

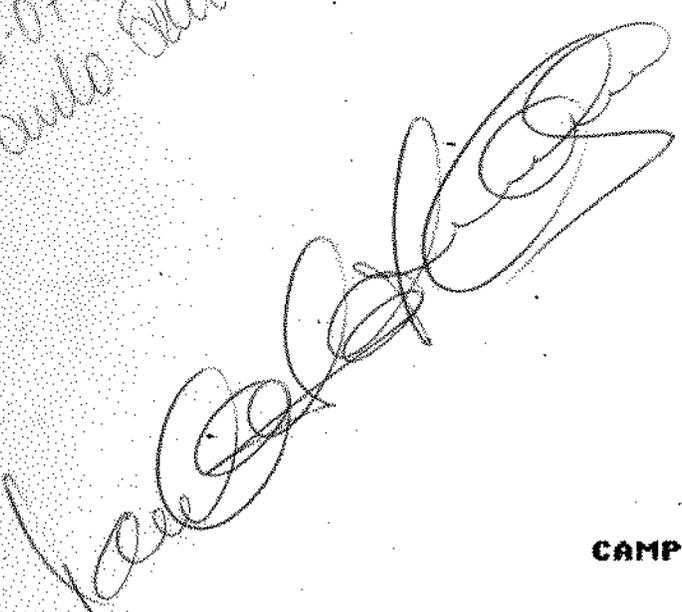
Geraldo Biasoto Junior *Gen*

Implic. 5.83

**ENDIVIDAMENTO EXTERNO E DESEQUILÍBRIO FINANCEIRO DO SETOR
PÚBLICO NA PRIMEIRA METADE DOS ANOS OITENTA**

*Este exemplar
corresponde ao original
do Sr. Geraldo Biasoto Junior em
01-07-88 e orientada pelo
Paulo Davidoff Cruz.*

Dissertação de Mestrado
apresentado ao Instituto de
Economia da UNICAMP sob a
orientação do Prof. **Paulo
Davidoff Cruz.** *Gen*



CAMPINAS, 1988

**UNICAMP
BIBLIOTECA CENTRAL**

À meus *Pais*

Para *Malila, Aline e Juliana.*

AGRADECIMENTOS

A aridez e a solidão, inevitavelmente presentes na realização de uma Dissertação de Mestrado, foram tremendamente mitigadas por algumas pessoas, com quem convivi nestes quatro anos. Aqui vai um pouco de minha gratidão.

Desde o início, contei com a dedicada orientação de *Paulo Davidoff Cruz*, que sempre me indicou os melhores caminhos e colocou toda sua experiência no tema à minha disposição.

A duas pessoas, também gostaria de deixar registrada minha gratidão. A *Fabrizio A. de Oliveira*, por ser mestre e amigo, ao mesmo tempo. A *Carlos Kawall L. Ferreira*, por sua participação, desde o início do trabalho, com inúmeras sugestões e por toda a amizade e o incentivo.

Sou também, muito grato aos colegas do Centro de Conjuntura, *Alda, Elba, Retânia, Cláudia, Lídia, Rogério, Romano, Fernando Carvalho, Fernando Costa, Mario Presser, João Carlos e Gilson*, pela convivência e pelo estimulante debate das mais variadas questões deste conturbado momento. *Ricardo Carneiro e Antonia Márcia Ruainain* merecem um agradecimento especial, pelo incentivo e pelo apoio.

Da mesma forma, devo muito aos companheiros do Departamento de Economia de Araraquara, em especial a *Cláudia, Catou, Pacheco, Maciel e Ulysses*, por toda a amizade.

Muitas partes desta Dissertação, assim como outros temas relativos ao setor público, foram discutidas com *Sérgio Prado e Francisco Lopreato*, que muito contribuíram para o esclarecimento de vários aspectos.

Sou, também, muito grato a *Márcia Mendes de Almeida* pela viabilização da pesquisa realizada junto ao arquivo de jornais da Gazeta Mercantil. Do mesmo modo, gostaria de agradecer a *Eduardo Strachman e José Augusto Acrani Filho* pelo trabalho de pesquisa do primeiro item do Capítulo III.

