

# Diferencial de Juros e Movimentos Internacionais de Capital: O Caso Brasileiro, 1973-1979

MARTA CASTELLO BRANCO\*

## Introdução

O período 1967-1968 marca o início de uma fase de participação intensa do Brasil no mercado financeiro internacional. A abertura financeira ocorreu num contexto de grande liquidez no mercado internacional, possibilitando a entrada de capitais de empréstimo necessária para financiar o crescimento da economia brasileira no período 1968-73, que corresponde ao *soi-disant* milagre brasileiro.

---

*A autora pertence à Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Cecex) e Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC/RJ).*

Este artigo é baseado na minha dissertação de mestrado não publicada, apresentada à PUC/RJ em 1981. Agradeço a valiosa colaboração de Renato Gerheim e as sugestões e comentários de Pedro Malan e André Lara Rezende, talvez indevidamente aproveitados neste texto.

A opção política pelo crescimento tornou necessária uma provisão de recursos reais adicionais, via déficit em conta corrente. A entrada de recursos reais, entretanto, se mostrou relativamente modesta, se comparada ao influxo maciço de empréstimos externos, que resultou no crescimento excepcional das reservas internacionais no período — de 257 milhões de dólares em 31 de dezembro de 1968 para 6.416 milhões de dólares em 31 de dezembro de 1973. Por outro lado, a incapacidade do sistema financeiro doméstico privado em relação à captação e repasse de recursos nas condições desejadas contribuiu para estimular o ingresso de recursos do exterior e aumentar a participação brasileira no mercado de eurodólares.

Neste trabalho, pretendemos ressaltar a importância da utilização do setor público como principal canal de ampliação da participação brasileira no mercado financeiro internacional, o que fez com que parcela do endividamento total correspondente à dívida

## DIFERENCIAL DE JUROS

pública aumentasse continuamente ao longo da década dos 70, chegando a 2/3 em 1979 (ver tabela 1). Este aspecto assume especial importância, na medida em que a captação de recursos externos pelo setor público se faz de forma mais direta e em função de critérios dos quais o teorema da paridade dos juros não parece ser o mais relevante. Como consequência, cabe testar a hipótese da significância da elasticidade-juros da entrada de capitais no caso brasileiro. Em particular, nossa hipótese é de que o diferencial de juros deve ser significativo para os empréstimos realizados através da Resolução n.º 63 — onde predomina o setor privado — porém não significativo para os empréstimos realizados através da Lei n.º 4131, onde a presença do setor público como tomador de recursos externos é dominante (ver tabela 1).

TABELA 1

PARTICIPAÇÃO DO SETOR PÚBLICO NO  
ENDIVIDAMENTO EXTERNO  
(em percentagem)  
(saldo em final de período)

Ano	Lei n.º 4.131	RES. n.º 63	Total
1973	42,0	16,0	51,7
1974	30,1	30,5	49,7
1975	44,4	36,1	54,1
1976	50,4	33,2	57,2
1977	52,9	34,3	60,3
1978	58,6	32,2	63,3
1979	67,1	29,8	68,2

Fonte: BANCO CENTRAL DO BRASIL (FIRCE)

Na primeira seção deste artigo avaliamos alguns trabalhos empíricos sobre a questão dos determinantes dos movimentos de capitais no Brasil, notando-se que a hipótese da significância da elasticidade-juros foi rejeitada em todos eles.

Na segunda seção fornecemos algumas estimativas dos determinantes dos empréstimos em moeda (Lei n.º 4.131 e Resolução n.º 63) para o período 1973-1979, com o objetivo de testar a sensibilidade destes fluxos de capitais ao diferencial de juros. Devemos observar que os empréstimos em moeda correspondem, hoje, a 70% do endividamento externo brasileiro.

Na última seção tecemos algumas conclusões para o período considerado.

No apêndice apresentamos a conversão dos depósitos compulsórios exigidos no período 1973-1979 no seu equivalente em termos de taxas de juros.

