

# TEXTO PARA DISCUSSÃO

**N° 116**

**Uma proposta  
para dinamizar o  
financiamento às  
exportações  
brasileiras**

**Emílio Garófalo  
e Maria da Glória  
Rodrigues  
Teixeira**

**Outubro de 1995**

# **Uma proposta para dinamizar o financiamento às exportações brasileiras**

**Emílio Garófalo  
Maria da Glória Rodrigues Teixeira**

**Outubro de 1995**

**Apoio:  
Associação Comercial do Rio de Janeiro**

**SUMÁRIO**

<b>I. INTRODUÇÃO</b>	<b>3</b>
<b>II. FINANCIAMENTO DE EXPORTAÇÕES BRASILEIRAS</b>	<b>4</b>
<b>III. AVALIAÇÃO DA PERFORMANCE DO PROEX</b>	<b>6</b>
A. Financiamentos por Equalização de Taxas de Juros	6
B. Financiamentos com recursos do Tesouro Nacional	11

## I. INTRODUÇÃO

Os anos 70 foram marcados pela alta liquidez Internacional proporcionada principalmente pelos chamados petrodólares, que foram as fortunas acumuladas por produtores de óleo. Da necessidade de o sistema bancário internacional reciclar esses recursos, surgiu uma ampla oferta de divisas para os países em desenvolvimento.

A década seguinte foi marcada pela escassez de divisas para esses mesmos países principalmente a partir da “*quebra*” do México em 1982, seguido de Argentina e Brasil e praticamente todos os países em desenvolvimento.

Nos anos 90, temos uma nova inversão no quadro: os países em desenvolvimento (agora chamados “*emerging*”) fizeram significativos ajustes em suas economias, os juros internacionais caíram a patamares baixos, novos administradores de fortunas surgiram no mercado, principalmente fundos de investimento e fundos de pensão. Novamente os recursos são abundantes para os “*emerging countries*”.

O Brasil, “*afogado*” em divisas, fazendo inclusive esforços para deter os ingressos, não pode se limitar a pensar no curto prazo. É importante que dediquemos esforços e recursos para a exportação de bens e serviços com características de pagamento de longo prazo, para viabilizar, pelo ganho de escala e pela exposição à concorrência internacional, a produção interna em níveis adequados de preço e tecnologia.

Interromper ou reduzir o único programa disponível para financiar esse tipo de operação, ademais do prejuízo à produção, fará falta se entrarmos em outro período de escassez de divisas.

Escassez de divisas, como vimos ao longo das décadas, não dependem exclusivamente de fatores endógenos. Crises podem ser geradas no exterior. Há que se manter um processo capaz de viabilizar exportações de bens e serviços de longo ciclo, viáveis somente por financiamentos de longo prazo.

Qualquer pesquisa realizada sobre comércio internacional, invariavelmente constata, não apenas a necessidade de financiamento como fator decisivo para a competitividade dos produtos, bens ou serviços, a serem exportados; como também, o fato de que a participação dos governos, através de aportes de recursos públicos é inversamente proporcional ao grau de desenvolvimento do país analisado. Ou seja, nos países ricos a necessidade de recursos oficiais aplicados no financiamento direto às exportações é, relativamente, muito menor do que nos países em desenvolvimento.

Esta, aliás, é uma constatação válida para qualquer setor da economia que viesse a ser analisado: a presença do Estado se faz mais forte, quanto mais frágil a economia.

O que define a participação do Estado é, por um lado a capacidade de seu mercado financeiro doméstico suprir as necessidades do setor exportador e, por outro lado, a percepção da relevância que as exportações podem ter na obtenção de divisas ou como estratégia indutora no processo de crescimento econômico.

Por estas razões, embora as formas de apoio governamental ao financiamento de exportações sejam, basicamente, as mesmas (redesconto, refinanciamento, equalização de taxas de juros, concessão direta e seguro de crédito), existe grande diversidade na aplicação desses mecanismos, tanto na abrangência do apoio, quanto no instrumento prioritariamente utilizado, dependendo do país analisado.

Para alguns países do 1º Mundo, o ingresso dos bancos privados no financiamento de exportações é uma opção natural de investimentos, considerando que as taxas de juros domésticas são, tradicionalmente, inferiores às taxas internacionais aplicadas aos financiamentos de exportações. É o caso, por exemplo da Alemanha ou do Japão. Nesses países, os recursos oficiais são reservados para operações de longo prazo, que podem chegar, dependendo do interesse estratégico, a 25 anos com taxas de juros altamente subsidiadas.

Para outros países, basta um pequeno incentivo em equalização de taxas ou em coberturas de seguro de crédito, principalmente para o risco político (que é sempre subsidiado pelos governos, pois se transferido para o setor privado teria prêmios extremamente elevados) para se assegurar condições de competitividade em relação aos concorrentes.

Em resumo, a grande “*mágica*”, principalmente para os países em desenvolvimento, em que as prioridades são muitas e os recursos públicos escassos, está em saber a dosagem necessária, de apoio governamental, para manter em andamento, com resultados satisfatórios, um programa eficiente de financiamento de exportações.

No caso brasileiro, mais do que isso, é preciso estabelecer qual é a meta ser alcançada. De nada adianta a montanha de trabalhos realizados, pelos órgãos governamentais e pelo setor privado, sobre os programas vigentes em outros países, buscando um modelo que possa ser aplicado ao mercado brasileiro, se não soubermos primeiro, que resultados queremos alcançar. Estamos todos buscando “*caminhos*” antes de termos definido qual é o “*destino*”. Aonde queremos chegar?

Esta é, sem dúvida, uma questão que precisa ser definida pelo governo. Qual a prioridade real do programa de exportações, no contexto do programa econômico. Até para que se possa avaliar se os mecanismos previstos no PROEX são suficientes e eficazes para se atingir o objetivo estabelecido.