O trabalho de datilografia foi realizado por *Maria Aparecida* que merece tanto meus agradecimentos quanto minhas desculpas, por dar tanto trabalho.

A FAPESP e o PNPE financiaram parte deste trabalho, mediante bolsas de estudo, cuja concessão desejo agradecer.

Por fim, quero deixar meus agradecimentos a *Márcia, Aline e Juliana*, não por toda a paciência e ajuda nestes anos, mas por darem razão à vida.

Campinas, 21 de Maio de 1988.

Geraldo Biasoto Junior

INDICE

INTRODUÇÃO	01
-------------------------	----

CAPÍTULO I

A CRISE DO ENDIUIDAMENTO E A RENEGOCIAÇÃO NA PRIMEIRA METADE DOS ANOS OITENTA	04
1.1. Determinantes Externos da Crise Cambial	05
1.1.1. Reflexos da Crise Internacional sobre os Países Endividados	05
1.1.2. Os Bancos Internacionais e o Euromercado Face aos Países em Desenvolvimento	13
1.2. A Crise Internacional e o Colapso das Contas Externas Brasileiras	26
1.2.1. Início da Década de Oitenta: Rumo ao "Default"	26
1.2.2. A Primeira Fase da Renegociação	37
1.2.3. A Segunda Fase da Renegociação	57
1.2.4. 1985: A Prorrogação da Segunda Fase	63
1.2.5. A Transferência de Recursos Reais	68
1.3. Conclusões	73

CAPÍTULO II

A POLÍTICA ECONÔMICA SOB RESTRIÇÃO EXTERNA	76
2.1. O Início dos Anos Oitenta: o Ajustamento Voluntário	77
2.1.1. Regresso à Ortodoxia	78
2.1.2. A Crise Cambial	83
2.2. O Ajustamento Monitorado pelo FMI	99
2.2.1. Diagnóstico e Propostas da Política Econômica do Fundo	100
2.2.2. A Negligência Brasileira e a Suspensão do Programa de Ajustamento	105
2.2.3. Modificação dos Critérios de Desempenho, Arrocho Salarial e Contenção Fiscal: Reafirmando o Compromisso com o Ajustamento	110

2.2.4. Os Acordos com o Fundo como Objetivo Central da Política Econômica	121
2.2.5. Final de Mandato e Afrouxamento da Política Econômica	140
2.3. A Política Econômica na Nova República	149
2.3.1. Dornelles e a Verdadeira Austeridade	149
2.3.2. A Derrota da Ortodoxia	155
2.4. Conclusões	164

CAPÍTULO III

DÍVIDA EXTERNA E DÉFICIT DO SETOR PÚBLICO	167
3.1. Renegociação Externa e Tomadores Internos	168
3.1.1. O Reempréstimo dos Recursos Externos ("Relending")	172
3.1.2. Setor Público e Restrição Creditícia	176
3.1.3. A Transferência da Dívida Externa Privada ao Banco Central	185
3.1.4. Os Tomadores Internos de Crédito Externo Durante a Crise do Endividamento	189
- As Captações Diretas Através da Lei nº 4131	190
- As Captações Diretas para Repasse Através do Sistema Financeiro Interno (Resolução nº 63)	200
- Financiamento de Importação	206
3.2. A Estatização do Endividamento Externo e o Crescimento da Dívida do Setor Público	214
3.2.1. O Passivo Externo do Banco Central	225
3.2.2. O Passivo Externo das Empresas Estatais	236
3.3. Passivo Externo e Déficit do Setor Público	249
3.3.1. O Impacto da Dívida Externa sobre o Déficit Público	249
3.3.2. Encargos Financeiros e Empresas Estatais	263
3.3.3. Passivo Externo, Política Monetária e Dívida Pública	276
3.4. Conclusões	282
CONSIDERAÇÕES FINAIS	285
BIBLIOGRAFIA	291

INTRODUÇÃO

A década de setenta foi palco de uma crescente participação do setor público no processo de administração do endividamento externo. Na primeira metade dos anos oitenta, a crise da dívida externa levou o envolvimento estatal a níveis inéditos, tanto no tocante à intervenção nos acordos globais de renegociação quanto no que tange à responsabilidade direta sobre a contra-partida interna dos recursos creditícios. O profundo desequilíbrio financeiro hoje vivido pelo setor público, em suas várias esferas, tem, como procuraremos demonstrar, grande relação com o processo de estatização da dívida externa e com o ajustamento que a economia foi obrigada a realizar às novas condições externas.