### 1 Contribuição ao Estudo dos Movimentos de Capitais no Brasil

A análise empírica dos determinantes dos movimentos de capitais é ainda bem recente, desenvolvendo-se basicamente a partir do início da década dos 70 nos países industrializados. A complexidade da questão fez com que as primeiras tentativas neste sentido se mostrassem bastante limitadas, consistindo, na maioria, em análises de regressão do tipo *ad hoc*.

Os desenvolvimentos recentes na parte teórica, conjugados com a introdução de novas técnicas econométricas e aperfeiçoamento das existentes, contribuíram para o avanço da análise empírica que, entretanto, ainda esbarra em uma série de dificuldades, principalmente com relação à mensuração das variáveis financeiras e incorporação de aspectos institucionais relevantes.

A contribuição acadêmica para a análise dos movimentos de capitais e seus determinantes no caso brasileiro tem revelado um caráter mais especulativo — normalmente ligado à questão institucional — do que empírico. Se por um lado a importância crescente dos movimentos de capitais esti-

mula a investigação e discussão de suas implicações para a economia do País, as peculiaridades do caso brasileiro desencorajam as tentativas de se estimar econometricamente os determinantes do fluxo líquido de capitais.

A primeira tentativa neste sentido foi empreendida por Lemgruber<sup>(1)</sup>, na análise das principais contas do balanço de pagamentos do Brasil para o período 1965-1974. O movimento de capitais inicialmente foi estimado de forma desagregada, tomando-se as três principais contas-investimentos, empréstimos e financiamentos, e amortizações, agregando-se posteriormente os resultados para a conta capital. Os resultados, bem pouco satisfatórios, apontaram para a existência de uma vinculação significativa entre a conta capital e a conta comercial. O diferencial de juros não se mostrou significativo em qualquer das regressões, seja a nível desagregado (aplicado apenas na rubrica "empréstimos e financiamentos") seja em relação à conta capital como um todo.

O próprio autor do trabalho mencionado reconhece as limitações de suas estimativas, sugerindo a necessidade de pesquisa mais minuciosa neste campo. Estas limitações decorrem da utilização de dados anuais para um período curto, o que resulta em um número reduzido de observações, com implicações negativas sobre o número de graus de liberdade das estimativas. Por outro lado, as dificuldades envolvidas na medição da variável diferencial de juros, relacionadas aos problemas de modelagem das expectativas de desvalorização e da escolha de uma boa *proxy* para a taxa de juros interna, sugerem que os resultados encontrados devem ser questionados, e não tomados como uma evidência da insignificância da elasticidade-juros do movimento de capitais para o caso brasileiro.

Uma outra tentativa empírica foi realizada em 1979, por Claudio Haddad<sup>(2)</sup>, que procurou verificar a influência dos movimentos de capitais sobre a política monetária, através da estimativa de modelos de estoque e de fluxo, e de uma terceira estimativa envolvendo elementos de ambos. Em todos os casos há a preocupação de determinar um coeficiente de neutralização, ou seja, uma medida do grau em que a política monetária doméstica é neutralizada pelos movimentos internacionais de capital. As estimativas realizadas referem-se ao período compreendido entre o segundo trimestre de 1969 e o primeiro trimestre de 1977, o que fornece 28 observações trimestrais. A medição do diferencial de juros foi feita de maneira mais cuidadosa, modelando-se as expectativas de desvalorização, de acordo com o diferencial de inflação entre o Brasil e os EUA.

