independência e se desenrola desde então, seguindo uma trajetória que nada tem de tranqüila, pois pontilhada de problemas, tais como crises de liquidez, reescalonamento das obrigações estrangeiras, interferência internacional na política econômica e, em casos extremos, a cessação total dos pagamentos referentes ao serviço da dívida externa.

O biênio 1967-1968 parece marcar uma mudança importante no relacionamento financeiro da economia brasileira com o resto do mundo. Inicia-se naqueles anos uma abertura financeira externa, sem precedentes na história econômica do país. Em pouco tempo, o Brasil se transformou no maior devedor internacional, entre as economias em desenvolvimento (ver gráfico 1 para a evolução da dívida bruta entre 1950 e 1979). Esta abertura financeira externa apresenta, entre outras, as seguintes características:

a) observa-se um aumento substancial na absorção de capital financeiro, principalmente sob a forma de capitais de empréstimos;

b) nota-se uma alteração na composição dos capitais de empréstimos, com a predominância de empréstimos bancários a médio e longo prazos, relativamente a financiamento de importações;

c) constata-se a emergência das instituições financeiras privadas internacionais como as principais fontes de empréstimos para o país;

d) verifica-se o aparecimento do setor privado (nacional e estrangeiro) e das empresas estatais como os mais importantes tomadores de financiamentos

externos, seja diretamente, ou através da intermediação das instituições financeiras domésticas.

O objetivo dessas notas é o de descrever brevemente a experiência brasileira de abertura financeira externa. Parte-se do pressuposto de que, dado o excesso de liquidez existente nos mercados financeiros internacionais, na segunda metade da década de sessenta, o fluxo de empréstimos seria regido basicamente pelas condições de demanda no país recipiente. O trabalho consta de três partes, além da introdução. A seção 2 revê rapidamente a legislação oficial que regula a absorção de financiamentos externos; a seção 3 procura analisar as fases da abertura financeira no período 1964-1979 e a última parte alinha algumas observações finais sobre o fenômeno em estudo.

## 2. A REGULAMENTAÇÃO DOS EMPRÉSTIMOS EXTERNOS

Durante o período 1964 a 1979, a abertura financeira externa da economia brasileira foi governada por três regulamentações básicas: a Lei 4.131, a Instrução 289 e a Resolução 63.<sup>1</sup>

A Lei 4.131, de 1962, é o estatuto básico que regula a entrada de capitais estrangeiros no Brasil (investimento direto e empréstimos e financiamentos). Até 1969, aquela lei permitia que firmas e indivíduos pudessem contratar diretamente empréstimos no exterior, para financiamento de capital fixo ou capital de giro, com um prazo mínimo de seis meses. Daquele ano em diante, o Banco Central passou a controlar os termos e condições de cada empréstimo (taxa de juros, "spread", prazos) e, em 1970, iniciou também o controle sobre o esquema de amortização dos financiamentos.

A Instrução 289, de 24.01.1965, da ex-Sumoc (Superintendência da Moeda e do Crédito), instituiu novo mecanismo de captação direta de empréstimos externos pelas empresas no país. As operações destinavam-se exclusivamente a financiamento de capital de giro, por um período de seis a doze meses. Os termos e condições dos empréstimos dependiam da aprovação do Banco Central. Esta instrução estabeleceu claramente o princípio de que o risco da desvalorização cambial cabia ao tomador do empréstimo, e não à Autoridade Monetária, como ocorria com as operações de "swap", no começo da década de sessenta. De outro lado, o Banco Central assegurava a cobertura cambial para pagamento de juros e amortização do débito externo. A Instrução 289 foi revogada em 1972, pois modificações nas condições de crédito, dentro e fora do país, tornaram-na praticamente inoperante.

<sup>1</sup> Para maiores detalhes sobre a legislação em pauta, ver o trabalho de Carvalho Pereira (1974).

Finalmente, a Resolução 63, de 21.08.1967, procurou institucionalizar uma ligação entre o sistema financeiro nacional e o mercado financeiro internacional. Através dela, assegurava-se aos bancos comerciais, de investimento e de desenvolvimento, a possibilidade de contratarem financiamentos externos, para capital fixo e de giro, desde que tais fundos fossem repassados a firmas no país. Objetivava-se, com isso, garantir o acesso de empresas nacionais ao já florescente mercado de eurodólares, mediante a intervenção de uma instituição financeira local. A aprovação dos termos e condições dos financiamentos dependia do Banco Central. O mutuário final arcava com o risco da desvalorização do cruzeiro, durante a vigência do empréstimo.