No sentido de elucidar este processo, a primeira parte desta Dissertação ater-se-á ao estudo da renegociação da dívida externa. A exemplo do restante do trabalho, o foco da análise recairá sobre a primeira metade da presente década, especialmente sobre o período posterior à moratória mexicana. Procurar-se-á analisar os marcos gerais da renegociação da dívida brasileira e o processo de transferência de recursos reais ao exterior, com especial atenção para a postura das autoridades econômicas frente à crise cambial. Buscaremos demonstrar, também, que a crise do endividamento não foi uma experiência apenas brasileira, mas deve ser entendida como elemento da crise financeira internacional.

A discussão da condução da política econômica frente à restrição externa, constituirá um segundo bloco de nosso trabalho. Serão analisados os principais constrangimentos advindos da crise do padrão de financiamento da economia brasileira e da imposição de políticas de ajustamento ao setor externo pelos banqueiros internacionais e, mais diretamente, pelo Fundo Monetário Internacional. Como será notado, a maior ênfase da análise recairá sobre aspectos monetários e fiscais, de forma a embasar certos aspectos da discussão realizada na sequência.

Por fim, no terceiro Capítulo, buscar-se-á analisar a crise financeira do setor público e sua relação com o processo de estatização da dívida externa. Para tanto, serão verificadas as novas características da captação de recursos externos pelos agentes internos, os Depósitos de Projetos, a cobertura da inadimplência das entidades públicas pelas Autoridades Monetárias e a transferência de dívidas em moeda estrangeira, originalmente captadas pelo setor privado, ao setor público. Além disso, analisar-se-á a evolução do estoque de dívida externa do setor público e sua repercussão sobre seu déficit e sobre as finanças do setor produtivo estatal. Tentar-se-á verificar, também, como o esgotamento do padrão de

financiamento calcado no crédito externo deu lugar a um acelerado crescimento da dívida mobiliária federal, ao final do período.

CAPÍTULO 1

A CRISE DO ENDIVIDAMENTO E A RENEGOCIAÇÃO NA PRIMEIRA METADE DOS ANOS OITENTA

O objetivo deste capítulo é discutir os marcos gerais em que se deu o processo de renegociação da dívida externa brasileira. Para tanto, faz-se necessário compreender, primeiramente, as determinações externas dos problemas de pagamentos internacionais que acabaram por assolar uma ampla gama de países. Por outro lado, cabe examinar a forma de enfrentar a crise utilizada pelo governo brasileiro. Neste sentido cabe examinar o processo de renegociação formal, iniciado em finais de 1982 e seus desdobramentos nas fases I e II. O sentido geral desta análise será, além de estudar a gestão do endividamento em si, o de dar base à compreensão da condução da política econômica, frente à restrição externa, e da degenerescência do padrão de financiamento da economia brasileira.

1.1. Determinantes Externos da Crise Cambial

A crise cambial brasileira não pode ser entendida fora do quadro econômico internacional do início dos anos oitenta, matizado pela recessão mundial e por uma crise financeira de igual caráter. Por isso, o objetivo das considerações que se seguem é compreender as causas da inadimplência generalizada que se abateu sobre os países em desenvolvimento. Igualmente relevante é compreender a postura adotada pelos bancos internacionais frente aos países endividados e a intervenção de entidades multilaterais no processo.

1.1.1. Reflexos da Crise Internacional sobre os Países Endividados

A crise que assolou os países em desenvolvimento nos anos oitenta, teve íntima relação com o processo de rompimento do padrão de crescimento do pós-guerra. A crise do petróleo de 1973 já enunciava as dificuldades por que passariam os países em desenvolvimento. Mas, a esta altura, a canalização dos superávits auferidos pelos países exportadores de petróleo para o financiamento, via empréstimos dos eurobancos, dos balanços de pagamentos deficitários, viabilizou uma forma menos dolorosa de enfrentamento dos percalços colocados pela crise energética. Neste modo, na

segunda metade da década de setenta, o euromercado serviu de câmara de compensação para os desequilíbrios financeiros internacionais. Note-se que neste período as instituições multilaterais tiveram papel marginal no processo de gerenciamento dos ajustes. Apenas países mais atrasados tiveram que recorrer ao FMI, os outros obtiveram recursos através do sistema de crédito internacional (1).