O modelo de estoque estimado inspirou-se em formulação original de Kouri-Porter, baseada na teoria de *portfolio* para um sistema de taxas fixas de câmbio. Os resultados mostraram uma relação negativa entre o crédito doméstico (ou um superávit em conta corrente) e entradas líquidas de capital, através do seu efeito sobre a base monetária: a expansão do crédito doméstico (ou superávit) aumenta a base monetária, exercendo pressão para baixar a taxa de juros e, portanto, reduzir a demanda externa por obrigações domésticas e aumentar a demanda doméstica por obrigações estrangeiras. O coeficiente de neutralização da política monetária doméstica apresentou um valor elevado, possivelmente viesado para cima, devido às políticas de esterilização, que podem causar contração nos ativos domésticos líquidos. Neste caso, a relação negativa entre as entradas líquidas de capitais e a criação de crédito doméstico verifica-se por razões distintas daquelas apresentadas no modelo.

---

(1) LEMGRUBER, A. C. O balanço de pagamentos no Brasil — uma análise quantitativa. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, agosto 1976.

---

(2) HADDAD, Claudio L. S. Empréstimos externos e política monetária no Brasil. *RBMEC*, Rio de Janeiro, 5 (14), maio-agosto 1979.

## DIFERENCIAL DE JUROS

O modelo de fluxo estimado por Haddad procura incluir variáveis para medir os efeitos da política cambial e monetária e do crescimento do produto sobre as entradas líquidas de capitais (empréstimos em moeda), diferenciando-se assim dos modelos de fluxo típicos, onde a relação entre a política monetária e a entrada de empréstimos se dá apenas através do diferencial de juros interno e externo. Na verdade, a diferença nos dois modelos fica por conta do diferencial de juros — incluído no modelo de fluxo no lugar da variação no custo efetivo dos empréstimos externos, utilizada no modelo de estoque — de modo a se levar em conta variações na política cambial. Os resultados foram semelhantes aos do modelo de estoque, não se encontrando um coeficiente significativo para o diferencial de juros.

Haddad tenta, ainda, uma terceira estimativa baseada numa mistura dos modelos de fluxo e de estoque, onde incorpora tanto as variações da taxa externa real de juros como o diferencial de juros, defasado de um período. Os resultados não são bons para as variáveis taxas de juros, mostrando-se razoáveis para as demais variáveis independentes, porém, bastante questionáveis devido ao problema da esterilização.

A conclusão das estimativas refere-se à existência de uma relação negativa entre as entradas líquidas de empréstimos em moeda e a política monetária, embora a relação de causalidade não fique clara, devido às políticas de esterilização. O autor justifica a não significância das variáveis taxas de juros por dois fatores, quais sejam: os problemas de especificação das expectativas de desvalorização cambial, de inflação externa e interna, e a deficiência dos dados relativos às taxas de juros domésticas.

É importante notar que, ao se incorporar o diferencial entre o custo interno e externo dos empréstimos num modelo originalmente especificado para um sistema de taxas de câmbio fixas, onde apenas a varia-

ção no custo externo dos empréstimos é considerada, incorre-se no conhecido problema econométrico da simultaneidade. Isto porque coexistem, como variáveis explicativas, tanto aquelas utilizadas para representar variações na oferta monetária como as taxas de juros domésticas, que, na realidade, não são independentes entre si. Haddad tenta contornar este problema através da utilização do diferencial *real* de juros, procedimento que evita o problema da simultaneidade, porém seria mais correto se aplicado para equilíbrio de longo prazo.

Considerando diferenciais *reais* de juros, na realidade está-se supondo que os movimentos internacionais de capitais reflitam diferenças na produtividade marginal do capital em diferentes países, o que não é garantido no curto prazo.

No curto prazo, a consideração de certos detalhes institucionais faz com que o diferencial entre o custo doméstico e externo dos recursos não seja idêntico ao diferencial real de juros. Sobretudo no período em questão, no qual foram estabelecidos depósitos compulsórios sobre a entrada de capitais, não se pode pensar no diferencial real de juros como uma boa *proxy* para o diferencial entre o custo interno e externo dos empréstimos tomados.

Assim sendo, a estimativa dos determinantes dos movimentos de capitais, incluindo o diferencial de juros — ajustado pela desvalorização cambial esperada — como variável explicativa, deve ser realizada sem considerar variáveis de política monetária, supondo esterilização total das entradas líquidas de capitais. Caso contrário, os coeficientes estimados mostram-se viesados.