Nossa motivação para a realização desse trabalho foi de contribuir, com análises e sugestões, no aperfeiçoamento do Programa de Financiamento às Exportações - PROEX, com base nas experiências acumuladas.

## **II. FINANCIAMENTO DE EXPORTAÇÕES BRASILEIRAS**

A Lei nº 8187, de 01.06.91, que criou o Programa de Financiamento às Exportações - PROEX, autorizou a concessão de subsídios através da equalização de taxas de juros e deu competência ao Ministro da Economia, Fazenda e Planejamento (hoje, Ministro da Fazenda) para regulamentar a aplicação dos recursos orçamentários (Créditos Oficiais da União - Fontes 144 e 160) para incentivar as exportações brasileiras.

Esta regulamentação é feita através de Resoluções do Conselho Monetário Nacional, Portarias do Ministro da Fazenda e Circulares do Banco Central do Brasil; ou seja, as decisões sobre aplicação de incentivos para exportações brasileiras estão na esfera exclusiva de competência do Ministro da Fazenda. Obviamente, a tomada de decisões dependerá sempre de consenso entre os demais membros da equipe econômica sobre políticas de comércio exterior e de incremento na produção industrial.

Há que ressaltar, todavia que, apesar de todas as mudanças ocorridas no país, desde a criação do PROEX em junho de 1991, praticamente não houve alterações nas regulamentações originais dos financiamentos de exportações de bens e serviços brasileiros.

Só para citar os fatos mais relevantes dos últimos quatro anos, com reflexos diretos sobre o setor externo, podemos listar:

- a) A renegociação da dívida externa, com compromissos de pagamentos da ordem de US\$ 3 a 4 bilhões/ano, a partir de 1994;
- b) A liberalização das normas de movimentação financeira de capital estrangeiro, com reflexos expressivos sobre reservas, que passaram de pouco mais de US\$ 7 bilhões, em 1991, para até US\$ 47 bilhões, nos últimos meses;
- c) A implantação dos acordos do Mercosul, com novas regras comerciais para a região;
- d) A promoção da abertura para importações com significativa redução das tarifas externas;
- e) A implantação do programa de estabilização da moeda, com forte impacto sobre o câmbio; e
- f) O susto causado pela “nova crise” do México, de dezembro de 1994.

Durante esse período, toda a economia brasileira passou por ajustes constantes para enfrentar as exigências da nova política externa brasileira. As empresas se modernizaram para enfrentar a concorrência internacional, ou, apenas se acomodaram a uma situação conjuntural mais atrativa e aderiram à febre das importações, passando de produtores a simples vendedores, buscando dessa forma, um “*hedge*” para se garantir dos riscos da desvalorização cambial.

Não dá para imaginar que todas essas mudanças não tivessem impacto sobre a balança comercial. Juntamente com a abertura comercial deveria ter sido implantado um programa agressivo de incentivo às exportações, principalmente após a entrada do Real, que veio acompanhado de forte desvalorização do dólar.

O fato é que o déficit da balança comercial, persistente no período de novembro/94 a agosto/95, que chegou a acumular US\$ 4 bilhões, apenas refletiu as medidas que foram tomadas (e aquelas que não foram tomadas) com relação ao setor externo e ao controle da inflação via sobrevalorização do Real. O governo brasileiro teve que correr atrás do prejuízo, sendo obrigado a agir no curto prazo, com grandes desgastes para a imagem do país, através de medidas de controle das importações, num perigoso retrocesso à abertura comercial. Apesar de tudo, temos que reconhecer que essas medidas, embora

“antipáticas”, foram absolutamente necessárias no quadro que se apresentava. Porém, para reverter o déficit na balança comercial não podemos centrar todas as ações apenas no controle das importações, temos que aumentar o volume das exportações brasileiras tornando-as mais competitivas.

É fundamental que se busque uma política mais consistente de médio e longo prazo, para amparar o comércio exterior brasileiro, mas, é urgente que se tomem ações de curto prazo, que possam incentivar as exportações. O imediatismo se justifica pela gravidade da situação, não no que concerne ao equilíbrio das contas externas, mas, para evitar que as empresas brasileiras percam seus mercados tradicionais, por falta de condições para concorrer com seus produtos e serviços. Isto sim, seria uma distorção difícil de ser equacionada no futuro. Não podemos permitir que nossos concorrentes ocupem espaços tão duramente conquistados no passado. O esforço de décadas para promover as exportações brasileiras não pode ser ignorado neste momento.

Os altos depósitos em moeda estrangeira no Banco Central criaram a ilusão de reservas cambiais consistentes. Isto é um grande equívoco. A formação das reservas cambiais tem por fonte de divisas o superávit de balança comercial e o saldo positivo de transações financeiras internacionais.

As divisas ingressadas no país por investidores estrangeiros aumentam as disponibilidades em moeda estrangeira (e são muito bem vindas!), mas não devem ser consideradas como aumento de reservas, porque na verdade, constituem um passivo do país. A verdadeira fonte de divisas é o exportador de bens e serviços.

Nessa ótica, o incentivo às exportações é vital para a saúde financeira de um país como o Brasil, que não tem superávit nas transações internacionais, com compromissos de dívida externa da ordem de US\$ 3 a 4 bilhões/ano. Déficit comercial continuado é um luxo que só países ricos podem exibir.