Esta forma de encaminhamento não passou de um adiamento da crise para os anos oitenta. Já ao final de 1979 dois elementos assinalaram os marcos de crise que se instalaria: o novo aumento dos preços do petróleo e uma inaudita elevação das taxas de juros internacionais. Abriu-se assim, um período marcadamente recessivo, comandado pela política monetária americana (2), no seu intento de recuperar para o dólar o papel de moeda-reserva internacional, que vinha sendo fortemente questionado no bojo do processo de rompimento do padrão de crescimento do pós-guerra (3).

Neste contexto de crise internacional, os países em desenvolvimento não exportadores de petróleo defrontaram-se com problemas que extrapolaram o âmbito comercial. Pelo menos quatro fatores podem ser arrolados dentre as sérias dificuldades colocadas a estes países:

(1) MOFFITT, M. O Dinheiro do Mundo, Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1984, p. 93 e ss.

(2) A política monetária do Federal Reserve passou a ter por objetivo o controle quantitativo dos agregados monetários, dentro de metas pré-estabelecidas, contrariando a política seguida até então, de manipulação destes agregados para regulação das taxas de juros.

(3) COUTINHO, L.G. "Problemas e Percalços da Economia Capitalista Mundial". In: BELLUZZO, L.G. e COUTINHO, R. Desenvolvimento Capitalista no Brasil, nº 1, São Paulo, Brasiliense, 1982, p. 41 a 43. Ver também TAVARES, M.C. "A Retomada da Hegemonia Americana". In: Revista de Economia Política, vol. 5, nº 2, São Paulo, Brasiliense, 1985, p. 7 e 8.

a) a elevação das taxas nominais de juros de 8% para 12%, ainda em 1979, e, posteriormente, para cerca de 20%, tendo sido de 15,4% e 19,4% as médias da "prime rate" de 1980 e 1981, respectivamente. Esta elevação incidu sobre grande parte do estoque de dívidas contratadas por países em desenvolvimento, dada a sistemática de repactuação semestral utilizada nos empréstimos do euromercado (4).

b) os termos de troca comportaram-se de forma altamente desfavorável aos países em desenvolvimento não exportadores de petróleo. Como se pode depreender da Tabela I.1. os preços das "commodities" (exclusive petróleo) caíram 14,9% e 5,7% nos anos de 1981 e 1982, respectivamente (5). Certamente, isto se deveu à recessão mundial e ao elevado nível atingido pelas taxas de juros, o que inibiu a retenção de estoques.

c) a intensificação das medidas protecionistas. A Tabela I.1. mostra, também, o sensível declínio das taxas de crescimento das exportações dos países em desenvolvimento não exportadores de petróleo, tanto em valor quanto em quantidade. Apesar de a própria recessão mundial jogar papel de destaque neste comportamento, não se pode esquecer que nos momentos de crise a fé no livre comércio tende a sofrer fortes abalos.

d) a concentração de amortizações no início dos anos oitenta. Dado o prazo de maturação dos créditos do euromercado, de quatro a dez anos, era fato reconhecido que no início dos anos oitenta haveria uma forte concentração de amortizações a pagar (6).

(4) Os contratos com base em juros flutuantes vigiam desde o período inicial dos anos setenta e se destinavam a diminuir os riscos do euromercado, que tinha estruturas temporalmente desiguais de ativos e passivos. Ver LIMA, M.L.P. O Euromercado e a Expansão do Capital Financeiro Internacional. Dissertação de Mestrado, IE-UNICAMP, Campinas, 1985, p. 85 e ss.

(5) BATISTA JR., P.N. Mito e Realidade da Dívida Externa Brasileira. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1983, p. 121.

(6) Nas palavras de um analista quando a crise se abria: "The problem has been looming for years. Because of the rush to borrow on the Euromarkets after the first oil shock, there is a sharp bunching of medium-term syndicated loans maturing in the early 1980's. That problem has been widely recognized". ANDERSON, T. "The Year of the Rescheduling". In: Euromoney, agosto, 1982, p. 19.