As operações de empréstimos externos, sob o amparo da Lei 4.131 e da Resolução 63, experimentaram diversas modificações ao longo dos anos. Isto decorreu de mudanças nas condições do mercado financeiro internacional, de alterações na política monetária interna e de exigências para compatibilizar o ritmo de endividamento do país com a sua capacidade de atender os serviços da dívida externa. Tais operações foram responsáveis pelo notável crescimento do débito brasileiro: em dezembro de 1969, elas representaram 27,9% do estoque da dívida externa bruta, tendo esta percentagem atingido a 68,9% em 1979 (30/junho).

### 3. AS ETAPAS DA ABERTURA FINANCEIRA EXTERNA

Como qualquer movimento internacional de ativos financeiros, a abertura da economia brasileira aos empréstimos bancários externos apresenta um componente de *ajustamento de estoque* e outro de *ajustamento de fluxo*. Sem pretender quantificar a importância relativa desses dois componentes no conjunto do fluxo externo de empréstimos, o que se irá fazer no restante do trabalho é analisar o processo de abertura financeira externa, separando-o em três subperíodos distintos: de 1964 a 1967, de 1968 a 1973, de 1974 a 1979.

#### 3.1. O período de 1964 a 1967

Neste período, não se pode dizer que tenha existido uma política claramente formulada de absorção de poupanças externas, sob a forma de empréstimos bancários. Na verdade, a entrada destes últimos foi estimulada pelo governo, como uma solução temporária para os problemas de liquidez enfrentados pelas empresas, em decorrência do rígido programa de controle monetário implementado em 1964. Não eram outros os objetivos da Instrução 289 e da Resolução 63, mencionadas anteriormente.

Nesta perspectiva, a inserção da economia brasileira no mercado financeiro internacional pode ser vista como resultante principalmente de um processo de

ajustamento de estoque, em função de restrições monetárias internas e de elevação na taxa de juros no mercado financeiro doméstico. Os empréstimos externos representaram, portanto, uma tentativa para acomodar a oferta excedente de obrigações emitidas pelo setor privado nacional, pelas empresas públicas e pelas companhias estatais. O mercado financeiro internacional, mais especificamente o mercado de eurodólares, funcionou, no caso, como substituto à criação de crédito pelo sistema financeiro doméstico.<sup>2</sup>

### *3.2. O período 1968 a 1973: crescimento com endividamento*

A abertura financeira externa, originalmente uma solução transitória para problemas de financiamento empresarial, tornou-se uma opção clara de política econômica do governo, no período de 1968 a 1973. Nesses anos, a extraordinária expansão cíclica da economia brasileira criou uma demanda por fundos externos de parte dos setores público e privado. De acordo com os argumentos oficiais, a absorção de empréstimos estrangeiros se justificava pela necessidade de crescer a taxas mais rápidas do que seria permitido pela poupança doméstica.

A introdução do sistema de minidesvalorização cambial, em agosto de 1968, certamente contribuiu para que as empresas no país se dispusessem a emitir dívidas denominadas em moedas fortes. Os potenciais tomadores de empréstimo cedo perceberam que a prática de desvalorizar o cruzeiro a níveis inferiores à inflação interna constituía um incentivo ao endividamento externo. Além disso, os prazos dos empréstimos no mercado de eurodólares eram superiores aos financiamentos obtidos junto ao sistema financeiro privado doméstico. De outro lado, saliente-se que boa parte dos créditos a longo prazo concedidos por agências financeiras governamentais (BNDE, Finame, etc.) eram indexados, de acordo com a taxa de inflação, o que os tornava relativamente mais caros do que os empréstimos em moeda estrangeira.

Assim, como resultado de uma combinação de fatores (o rápido crescimento da economia, política cambial, política creditícia e monetária), observou-se, no período em análise, uma acentuada expansão do saldo dos empréstimos em moeda, os quais saltam de US\$ 1.083 milhões, em 1968, para US\$ 7.849 milhões, em 1973 (em percentagem da dívida externa, aquelas cifras representam 28,6% e 62,4%, respectivamente).

À vista deste considerável afluxo de recursos, as autoridades monetárias ganharam graus de liberdade adicionais para impor termos e condições para a aprovação de novos empréstimos. Várias medidas são implementadas, denotando uma tentativa de controlar o processo de endividamento internacional do país.