### III. AVALIAÇÃO DA PERFORMANCE DO PROEX

#### **A. Financiamentos por Equalização de Taxas de Juros**

As regras para a equalização estão definidas na Resolução 2005, de 20.07.93, do Conselho Monetário Nacional que, entre outros pontos estabelece em seu Artigo 1º que:

*“Nas operações de financiamento a exportações de bens e de serviços brasileiros, poderão ser equalizadas ao amparo do PROEX, nos termos da Lei 8187, de 01.06.91, as diferenças que se verificarem entre as taxas de juros dos financiamentos e os custos de captação dos correspondentes recursos”.* (grifo nosso)

O Artigo 3º que trata das características das operações passíveis de enquadramento para fins de equalização, no item V, determina:

*“juros: calculados sobre o saldo devedor e devidos nas mesmas datas de vencimento das parcelas de amortização de principal, observados os seguintes patamares mínimos:*



- a) nos financiamentos com taxa fixa: LIBOR correspondente ao período do financiamento, vigente na data do embarque. (grifo nosso);
- b) nos financiamentos com taxa variável: LIBOR correspondente ao período de amortização, vigente na data do embarque e no início de cada período subsequente. (grifo nosso);
- c) para fins deste item a taxa LIBOR é aquela disponível no Sistema de Informações do Banco Central (SISBACEN). (grifo nosso).

O Artigo 6º, por sua vez, estabelece que:

*“As importâncias devidas a título de equalização serão calculadas da seguinte forma:*

- I - taxa de equalização: será fixa para todo o período de financiamento e obtida pela diferença entre a taxa máxima que para essa finalidade for admitida pelo Banco Central do Brasil e a taxa mínima de juros mencionada no Artigo 3, item V. (grifo nosso).

Como se pode verificar, apesar de definir que a equalização teria por objetivo cobrir as diferenças entre as taxas de juros dos financiamentos e os custos de captação dos recursos, o Conselho Monetário Nacional substabeleceu competência para que o BACEN arbitrasse as duas pontas da operação: a taxa máxima (supondo-se que esse é o custo admissível de captação de recursos externos) e a taxa mínima (os juros fixos ou variáveis que devem ser cobrados nos financiamentos de exportações brasileiras).

Com essa competência (que já estava estabelecida na Resolução 1845, de 31.07.91, quando do lançamento do PROEX), o BACEN divulgou a Carta Circular 2274, de 15.05.92, que permanece vigente e inalterada até hoje, indicando os “spreads” aplicáveis sobre os saldos devedores dos financiamentos, variáveis, unicamente, em função dos prazos da operação;

- a) 1 % nos financiamentos até 2 anos
- b) 1 ¼ % acima de 2 e até 3 anos
- c) 1 ½ % acima de 3 e até 4 anos
- d) 2 % acima de 4 e até 5 anos
- e) 2 ½ % acima de 5 e até 6 ½ anos
- f) 3 % acima de 6 ½ e até 8 anos
- g) 3 ½ % acima de 8 anos.”

A mesma Carta Circular esclarece que na hipótese de a cotação da taxa “LIBOR” não ser disponível, o BACEN/DEPIN informará taxa alternativa, mediante consulta. Esta ressalva refere-se à taxa mínima de juros mencionada no Artigo 3 item V da Resolução 2005, correspondente à “LIBOR” do período de financiamento.

O SISBACEN só divulga a “LIBOR” de até 5 anos e o BACEN/DEPIN “definiu”, em comunicado ao Banco do Brasil, que essa taxa deve ser aplicada nos demais financiamentos com prazos superiores a 5 anos. (Correio Eletrônico às Instituições Financeiras que operam com câmbio - Assunto: Taxas Libor/ PROEX - 12.03.92).

Toda essa exaustiva explanação sobre as regras aplicáveis ao PROEX/Equalização tem por objetivo esclarecer as distorções que estão ocorrendo entre a “*intenção do legislador*” (política estabelecida para o PROEX através das Resoluções do Conselho Monetário Nacional) e a “*execução técnica*”. Ou seja, ao definir que a equalização paga pelo Tesouro Nacional seria estabelecida pela diferença entre a taxa máxima estabelecida pelo BACEN (custo admissível de captação externa) e a taxa mínima divulgada pelo BACEN (taxa do financiamento), quis o Conselho Monetário Nacional atingir dois objetivos fundamentais para a eficácia do Programa:

- 1º) Ao estabelecer um “*spread*” fixo para a equalização devida pelo Tesouro Nacional, permitia a previsibilidade dos gastos com o PROEX, com um controle rígido da execução orçamentária. A experiência do FINEX, Resolução 509, havia sido dramática, quando todo o risco de flutuação das taxas de juros internacionais corriam por conta do Tesouro Nacional. Na década de 80, os juros chegaram a 20% e as taxas de financiamento não ultrapassavam 7%. A equalização chegou a ser de até 13% a.a.. Esse erro o PROEX corrigiu.
- 2º) Por outro lado, ao dar competência para o Banco Central para divulgar esses “*spreads*”, dava a dinâmica necessária ao PROEX, para que o acompanhamento do mercado permitisse manter as taxas mínimas e máximas sempre atualizadas, em função da maior ou menor oferta de linhas de crédito externas, para amparar os financiamentos de exportações brasileiras. Ou seja, permitia uma “*resposta imediata*” das autoridades competentes, às flutuações do mercado quanto ao “*custo real de captação externa*”.

Embora tenha sido, aparentemente, alcançado o primeiro objetivo, o segundo deixou muito a desejar; a dinâmica prevista não ocorreu. Os “*spreads*” permaneceram os mesmos, apesar de todas as mudanças ocorridas no cenário externo e interno, causando algumas distorções relevantes no Programa de Financiamento às Exportações - PROEX.