## 2. O Papel do Diferencial de Juros no Caso Brasileiro

No Brasil existem, atualmente, duas modalidades de operação de contratação de empréstimos no exterior, regulamentadas

pela Lei n.º 4.131, de 1962, e pela Resolução n.º 63, estabelecida pelo Banco Central do Brasil em 1967.

A Lei n.º 4.131 dispõe sobre a contratação de empréstimos no exterior por firmas e indivíduos, ficando as condições dos empréstimos e o esquema de amortização sob controle do Banco Central. Os empréstimos tomados nesta rubrica correspondem a mais de 2/3 dos empréstimos em moeda.

A Resolução n.º 63 permite a contratação, pelos bancos comerciais, de investimento e desenvolvimento, de empréstimos externos a serem repassados às empresas no País, mediante cobrança de uma comissão de repasse. Os recursos são repassados em moeda nacional, ficando o mutuário, entretanto, sujeito ao risco cambial.

Até 1972, quando foi revogada, vigorava também uma Instrução da SUMOC, de número 289, estabelecida em 1965, para regulamentar as operações relativas a financiamento de capital de giro para as empresas. Com a Instrução n.º 289, ficou estabelecido o princípio de que o risco da desvalorização cambial caberia ao tomador do empréstimo e não à autoridade monetária.

Passemos a examinar a estimativa dos determinantes dos empréstimos em moeda, realizada de forma desagregada para os empréstimos contratados através da Lei n.º 4.131 e da Resolução n.º 63 — operações que correspondem a cerca de 70% do estoque da dívida externa brasileira (ver tabela 2).

TABELA 2

## ENDIVIDAMENTO EXTERNO

(em percentagem)  
(posição em final de período)

Ano	Empréstimos em Moeda			Financiamento	
	Lei n.º 4.131	Resolução n.º 63	Instrução n.º 289	de Importações	Outros
1973	0,43	0,19	0,01	0,28	0,09
1974	0,46	0,19	0,004	0,28	0,07
1975	0,51	0,18	0,002	0,26	0,05
1976	0,52	0,18	0,002	0,25	0,05
1977	0,51	0,16	0,001	0,26	0,07
1978	0,51	0,17	0,001	0,25	0,07
1979	0,54	0,16	—	0,23	0,07

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil (vários números)

Tendo em vista as limitações à utilização simultânea de variáveis de política monetária (como criação de crédito doméstico e alterações no multiplicador bancário) e da taxa de juros como variáveis explicativas impostas pelo viés implícito nos coeficientes estimados — a taxa de juros domésti-

ca foi considerada exógena, e a influência da política monetária dá-se apenas através do diferencial de juros. Desta forma, implicitamente, estamos supondo uma política de esterilização total dos fluxos de capitais e admitindo uma explicação incompleta para os seus determinantes. Importa, no caso,

## DIFERENCIAL DE JUROS

testar a elasticidade-juros da entrada de capitais para o caso brasileiro — hipótese rejeitada em todos os trabalhos empíricos até aqui realizados.

Nossa hipótese de que o diferencial de juros interno e externo não seja significativo no âmbito da Lei n.º 4.131, devido à predominância do setor público nesta rubrica (67% em 1979), nos leva a crer que considerações de caráter mais abrangente sejam responsáveis pela entrada líquida de recursos, notadamente o próprio crescimento do produto.

Os empréstimos tomados no exterior sob a égide da Lei n.º 4.131 são concedidos diretamente às empresas, sobretudo às grandes empresas estatais, como a Vale do Rio Doce, Petrobrás etc. Estes empréstimos são utilizados para financiar a acumulação do capital destas empresas.

Por outro lado, para os empréstimos realizados via Resolução n.º 63, esperamos que a elasticidade-juros seja significativa, já que neste caso a participação do setor privado é relevante — cerca de 70% em 1979 — e, portanto, as considerações de fatores de mercado adquirem maior peso.