<sup>2</sup> As diversas funções do mercado de eurodólares são sugeridas por McClan (1974).

Por exemplo, o prazo mínimo de contratação de créditos externos, que era de 6 meses em 1969, elevou-se sucessivamente para 4 anos (abril de 1972), 5 anos (maio de 1972), 6 anos (junho de 1972), 8 anos (junho de 1973) e 10 anos (julho de 1973). Procurando elevar o custo dos financiamentos, estabeleceu-se a exigência de retenção compulsória de 25% do contravalor em cruzeiros dos empréstimos contratados a partir de outubro de 1972. Em junho de 1973, a fração retida foi elevada para 40%. Permitiu-se também que os bancos nacionais repassadores de financiamentos externos pudessem desdobrá-los em várias operações de prazos mais curtos. Apesar das restrições anteriores, a entrada de capital estrangeiro continuou maior do que as necessidades de financiamentos externos, medidas estas últimas, de acordo com Bacha (1978), pela soma do hiato de recursos, mais os serviços da dívida e remessa de lucros. O país acumulou, então, considerável estoque de reservas internacionais: estas, que representavam 22% da dívida externa bruta em 1970, subiram para 51% do total das obrigações internacionais do país em 1973.

Em síntese, consolidou-se no período em foco a inserção da economia brasileira no sistema financeiro privado internacional, mais particularmente, no mercado de eurodólares. Sugere-se que esse movimento pode ser explicado, principalmente, por um ajustamento de fluxos, induzido pelas altas taxas de crescimento da renda e da riqueza nacionais, observados no auge do “milagre brasileiro”.

### *3.3. O período 1974 a 1979: ajustamento à crise internacional*

A crise do petróleo e as violentas flutuações nos preços mundiais de produtos agrícolas e de matérias-primas, em fins de 1973, contribuíram para acelerar a contratação de empréstimos externos. Tentando retardar os efeitos da alta do petróleo e posterior recessão nos países desenvolvidos sobre a economia nacional, o governo optou por financiar os déficits sucessivos em transações correntes através de novos empréstimos. Desta forma, o país continuou sendo uma presença constante no mercado de euromoedas, mesmo com os bancos internacionais tendo que acomodar os desequilíbrios comerciais dos países ricos e clientes já tradicionais.<sup>3</sup>

É lógico que o “risco Brasil” foi aumentado e alguns artifícios foram colocados em prática, a fim de elevar-se a taxa efetiva de juros nas operações com residentes no país.

<sup>3</sup> Em 1975, o Brasil chegou a absorver 23% do saldo de créditos concedidos pelos euro-bancos aos países em desenvolvimento e 10% dos empréstimos totais. Para detalhes, ver Moura (1978).

Ao se analisarem as medidas implementadas neste período para enfrentar o desequilíbrio externo, tem-se a nítida impressão de que os “policy-makers” ficaram presos numa situação constrangedora. De um lado, a necessidade de financiar os sucessivos déficits em transações correntes exigia a continuação do processo de abertura financeira e a manutenção da política de minidesvalorizações do cruzeiro. De outro lado, todavia, a própria abertura trazia, como subproduto, uma maior instabilidade na base monetária e na condução da política monetária, o que, por sua vez, conduzia a medidas que procuravam desestimular a contratação de novos empréstimos. Em 1974, por exemplo, eliminou-se a exigência do depósito compulsório de 40% do valor dos empréstimos externos; reduziu-se o prazo mínimo de amortização para 5 anos e diminuiu-se (de 33% para 5%) a alíquota de imposto de renda sobre pagamentos de juros ao exterior. Este último imposto foi de novo elevado para 25%, em 1975, e novamente reduzido para 12,5% pouco tempo depois.

Dada a necessidade de compatibilizar abertura financeira externa com controle monetário, em um regime de minidesvalorizações, as autoridades monetárias parecem ter optado pela imposição de controles administrativos sobre os fluxos de empréstimos (a mesma ênfase em restrições quantitativas foi aplicada para se equilibrarem os fluxos reais de bens e serviços). Assim, garantia-se a entrada de cambiais e procurava-se, ao mesmo tempo, neutralizar temporariamente os efeitos do aumento das reservas externas sobre a base monetária. Várias medidas, implementadas a partir de 1977, sugerem aquela orientação de política econômica.