Um exame mais detalhado sobre as operações realizadas ao amparo da Resolução 2005, resulta em algumas observações importantes para a avaliação do Programa e, principalmente, para a definição de novas alternativas:

- ∅ O volume de operações está muito abaixo das expectativas. O orçamento anual tem sido da ordem de US\$ 700 milhões/ano e a execução, desde o início do PROEX (1991/1994) não chegou a alcançar US\$ 100 milhões/ano. No total foram aplicados pouco mais de US\$ 200 milhões, o que representa uma alavancagem de apenas US\$ 3 bilhões de exportações, num período de quase quatro anos. Ou seja, menos de 2% do total de exportações brasileiras no mesmo período (91/94).
- ∅ Cerca de 85% das operações foram realizadas através de “*funding*” do BNDES/FINAMEX e representam 50% do valor total das exportações beneficiadas com a equalização de taxas de juros. Essas operações foram direcionadas, exclusivamente, para países latino-americanos, com prazos

---

médios de financiamento entre cinco e sete anos, tendo como garantia o aval para débito automático no Convênio de Créditos Recíprocos - CCR e com direito de regresso sobre o Brasil.

- ∅ Muito embora a presença do BNDES no financiamento de exportações tenha sido fundamental para garantir competitividade para os fabricantes de bens de capital, a excessiva concentração do programa de equalizações nas linhas do FINAMEX é uma distorção que precisa ser examinada com mais cautela.
- ∅ Os financiamentos do BNDES são realizados com “*funding*” em moeda local (Reais) e os documentos de crédito pelo valor correspondente em dólares, emitidos pelos importadores, ficam “*encarteirados*” até o seu vencimento, para cobrança direta do BNDES junto ao Banco Central do Brasil, que debitará contra os parceiros da ALADI, através dos mecanismos previstos no CCR. Considerando que o BNDES tem autonomia total para aprovar suas operações e enquadrá-las no PROEX, sem exame prévio do BACEN, nem do CCEX, esses financiamentos não estão sendo computados no risco-país a que estão submetidas as operações com “*funding*” do Tesouro Nacional (Resolução 1998).
- ∅ Ocorre que “*de fato*” elas são financiadas com recursos públicos (depósitos do PIS/PASEP), e “*de direito*” são enquadradas como passíveis de equalização, como todas as outras operações realizadas com “*funding*” em moeda estrangeira.
- ∅ Se o princípio da equalização é cobrir a diferença entre o custo de captação e os juros do financiamento, não está havendo coerência em se aplicar a mesma taxa de equalização para operações tão diferentes. A captação do BNDES é muito inferior ao custo do “*funding*” em moeda estrangeira obtido pelos outros bancos. Ou se está pagando muito para um, ou se está pagando pouco para os outros.
- ∅ Considerando que o BNDES, sozinho, responde por 85% das operações, conclui-se que a taxa de equalização não está sendo suficiente para atrair o restante do mercado financeiro.
- ∅ Por um lado, mesmo que a taxa esteja em níveis atraentes para o BNDES, isto não significa que ele poderá suprir as necessidades do mercado exportador. Sua capacidade de alocar recursos para o FINAMEX e alavancar mais exportações já está, praticamente, esgotada em razão de suas dotações orçamentárias e da necessidade de seguir priorizando os financiamentos à produção (pré-embarque), indispensáveis para garantir excedentes para exportação e permitir uma maior diversificação das empresas e produtos beneficiados pelo PROEX.
- ∅ Por outro lado, exatamente por ter uma receita formada, basicamente, pelos chamados “*depósito de poupança vinculada*” (PIS/PASEP/FINSOCIAL), que representam cerca de US\$ 2 bilhões/ano, suas alternativas de aplicação são restritas à razão da existência do Banco, ou seja, promover o desenvolvimento social, através da concessão de financiamentos de longo prazo para infraestrutura e projetos de modernização industrial, com taxas de juros subsidiadas. Logo, se ampliar sua dotação para o FINAMEX (que já está próxima dos 30% de suas receitas), estará

“*abandonando*” os financiamentos à produção (pré-embarque) e reduzindo a capacidade de exportação das empresas.

- ∅ É importante observar que, da mesma forma como ocorreu com o BNDES, se a equalização for atraente para o mercado financeiro, os demais Bancos também colocarão recursos para o financiamento de exportações. É uma questão de custo-benefício.
- ∅ A principal distorção que está ocorrendo com o programa de equalizações, é que ele foi criado como uma alternativa para o “*funding*” com recursos governamentais, tendo em vista as limitações orçamentárias. Se os recursos públicos fossem aplicados só para pagar o diferencial de taxas de juros, esperava-se uma alavancagem muito maior, porque os bancos supririam o “*funding*”. Porém, a equalização está atendendo, basicamente, ao BNDES que também é público e tem as mesmas limitações de orçamento. Não se conseguiu substituir a presença do Estado. Apenas alterou-se a rubrica dos gastos com “*funding*” e acrescentou-se o custo da equalização.

### **Alternativas de solução**

- ∅ A política do governo, a exemplo do que vem ocorrendo no resto do mundo, é de retirar do Estado funções e investimentos que possam e/ou devam ser assumidas pelo setor privado. Essa posição também está refletida no aporte de recursos para o financiamento de exportações. Porém, o governo não pode sair, antes que o mercado financeiro demonstre efetivamente que tem condições de ocupar esse espaço. Seria, a grosso modo, o mesmo que o governo indicar que a partir de determinada data se privatizaria as empresas de geração de energia, e no dia, havendo ou não comprador para as mesmas, se decidisse cortar a energia de todo o país.
- ∅ O exemplo das privatizações tem que ser seguido, no caso do financiamento de exportações. Primeiro o governo melhora as condições e torna atrativo para o mercado participar do processo. A partir daí, dimensiona quais as áreas que continuarão sob sua responsabilidade.
- ∅ Considerando-se que os recursos são incorporados de imediato às reservas do BACEN e passam a ser remuneradas pela sua aplicação, as taxas de equalização nos níveis de hoje (no máximo 3,5% a.a., sobre saldos devedores, para operações de prazos superiores a oito anos) deixaram de ser um subsídio do governo para incentivo de exportações, conforme prevê a lei do PROEX e passaram a representar um ganho potencial para o Tesouro Nacional.
- ∅ Essa distorção é uma das principais razões da ausência do mercado financeiro no PROEX. A equalização tem que ser, efetivamente, um subsídio, ou seja, pagar a diferença do custo de captação e dos juros do financiamento (mesmo que seja sob a forma atual de “*spreads*” fixos). Para tanto, é preciso que o BACEN acompanhe as flutuações do mercado e altere os “*spreads*” em função do custo de captação.