As estimativas foram realizadas para o período 1973-1979, com dados trimestrais e seguiram a linha dos modelos de fluxo, de inspiração *ad hoc*, tendo em vista as dificuldades associadas à especificação de um modelo completo aplicável a este caso (problemas de identificação das funções de demanda e oferta, problemas de simultaneidade etc.). A complexidade da questão foge ao objetivo deste trabalho, que é apenas testar a significância da elasticidade-juros da entrada de capitais para o caso brasileiro.

Para realizar a comparação entre o custo efetivo interno e externo dos empréstimos, definimos uma variável *DJ* (diferencial de juros) como:

$$DJ = J - JE$$

onde:

$$\begin{aligned} J &= \text{custo dos empréstimos internos;} \\ JE &= \text{custo dos empréstimos externos} \\ &\text{dado por:} \\ JE &= (L + S) IR.DC + DE \end{aligned}$$

onde:

$$\begin{aligned} L &= \text{taxa internacional de juros;} \\ S &= \text{spread;} \\ IR &= 1 + \text{alíquota do imposto de renda} \\ &\text{sobre remessa de juros;} \\ DC &= \text{depósitos compulsórios relativos} \\ &\text{aos empréstimos externos (fator} \\ &\text{de ajuste);} \\ DE &= \text{taxa de desvalorização esperada.} \end{aligned}$$

A variável *DJ* merece alguns comentários. Com relação ao custo interno dos empréstimos *J*, na impossibilidade de se obter uma medida precisa da taxa de juros doméstica, tomamos como *proxy* a taxa de juros das financeiras (crédito ao consumidor/360 dias), publicada pelo Banco Central do Brasil.

Na verdade, uma alternativa mais razoável seria utilizar as taxas de juros efetivas praticadas pelos bancos de investimento, mas a série disponível (1976 em diante) não cobria inteiramente o nosso período de análise. O exame dos dados, entretanto, não revelou diferença substancial entre as duas séries, de modo que optamos por aquela que nos permitiria trabalhar com maior número de observações.

Quanto ao custo externo dos empréstimos, este foi determinado de modo a levar em conta fatores como o imposto de renda sobre a remessa de juros e os depósitos compulsórios relevantes no período, além do *spread* sobre as operações de empréstimos realizados no exterior e a taxa de desvalorização esperada. Como taxa de juros internacional foi tomada a taxa de mercado de eurodólar (*Libor*) a seis meses, publicada no *International Financial Statistics (IFS)*. Para os empréstimos realizados através da Lei n.º 4.131 e da Resolução n.º 63, os

*spreads* foram considerados separadamente<sup>(3)</sup>.

Resta mencionar o critério utilizado para determinação da desvalorização esperada da taxa de câmbio no período. Foi utilizado o método das expectativas adaptativas, tomando os valores passados com base para o cálculo da taxa de desvalorização esperada. Os valores obtidos desta maneira não diferiram substancialmente dos valores efetivamente observados, o que não é de se estranhar, dada a natureza do sistema cambial brasileiro no período em questão.

Os resultados obtidos para os empréstimos realizados através da Resolução n.o 63 ( $\Delta K_{63}$ ) são apresentados a seguir, notando-se que:

$$\begin{aligned} CA &= \text{déficit em conta corrente;} \\ Y &= \text{renda real (representada por um índice de produto real trimestral, construído por Eliana Cardoso)}^{(4)}. \end{aligned}$$

Temos assim:

$$\begin{aligned} \Delta K_{63} &= -686179 + 1629540 DJ + \\ &\quad (-2,44) \quad (4,69) \\ &\quad + 177,69 CA + 4871,7 Y \\ &\quad \quad \quad -1 \\ &\quad \quad \quad (2,32) \quad (1,55) \\ R^2 &= 0,52 \quad D.W = 2,13 \quad F(3,23) = \\ &= 8,21 \end{aligned}$$