A Resolução 432 (23.06.1977) permitia que os tomadores de empréstimos estrangeiros os depositassem voluntariamente no Banco Central, que, por sua vez, assumia todos os encargos relativos ao serviço da dívida. Para muitas empresas, esta opção representou uma fonte de ganhos, sem maiores riscos, desde que pudessem prever as datas das minidesvalorizações. A Resolução 449 (16.11.1977) estabelecia que os novos créditos externos contratados no período 17 de novembro/1977 a 20 de janeiro/1978 deveriam ser mantidos temporariamente no Banco Central sob a forma de depósitos. A Resolução 479 (20.06.1978) aplicava a mesma decisão anterior a todos os novos financiamentos, sendo que a Resolução 497 (22.11.1978) determinou um esquema de liberação gradual da contrapartida em cruzeiros daqueles depósitos. Em abril de 1979, a Resolução 532 congelava 50% do valor dos empréstimos externos, por um ano de prazo, sem juros e sem correção monetária. Finalmente, a reforma cambial de dezembro de 1979 trouxe importantes modificações nas áreas do câmbio e do crédito externo e interno, culminando na maxidesvalorização do cruzeiro, em relação ao dólar norte-americano, de 30%. Além disso, eliminou-se o congelamento de 50% dos empréstimos estrangeiros; reduziu-se a alíquota de imposto de renda sobre a remessa de juros de 12,5% para 1,25%; extinguiu-se praticamente a

possibilidade de os detentores de obrigações em moeda estrangeira efetuarem depósitos voluntários na Autoridade Monetária. Essa última operação continuaria sendo permitida em três situações distintas: pagamento de juros e amortização, projetos prioritários e transformação do capital de empréstimos em capital de risco.

Resumindo a experiência dos últimos cinco anos, ela demonstra as dificuldades, analisadas inicialmente por Mundell (1963), que os "policy-makers" encontram para manter certo grau de autonomia em matéria de política monetária, em um contexto de intensa mobilidade entre países de fluxos de capitais. Tais problemas tornam-se mais críticos, no caso de um país pequeno em relação ao mercado financeiro internacional.<sup>4</sup>

#### 4. OBSERVAÇÕES FINAIS

Para concluir esta breve notícia sobre a abertura financeira externa da economia brasileira, três observações devem ser feitas. Embora não decorram necessariamente do exposto nas páginas anteriores, elas devem constar de uma agenda de investigações sobre aquele fenômeno.

Em primeiro lugar, a inserção da economia brasileira no mercado financeiro externo parece irreversível, pelo menos a médio prazo. A não ser que ocorra uma grave crise no sistema monetário internacional, o papel dos bancos privados no financiamento dos movimentos de mercadorias, de serviços e de capitais entre os países tende a aumentar. Se a economia brasileira pretende ter uma participação crescente no comércio mundial, ela precisa conservar as possibilidades de acesso às linhas de crédito oferecidas pelos grandes bancos internacionais.