∅ Além de garantir recursos para o financiamento, outro aspecto importante do sistema de equalizações, está na antecipação da receita das exportações e na conseqüente eliminação do risco de inadimplência, inerente aos financiamentos com “*funding*” em moeda nacional. Por esse mecanismo, o efeito caixa é de uma exportação à vista.

∅ Basicamente, três seriam as modificações necessárias para tornar o PROEX mais atrativo para o mercado financeiro:

- i) Aumentar as taxas de equalização somente para as operações com “*funding*” em moeda estrangeira, que representam um menor subsídio, pelas vantagens da antecipação de receitas de exportação vis a vis a aplicação das reservas.

Para as operações em moeda nacional seriam mantidos os “*spreads*” em vigor.

- ii) Tornar as NTN’s da equalização livremente negociáveis, permitindo, inclusive, o seu uso como moeda de privatização.
- iii) Equalização em Eurobonds: já há o precedente de emissão de títulos do Tesouro em moeda nacional (Decreto nº876 de 19.07.1993), para garantir a existência de recursos orçamentários para pagamento de equalização de juros nas exportações conduzidas na forma da Resolução 2005 do Conselho Monetário Nacional. Com a reabertura do mercado internacional para emissão de títulos soberanos do Brasil, as taxas de equalização poderiam ser “*pré-pagas*” com bônus em moeda estrangeira, emitidos para os mesmos prazos em que seriam pagas as equalizações.

Vantagens: na operação com equalização, o grande risco financiador está no Comprador. O principal e os juros são responsabilidade única do comprador e o “*risco Brasil*” envolve apenas o percentual a ser equalizado, que corresponde ao “*prêmio*” do banqueiro.

Sendo “*pré-pago*” com a emissão de um bônus negociável no mercado secundário e até mesmo utilizável como moeda de privatização, o banqueiro financiador tenderá a alavancar esse tipo de operação.

Com essas alterações, estariam sendo reduzidos: o custo Brasil e os problemas relacionados com a confiabilidade do sistema (herança das inadimplências do Tesouro Nacional nos tempos do FINEX). Os bancos estrangeiros, beneficiários da equalização, teriam como repassar os papéis no mercado, quando assim o desejassem, pelo seu valor real. Essa seria também, a forma do mercado saber qual é exatamente a sua remuneração pelo “*funding*”, considerando que os juros do financiamento não são risco Brasil, mas risco do importador.

## **B. Financiamentos com recursos do Tesouro Nacional**

Em todos os programas de financiamento aplicados nos países desenvolvidos ou em desenvolvimento, verifica-se que compete aos governos a responsabilidade pelo “*funding*” das operações de longo prazo.

Isso é válido inclusive para países com mercados financeiros ativos, tendo em vista que a competição entre o sistema financeiro privado não é suficiente para garantir recursos competitivos para o financiamento de exportações de bens de capital de longo ciclo de produção, como navios e aviões, bem como, exportações de serviços de projetos de engenharia e gerenciamento de grandes obras.

A motivação para os governos participarem é entendida como a necessidade de garantir mercado para sua produção, onde os benefícios das vendas, resultam superiores aos custos dos subsídios. Só que essa “*conta*” não é contabilizada como um balanço de instituição financeira, mas como um avanço na escala de desenvolvimento do país. Os resultados são mensuráveis a médio e longo prazo, no aumento da participação do país no mercado internacional e no desenvolvimento tecnológico.

O PROEX foi criado com essa mesma filosofia. Os financiamentos diretos estavam reservados para operações de “*buyers credit*” para serviços e bens de capital de longo ciclo, conforme estabelecia a Resolução C.M.N. 1844, substituída pela Resolução C.M.N. 1998, de 20.07.93.

Infelizmente, o PROEX deixou de ser um “*Fundo de Exportações*” e as dotações orçamentárias competem com outras operações oficiais de crédito - como o crédito rural - que acabaram levando vantagens na hora dos desembolsos de recursos do Tesouro Nacional. Em 1993/94, cerca de US\$ 500 milhões de retornos de operações PROEX foram desviados para o crédito rural. Em consequência, nos últimos anos não foi aprovada uma única operação de PROEX sob a Resolução 1998. Conclui-se que estão paradas as exportações que dependam de recursos governamentais.

No período de 01.06.91 a 31.08.94, foram examinados pelo Comitê de Crédito às Exportações - CCEX, cerca de 507 pedidos de financiamento, num valor aproximado de US\$ 6,9 bilhões. Dessas operações, somente US\$ 535,9 milhões foram realmente efetivadas, ou seja, resultaram em exportações brasileiras com “*funding*” do Tesouro Nacional, sendo US\$ 255,2 milhões em bens e US\$ 280,7 milhões em serviços.

Isto é, sem dúvida, uma performance muito fraca para um programa que se pretendia como incentivador de exportações.