(3) Até o segundo trimestre de 1979, tomamos os dados utilizados por BAPTISTA Jr., Paulo Nogueira. Participação brasileira no mercado financeiro internacional: custo e perfil da dívida externa — 1968/79. FGV/IBRE, 1980, valendo notar que os *spreads* para 1973 e o primeiro trimestre de 1974, foram estimados com base nas informações de revistas especializadas (Euromoney etc.). Para os dois últimos trimestres de 1979, os *spreads* foram calculados a partir dos dados obtidos diretamente da FIRCE (Banco Central do Brasil).

(4) CARDOSO, E. Uma equação para a demanda de moeda no Brasil. INPES, outubro 1980. (mimeo).

onde os números entre parênteses indicam as estatísticas *t*.

As estimativas para o período 1973-1979 confirmaram as nossas expectativas com relação à significância da variável diferencial de juros. O teste *t* mostrou que o coeficiente de *DJ* é significativo a 1%, confirmando a hipótese de que o diferencial entre o custo interno dos recursos é relevante para a decisão dos tomadores de empréstimos pela Resolução n.o 63, que são agentes repassadores, representados pelos bancos comerciais, de investimento e de desenvolvimento.

Vale notar que, como os empréstimos externos foram medidos em 1.000 dólares, temos uma variação positiva de 1% no diferencial de juros, que acarreta uma entrada adicional de 16 milhões de dólares por trimestre, através da Resolução n.o 63.

Para testar os efeitos do crescimento econômico sobre a entrada de empréstimos, introduzimos uma variável renda real *Y*, que não se mostrou significativa a 1% para a Resolução n.o 63. O déficit em conta corrente não é significativo se for considerado no mesmo período. Considerando-se um lag de um trimestre, entretanto, o coeficiente desta variável é significativo.

Para os empréstimos realizados através da Lei n.o 4.131, obtivemos os seguintes resultados:

$$\begin{aligned} \Delta K_{4,131} &= -1200240 - 88292,6 DJ + \\ &\quad (-1,84) \quad (-0,01) \\ &\quad + 142,9 CA - 59,78 CA + \\ &\quad \quad \quad -1 \quad \quad \quad -2 \\ &\quad \quad \quad (0,56) \quad (-0,27) \\ &\quad + 19997,4 Y \\ &\quad \quad \quad (2,09) \\ R^2 &= 0,40 \quad D.W = 1,68 \\ &\quad F(4,21) = 3,59 \end{aligned}$$

Como se observa pelo valor da estatística *t* entre parênteses, o diferencial de juros não é significativo e podemos rejeitar a hipótese da significância da elasticidade-juros

da entrada de capitais no caso da Lei n.º 4.131.

Quanto ao déficit em conta corrente, esperávamos que se mostrasse significativo, refletindo a utilização das empresas públicas, pelo governo, no sentido de assegurar um nível mínimo de captação para o seu financiamento. Os dados não confirmaram esta hipótese, nem mesmo considerando-se defasagens de um e dois períodos, o que talvez decorra da utilização de dados trimestrais. Para tentar contornar este problema, testamos a significância do déficit em conta corrente na forma de médias móveis, de modo a incorporar os efeitos de um período mais longo. Os resultados não são muito confiáveis, uma vez que esta variável aparece significativamente em algumas regressões, porém não significativa em outras, quando se inclui também a variável *Y*. Na verdade, a variável *Y* foi a única significativa no âmbito da Lei n.º 4.131, sugerindo que a explicação dos empréstimos tomados diretamente pelas empresas estaria mais relacionada ao crescimento econômico, ou seja, à evolução da economia no tempo. Com efeito, se introduzimos uma variável de tendência no lugar de *Y* ela aparece igualmente com um coeficiente significativo.

### Conclusão

Este trabalho teve por objetivo testar a significância da elasticidade-juros dos fluxos de capitais para o caso brasileiro, hipótese rejeitada nos trabalhos empíricos até hoje realizados.