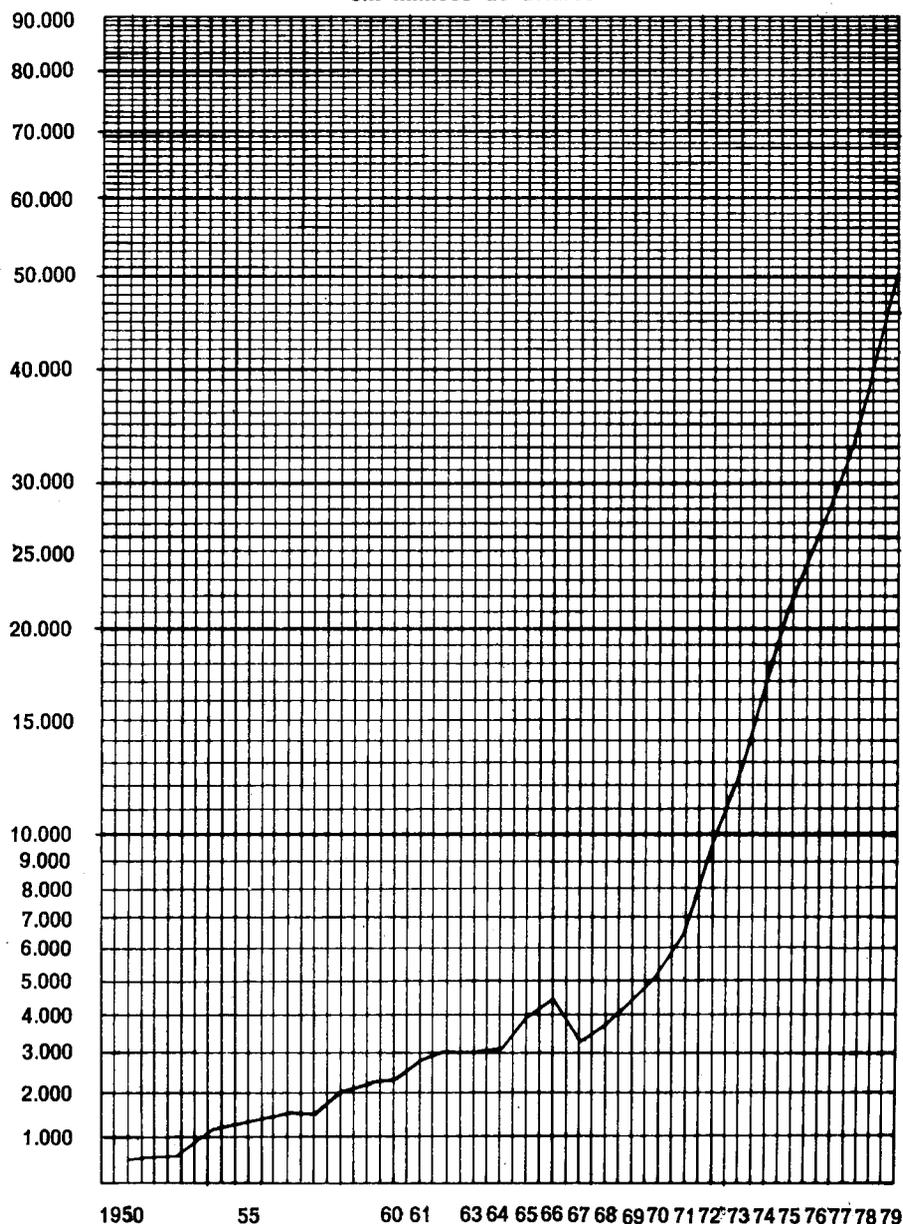
Em segundo lugar, há que se reconhecer o fato de que, em tal situação, os "policy-makers" perdem graus de liberdade na determinação da taxa de câmbio, da taxa de juros e da base monetária. O exercício da política econômica deve levar em conta estas restrições.

Finalmente, a absorção de poupança externa não deve ser encarada como substituto à poupança doméstica. Em outras palavras, a existência de ampla disponibilidade de recursos internacionais não significa que se possa escapar à

<sup>4</sup> Em artigo recente, C. Haddad tentou estimar as relações existentes entre a entrada de empréstimos externos no Brasil e a política monetária. Ele constatou a existência de uma forte relação negativa entre as variações do componente doméstico da base monetária e as entradas líquidas de empréstimos externos. No entanto, como admitido por ele próprio, a relação de causalidade é questionável, pois as entradas de capital ocorrem em função da política monetária e esta pode tentar esterilizar os efeitos monetários do movimento internacional de capitais. Para detalhes, ver Haddad (1979) e também Moura (1978).

necessidade de se promoverem reformas no sistema financeiro, no mercado de capitais, no sistema tributário e nas demais instituições da sociedade, com vistas a aumentar o esforço interno de poupança.

**GRÁFICO 1**  
**DÍVIDA EXTERNA DO BRASIL**  
**em milhões de dólares**



## BIBLIOGRAFIA

- BACHA, Edmar L. (1978) — “Brazil’s Balance of Payments before and after the oil crisis”, mimeo.
- CARVALHO PEREIRA, J. Eduardo (1974) — “Financiamento Externo e Crescimento Econômico no Brasil 1966/1973”, Rio de Janeiro, IPEA, Relatório de Pesquisa n.º 29.
- HADDAD, Cláudio L. S. (1979) — “Empréstimos externos e política monetária no Brasil”, *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, vol. 5, n.º 14, maio/agosto.
- MCCLAN, Warren D. (1974) — “Monetary growth and the Euro-currency market”, in Robert Aliber (ed.), *National Monetary Policies and the International Financial System*, Chicago, The University of Chicago Press.
- MOURA, Alkimar R. (1978) — “Private external debt—the Brazilian experience”, tese não publicada, apresentada à Universidade de Stanford, Califórnia.
- MUNDELL, R. A. (1963) — “Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates”, *Canadian Journal of Economics and Political Science*, vol. 29, nov.