Por outro lado, além das restrições orçamentárias e do desvio dos retornos de operações de FINEX/PROEX, para outras operações de créditos oficiais da União, o PROEX vem sofrendo uma redução na sua atuação, em razão da disseminação de “*tabus*” que precisam ser melhor avaliados pelos órgãos do governo, responsáveis pela política de créditos externos, como, por exemplo:

a) “*O PROEX está atendendo um número muito reduzido de empresas. Existe concentração na aplicação dos recursos.*”

- O PROEX é um subsídio pós-embarque, portanto sua função é dar competitividade na venda de bens e serviços já produzidos. Para aumentar o número de empresas exportadoras ou diversificar a pauta de exportações é preciso criar subsídios à produção;

- Financiamentos pré-embarque. Não se pode confundir a função do PROEX, ou seus objetivos não serão avaliados corretamente: este programa jamais poderá servir como alavancagem para novos produtos;
- Relatórios do BNDES demonstram que, nas exportações de bens de capital, também se verifica concentração de operações em cerca de 19 empresas, das quais 14 estrangeiras e apenas cinco nacionais.

b) *“O PROEX é um subsídio do Estado, que existe para beneficiar as empresas”.*

É preciso ficar claro que a exportação é um benefício para o Estado, pela geração de divisas fundamentais para o equilíbrio do Balanço de Pagamentos.

No Brasil, praticamente, não existem empresas voltadas à produção exclusiva para o mercado externo. Toda exportação é feita com excedentes do mercado interno ou, na maior parte das vezes, motivada por uma conjuntura financeira que seja mais atrativa.

Entrar no mercado internacional requer das empresas investimentos expressivos e muitas vezes sem garantia de retorno que compense. São viagens, participação em exposições, manutenção de escritórios no exterior, contratação de agentes e representantes, tudo na expectativa de divulgar seus produtos, sem nenhum apoio governamental.

O governo só entra, através do subsídio do PROEX, depois que a empresa já conquistou o mercado e produziu com qualidade e competitividade.

Se não houver a certeza da existência de um programa de incentivo às exportações eficiente, as empresas, via de regra, preferem continuar produzindo apenas para o mercado interno, onde os riscos são mais conhecidos.

A prova disso é que o governo e os chamados analistas de mercado é que estão preocupados com a Balança Comercial. As empresas continuam produzindo e vendendo... só que em Reais. Ou, em alguns casos, reduzindo a produção e a mão-de-obra, para garantir as mesmas margens de lucro. O problema é nosso: do País e não das empresas exportadoras.

c) *“A exportação de serviços não é interessante porque não gera empregos no país.”*

- A geração de empregos não é o único objetivo da promoção de exportações, haja visto outros exemplos na produção agrícola e industrial, altamente mecanizadas, que continuam sendo incentivadas a produzir para exportar, inclusive através do PROEX.
- A exportação de serviços tem a grande vantagem de não depender de sazonalidade ou excedente de produção para que haja a exportação. Não implica em “transferência de riqueza”, porque nada de material se retira do país. É transferência pura de tecnologia, “*know how*”. Gera impostos no país, gera empregos de alta qualificação profissional, promove exportações de bens de capital para mercados que dificilmente seriam atingidos, isoladamente, pelos fornecedores brasileiros e, principalmente, gera divisas.

- A exportação de serviços é a parcela mais disputada do mercado internacional e, em todos os países desenvolvidos recebe incentivo governamental, não apenas na oferta de financiamentos subsidiados, mas inclusive, pela ação política dos governos, na defesa de mercado para suas empresas.
- O Brasil é um dos únicos países, do grupo em desenvolvimento, a disputar o mercado mundial de serviços de engenharia. Nossas empresas, mesmo sem o financiamento brasileiro, continuam atuando em diversos países, porém, agora não é mais uma exportação brasileira. As divisas recebidas no exterior podem permanecer em contas externas, não são ingressadas nas nossas reservas e não alavancam exportações de bens de capital. As operações estão sendo feitas através de subsidiárias no exterior. É preciso que o governo volte a incentivar as exportações de serviços.

d) O *“PROEX só fica com os micos e as operações políticas. As operações boas ficam com o mercado financeiro”*.

- Em primeiro lugar, é importante frisar que o PROEX não tem “micos”. Não existe inadimplências nas operações realizadas depois da criação do PROEX. Uma das principais distorções do FINEX, corrigidas na regulamentação do PROEX, foi a exigência de garantias externas para as exportações financiadas.
- Quanto às “operações políticas”, cabe ao governo, em qualquer país exportador, assumir os riscos políticos ou seja risco-país, quando o importador é uma entidade governamental. Não se pode pedir aval bancário para o governo de um país importador. O que o Brasil pode e vem fazendo, desde a criação do PROEX, é vincular créditos novos a pagamentos de dívidas velhas. Essa foi uma grande preocupação dos legisladores na criação do PROEX: minimizar os riscos de inadimplência, sem interromper os fluxos de comércio e pagamentos. Não basta cortar os créditos novos. Essa é uma solução que nunca funcionou. É preciso estabelecer limites de endividamento-país e manter os fluxos de comércio e pagamentos, dentro do conceito de reciprocidade bilateral.
- Não existe cláusula contratual que obrigue o devedor soberano (governos) a pagar seus compromissos. As dívidas são pagas pela “vontade política” de pagar. Pelo custo-benefício que a adimplência pode representar nas relações bilaterais. Suspender créditos novos nunca resultou em pagamento de dívida velha. Porém, todas as negociações de dívidas, que vinculavam pagamentos contra novos créditos, mesmo em valores inferiores às dívidas liquidadas, sempre foram eficientes.
- Por essa razão é que os órgãos responsáveis pela negociação dos créditos brasileiros, desde a criação informal do COMACE - Comitê de Avaliação de Créditos ao Exterior, em 1989, decidiram por priorizar as negociações bilaterais com os países latino-americanos e africanos lusófonos, com os quais tínhamos relações historicamente sólidas.