Argumentamos que a aparente irrelevância da teoria da paridade dos juros na explicação dos movimentos de capitais no Brasil deve-se à participação significativa do setor público no endividamento externo, e, em particular, à *rationale* subjacente à política de endividamento das empresas estatais.

É razoável admitir que o diferencial de juros seja levado em conta nas decisões

referentes à tomada de empréstimos pelo setor público, porém a orientação da política de endividamento parece ter seguido considerações de caráter mais abrangente, relacionadas à própria situação das contas externas do País. Desta forma, o governo pode agir diretamente através de suas empresas no sentido de induzir um nível mínimo de captação em função das condições do balanço de pagamentos, e o diferencial de juros perde um pouco da relevância que teria caso não houvesse uma participação significativa da dívida pública no total da dívida externa.

A hipótese básica testada ocorre das considerações feitas neste artigo, que nos fizeram supor que, para as operações de empréstimos externos realizadas através da Lei n.º 4.131, o diferencial entre o custo interno e externo destes recursos não seria tão relevante, tendo em vista o peso significativo do setor público nesta rubrica. Já no caso dos empréstimos via Resolução n.º 63 os sinais de mercado deveriam se mostrar mais significativos, dado o predomínio do setor privado neste tipo de operação.

As estimativas realizadas confirmaram esta hipótese e sugerem a importância de se considerar o papel do setor público no endividamento externo brasileiro e os critérios que orientam esta participação, ficando claro que o teorema da paridade dos juros não é o mais importante.

### Apêndice

Tendo em vista as peculiaridades do caso brasileiro, o diferencial de juros deve ser ajustado não apenas pela taxa de desvalorização esperada e pelo imposto de renda sobre as remessas de juros ao exterior, mas também levando em conta os depósitos compulsórios relativos aos empréstimos externos. Dessa forma, procuramos quantificar as resoluções relativas à entrada de capitais estrangeiros, estabelecidas pelo Banco Central do Brasil durante o nosso período de análise (1973-1979).



Foram dois os principais instrumentos utilizados para estimular ou não o tomador brasileiro a captar empréstimos no exterior. O primeiro deles diz respeito ao imposto de renda sobre remessa de juros para o exterior. De acordo com a legislação brasileira, incide uma alíquota de 25% sobre estas remessas. A atuação do Banco Central do Brasil ocorreu sob a forma de criação de benefícios pecuniários sobre o imposto de renda recolhido. As Resoluções, neste campo, foram as de número 335 (5/8/75), 559 (26/7/79) e 587 (7/12/79), que criaram, respectivamente, benefícios pecuniários da ordem de 85%, 50% e 95% sobre o imposto recolhido.

Na tabela A.1 encontram-se as alíquotas médias do imposto de renda efetivo para cada trimestre, calculadas a partir dos benefícios apontados acima e do número de dias de vigência de cada resolução.

TABELA A.1

IMPOSTO DE RENDA EFETIVO SOBRE  
REMESSAS DE JUROS  
(em percentagem)

Ano	Trimestre			
	I	II	III	IV
1973	25,00	25,00	25,00	25,00
1974	25,00	25,00	25,00	25,00
1975	25,00	25,00	11,77	3,75
1976	3,75	3,75	3,75	3,75
1977	3,75	3,75	3,75	3,75
1978	3,75	3,75	3,75	3,75
1979	3,75	3,75	10,07	9,18

O segundo instrumento de que lançou mão o Banco Central foi a retenção de parte dos recursos captados no exterior sob forma de recolhimentos compulsórios, liberáveis na época das amortizações. É óbvio que esta retenção reduz o valor efetivamente utilizado dos empréstimos, elevando a taxa de juros para o tomador. Desta forma, a taxa de juros nominal deve ser multiplicada por um

fator de ajuste, calculado da seguinte forma:

$$DC_1 = \frac{1}{1 - d_1}$$

onde

$DC_1$  = fator de ajuste;

$d_1$  = percentual médio retido dos empréstimos.