- No Clube de Paris, o Brasil jamais obteria as vantagens que conseguiu nas negociações bilaterais. Isso por uma razão inquestionável: mesmo sentados ocasionalmente na cadeira de credor, não deixávamos de ser o maior devedor do Clube de Paris. Nas reuniões de credores, onde seriam definidas as condições das “Agreed Minutes”, o Brasil nunca seria ouvido como membro efetivo. Éramos vistos como “credores de segunda linha”, não fazíamos parte do clube dos países ricos. Isso ficou muito claro na negociação da dívida da Polônia, embora fôssemos o segundo maior credor daquele país, não tivemos nenhuma influência nas decisões que foram tomadas, no tratamento daquela dívida.
- A diferença entre nossa dívida e nossos créditos é tão grande, que não dá para mudar de *status* naquele fórum. O melhor para o Brasil é aceitar as regras do Clube apenas com os países onde não temos nenhuma vantagem comparativa, para uma negociação bilateral.

### **Alternativas de Funding**

Para as operações financiadas com recursos do Tesouro Nacional o *funding* tem fonte orçamentária, constituindo portanto, recursos fiscais.

Por outro lado, a legislação vigente não permite mais a figura de “*revolving funds*”, por meio dos quais os recursos dos pagamentos das cambiais do PROEX seriam fontes exclusivas para novos financiamentos do mesmo programa. Assim era nos tempos do FINEX.

Acrescente-se a essas considerações, a observação de retorno de déficit operacional nas contas do Tesouro Nacional. Os números divulgados em Setembro pelo Banco Central, indicam uma necessidade de financiamento crescente para o setor público, no período janeiro/agosto. Isso faz com que aumente o controle dos gastos “*na boca do caixa*”, sendo que financiamentos do PROEX, ainda que orçados, para esse fim, estão entre as despesas comprimíveis.

Ao estudarmos alternativas de “funding”, visualizamos uma vinculação informal desses recursos ao próprio PROEX. Se não houver uma vinculação explícita – por redação legal – no mínimo constituir-se-ão em recursos capazes de reduzir ou eliminar o déficit operacional do Tesouro.

Por outro lado, aqueles recursos gerados em moeda estrangeira, na parcela de exportação de serviços que se refira a despesas locais no exterior, não necessitariam ser convertidos a Reais, portanto não pressionando a base monetária.

#### **1) Programa de longo prazo lastreado**

Esta proposta visualiza a formação de um “*pool*” de bancos para abrir um programa de crédito de longo prazo, lastreado em “*receivables*” do próprio PROEX.

O lastro seria do tipo “*revolving*”, isto é, a cada cambial vencida seria oferecida, pelo Tesouro, uma nova em substituição.

A linha de crédito seria do tipo “*stand by*”, portanto, disponível frente a uma simples requisição do Tesouro Nacional (ou seu agente Banco do Brasil).

Os termos gerais do programa seriam objeto de um contrato que preveria o tipo de cambial, o prazo, as taxas de juros, etc., de forma a orientar a própria concessão de novos créditos do PROEX para recompor o lastro.

O programa poderia ter duas vertentes:

- Com direito de regresso contra o Tesouro Nacional nos casos de inadimplência do importador (risco comercial) e/ou do país importador (risco soberano); ou,
- Sem direito de regresso.

Evidentemente a presença em uma ou outra vertente depende fundamentalmente da qualidade dos recebíveis. E das garantias a eles atreladas.

A conversão a Reais seria apenas para a parcela necessária de moeda nacional. Eventuais gastos no País de destino, importação de parcela a ser exportada, inclusive “*drawback*”, teriam o benefício da liberalização de recursos diretamente em moeda estrangeira, com articulação e operação direta pelo Banco do Brasil.

Ao consórcio seria autorizada, ainda, a securitização dos “*receivables*” que compusessem o lastro, de modo a gerar “*funding*” a esses intermediários financeiros e, principalmente, a diluir riscos, na hipótese de o contrato contemplar a vertente que não prevê retorno contra o Tesouro em caso de inadimplência do importador ou de seu país.

Securitizados os recebíveis, os bônus correspondentes poderiam ser colocados pelo consórcio de bancos junto a clientes finais, como fundos de pensão, fundos de investimentos, pessoas jurídicas, etc.

A maior vantagem da existência de recursos “*stand by*” está na facilidade de se processar as propostas no âmbito do PROEX sabendo que os recursos serão disponibilizados em 24 ou 48 horas, independentemente da execução financeira do Tesouro que pode estar, momentaneamente, sendo objeto de contenção de gastos na “*boca do caixa*”.

## **2) Fundos de Investimento em Recebíveis**

O *funding* mais adequado a um programa alternativo para o PROEX, seria a captação de Reais.

Vivemos uma situação conjuntural absolutamente desfavorável a incentivar um detentor de Reais a trocar sua moeda por Dólar dos E.U.A. O prêmio que o Brasil paga pelo Real, configura uma taxa de juros que não encontra similar no mundo. Basta ver que os fundos criados para investir em “*brady bonds*” ainda não atraíram recursos maciços, enquanto que recursos de não-residentes transformam-se em Reais em uma velocidade tal que o Governo vive tomando medidas para evitá-los.

Mas, como alertávamos na introdução deste trabalho, essa situação tem tido seus ciclos ao longo das décadas. Por outro lado, não se vislumbra no longo prazo a manutenção dessa política monetária tão “*atrativa*” de capitais externos.

Assim, a proposta consiste simplesmente em se autorizar o Banco do Brasil - ou outro banco a critério dele – a criar fundos no exterior, para clientes residentes no País, que desejam ou venham a desejar em outro contexto – diversificar risco soberano. O “*funding*” aí gerado, evidentemente, seria aplicado pelo BB em operações do PROEX, na forma determinada pela legislação pertinente, isto é, o risco do Tesouro Nacional.

### **3) Uso de dólares do Tesouro Nacional**

O Tesouro Nacional tem mostrado capacidade de captação em bônus, superior às suas necessidades em moeda estrangeira, isto é, superior ao serviço de sua dívida em bônus decorrentes da reestruturação da dívida externa (“*brady bonds*”).