As Resoluções que determinam estes recolhimentos são as de número 236, de 19/10/72 (25%, revogada pela Resolução 259, de 13/6/73); 265, de 31/8/73 (40%, revogada pela Resolução 279, de 8/2/74) e 532, de 18/4/79 (50%, revogada pela Resolução 586, na reforma cambial de dezembro de 1979).

A tabela A.2 apresenta os fatores de ajuste calculados segundo a metodologia anteriormente citada.

TABELA A.2

FATORES DE AJUSTE DEVIDO A  
RETENÇÃO DE EMPRÉSTIMOS

Ano	Trimestre			
	I	II	III	IV
1973	1,3333	1,2544	1,1538	1,6666
1974	1,1967	1,0000	1,0000	1,0000
1975	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000
1976	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000
1977	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000
1978	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000
1979	1,0000	1,6666	2,0000	1,7819

Dentro do mesmo esquema de controle da captação externa, temos a Resolução n.º 479, de 20/6/78, que merece tratamento isolado por apresentar algumas características próprias. Esta Resolução determina a retenção de:

## DIFERENCIAL DE JUROS

- 100% do valor do empréstimo durante os 5 primeiros meses;
- 80% do valor do empréstimo durante o 6.º mês;
- 40% do valor do empréstimo durante o 7.º mês.

O seu impacto vai depender do prazo médio dos empréstimos captados, e pode ser calculado da forma que se segue:

$$DC_2 = \frac{1}{1 - d_2}$$

onde:

$DC_2$  = fator de ajuste devido à Resolução 479;

$d_2$  = percentual médio retido.

$$d_2 = \frac{5 \times 1,0 + 1 \times 0,8 + 1 \times 0,4 + \frac{+ (PR-7) \times 0}{PR}}{PR} = \frac{6,2}{PR}$$

$PR$  = prazo médio dos empréstimos captados.

É fácil ver que quanto maior for o prazo médio dos empréstimos menor será o efeito do congelamento destes empréstimos sob a Resolução n.º 479. Na tabela A.3 se encontram os fatores de ajustes pelos quais as taxas de juros nominais devem ser multiplicadas para incorporar os efeitos desta Resolução.

TABELA A.3

FATORES DE AJUSTE DEVIDO A RESOLUÇÃO N.º 479

Ano	Trimestre			
	I	II	III	IV
1973	1,000	1,000	1,000	1,000
1974	1,000	1,000	1,000	1,000
1975	1,000	1,000	1,000	1,000
1976	1,000	1,000	1,000	1,000
1977	1,000	1,000	1,000	1,000
1978	1,000	1,000	1,000	1,027
1979	1,058	1,061	1,050	1,046

## Referências Bibliográficas

- BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Boletim* (vários números).
- BAPTISTA Jr., Paulo Nogueira. Participação brasileira no mercado financeiro internacional: custo e perfil da dívida externa, 1968/1979, FGV/IBRE, 1980 (mimeo).
- BRANCO, Marta Castello. O Dilema de política cambial no Brasil: origens e debate no início dos anos 80. Dissertação de mestrado não publicada apresentada à PUC/RJ, jun. 1981.
- HADDAD, Claudio. Empréstimos externos e política monetária no Brasil. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, 5 (14), maio-agosto 1979.
- HODJERA, Z. International short-term capital movements: a survey of theory and empirical analysis. *IMF Staff Papers*. Nov. 1973.
- KOURI, P.J.K. & PORTER, M.G. International capital flows and portfolio equilibrium. *Journal of Political Economy*, 82 (3): 443-67, 1974.
- LEMGRUBER, A.C. O balanço de pagamentos no Brasil — uma análise quantitativa. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, agosto 1976.
- MOURA, Alkimar R. A abertura financeira externa: um breve relato da experiência brasileira. 1980 (mimeo).