Prova disso é que na nova exposição de motivos ao Senado Federal pede autorização para recomprar sua dívida externa, desagiada no mercado externo, com o evidente propósito de reduzir o risco Brasil. Em outras palavras, ao elevar o preço de seus “*brady bonds*” reduz o “*yeld*” do Tesouro Nacional que, na prática é um “*pisso*” para “*risco Brasil*”.

Ora, o PROEX gera para o Tesouro, certos compromissos em moeda estrangeira como os chamados “*gastos locais*” nas exportações de serviços, a necessidade de “*drawback*”, em alguns casos e mesmo o pagamento de equalização quando se trata de financiador em moeda estrangeira.

A proposta é utilizar esses “*excedentes*” em moeda forte de que dispõe o Tesouro Nacional para cumprir esses compromissos, o que requer diploma legal específico.

Pode-se argumentar que seria mais útil o uso desse “*funding*” para resgatar dívida interna. Ora, no contexto atual, o resgate de Letras do Tesouro tendo como fonte o uso de recursos externos significa a conversão de moeda em expansão de base monetária. Portanto, com a imediata emissão pelo Banco Central de suas próprias letras, para “*enxugar a base*”.

Em suma, seria a substituição de LFT por LBC, com redução da dívida do Tesouro, sim, mas com aumento da dívida do BC pelo mesmo montante, tendo efeito neutro em termos de dívida do Governo Federal.

Portanto, o melhor uso que o Governo pode fazer de suas captações em US\$ é pagar seus compromissos em US\$, sem conversão, sem expansão de base. Inclusive, é claro, compromissos oriundos do PROEX.

#### 4) Criação de uma “forfaiting house”

O Banco Central e o Banco do Brasil detêm reconhecido *expertise* em mercado secundário de *securities*. Ademais, no pós crise de 1982, o BC e o BB realizaram inúmeras operações de “*forfaiting*” que geraram centenas de milhões de dólares capazes de amenizar, de alguma forma, a grave crise de balanço de pagamentos a partir dali instalada.

Considerar que o BB dispõe hoje de uma “*securities house*” de reconhecida competência e agressividade no mercado internacional, com sede em Londres que se chama “*BB Securities*”.

Para encerrar, o terceiro vértice, o Tesouro Nacional, dispõe de “*securities*” ativas, na forma de “*receivables*” do PROEX, dos quais não faz qualquer uso, a despeito de suas reconhecidas dificuldades de caixa.

Em suma, temos:

- (i) Banco do Brasil : *expertise* em mercado secundário de “*securities*” e disponibilidade de uma “*securities house*” em fundos.
- (ii) Tesouro Nacional : dispõe de “*securities*” negociáveis e tem necessidades de caixa.
- (iii) Banco Central : além de *expertise* e tradição em “*forfaiting*” de recebíveis e mercado secundário de “*securities*” é o gestor das Reservas Internacionais e, por que não dizer, do Balanço de Pagamentos.

Temos pois, o “*enviroment*” perfeito para a criação de uma “*securities trading*” e “*forfaiting house*”, que usaria o estoque de recebíveis para:

- 1) Gerar recursos adicionais para o Tesouro Nacional;
- 2) Gerar recursos capazes de realimentar o próprio PROEX;
- 3) Pelo “*trading*”, adquirir “*brady bonds*” emitidos pelo Tesouro Nacional brasileiro, reduzindo o esforço de recursos fiscais na quitação da dívida externa e/ou reduzindo o “*yeld*” desses bônus e, em conseqüência, o “*risco Brasil*”;
- 4) Pelo “*trading*”, melhorar a qualidade da carteira do próprio PROEX.

Para esse fim, seriam criadas três estâncias: um conselho consultivo; um nível operacional e um conselho fiscal.

---

**a) Conselho Consultivo**

Membros:

- a) Tesouro Nacional: representado pelo Secretário do Tesouro Nacional ou pessoa por ele designada;
- b) Banco do Brasil: representado pelo Diretor de Assuntos Internacionais, ou representante por ele designado;
- c) Banco Central: representado pelo Diretor da Área Externa, ou seu representante oficial.

O Conselho Consultivo definiria as condições básicas de operação, preços mínimos, taxas máximas, etc. Teria, por meio de diploma legal adequado, o direito de definir o programa de “*forfaiting*” a destinação dos recursos decorrentes, além do programa de trocas (“*trading*”). Rompendo a tradição, poderia admitir “*descontos*” (deságios) nos papéis, particularmente aqueles oriundos do antigo FINEX, de difícil liquidez internacional.

**b) Nível Operacional**

A operação do “*forfaiting*” e do “*trading*”, conforme deliberação do Conselho Consultivo, seria totalmente executada por meio da BB Securities/Londres, ou, consoante sua orientação, pelo BB/New York, nos horários adequados ao “*trading*” no continente americano.

**c) Nível Fiscal**

Além, é claro, das instâncias legais existentes deveria haver algum tipo de acompanhamento para verificar o fiel cumprimento das diretrizes emanadas do conselho consultivo. A nosso ver essa função poderia ser exercida pelo Banco Central, mais especificamente, por um dos órgãos de sua Área Externa.

**FUNCEX**



**fundação  
centro de estudos  
do comércio  
exterior**

Ajudando o Brasil a expandir fronteiras

[www.funccx.com.br](http://www.funccx.com.br)

**Endereço/Adress**

**Av. Rio Branco, 120, Grupo 707, Centro  
20.040-001 Rio de Janeiro RJ - Brasil**

**Telefones/Calls**

**(55.21) 2509-2662, 2509-4423**

**Fax**

**(55.21) 2221-1656**

**E-mail**

**[funccx@funccx.com.br](mailto:funccx@funccx.com.br)**