TABELA I.1.
**TRANSAÇÕES COMERCIAIS DOS PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO NÃO
 EXPORTADORES DE PETRÓLEO
 1978-1982
 (taxa de variação anual)**

	1978	1979	1980	1981	1982
Exportação em valor	15,4	28,6	26,7	3,1	7,2
Importação em valor	18,7	30,8	30,1	3,7	6,8
Exportação em volume	9,5	9,4	5,6	3,9	6,4
Importação em volume	8,0	11,0	3,9	2,2	3,2
Termos de Troca	-4,1	-0,2	-4,4	-2,2	-1,9
Poder de Compra das Exportações	5,0	9,1	1,1	1,6	4,4
Preços das commodities primárias (Exclusive pe- tróleo)	-7,9	14,6	11,2	-14,9	-5,7

Fonte: IMF, *World Economic Outlook*, Occasional Paper nº 9, Washington, 1982, p. 154

Uma interessante estimativa de Carlos Massad (7) pode dar uma idéia dos efeitos que tiveram os dois primeiros fatores arrolados - elevação das taxas de juros e deterioração dos termos de troca - sobre as contas de transações correntes dos países latino-americanos não exportadores de petróleo. Como pode-se verificar pela Tabela I.2., se os termos de troca estivessem aos níveis de 1965/69 e os juros fossem iguais aos vigentes entre 1978 e 1979, os déficits em transações correntes destes países, entre 1980 e 1982, não alcançariam a terça parte do nível a que efetivamente chegaram.

No início dos anos oitenta todas estas dificuldades apresentaram-se ao nível das contas externas dos países em desenvolvimento não-exportadores de petróleo, sob a forma de elevados déficits em transações correntes, crescimento acelerado da dívida externa, e de seu serviço, e expansão do endividamento de curto prazo (8), como pode-se verificar nas Tabelas I.3. e I.4.. Entretanto, diferentemente do que ocorrera na segunda metade da década de setenta, o euromercado não aceitou o papel de financiador dos déficits em transações correntes e das dívidas anteriores destes países, o que resultou na inadimplência generalizada de 1982. As razões que levaram os bancos internacionais a esta postura devem ser buscadas em suas características de agentes privados frente à uma situação de crise econômica mundial. é o que tentaremos mostrar a seguir.

(7) MASSAD, C. "Debt: An Overview" In: Journal of Development Planning, nº 16, New York, United Nations, 1985, p. 2 a 21.

(8) MOFFITT, M. Op. cit., p. 108.

TABELA 1.2.
**ESTIMATIVA DOS EFEITOS DOS TERMOS DE TROCA E TAXAS DE JUROS
 SOBRE A CONTA DE TRANSAÇÕES CORRENTES DOS PAÍSES
 LATINO-AMERICANOS NÃO EXPORTADORES DE PETRÓLEO
 1975-1983**

				US\$ Bilhões
Ano	Transações Correntes	Efeitos dos Termos de Troca (1)	Efeitos das Taxas de Juros (2)	Transações Correntes Ajustadas
1975	-10,6	-3,6	0,1	-7,1
1976	-7,1	-1,7	0,3	-5,7
1977	-5,4	0,9	0,5	-7,0
1978	-8,2	-1,9	-0,5	-6,8
1979	-14,3	-4,7	-0,5	-9,1
1980	-24,0	-9,5	-1,4	-13,1
1981	-20,1	-15,8	-4,6	-7,7
1982	-27,5	-17,7	-5,5	-4,3
1983	-15,5	-15,6	-3,1	3,2

Fonte: MASSAD, C. "Debt: on Overview". In: *"Journal of Development Planning"*, nº 16, New York, 1985, p. 4.

- Notas: 1. Estimativa com base nos preços de 1965-1969 ajustados pelo índice de preços dos países industrializados.
2. Estimado na base dos juros pagos sobre a dívida total (inclusive de curto prazo) líquida de reservas.
 Juros de 1978 a 1979 foram os referenciais.

TABELA 1.3.
**ENDIVIDAMENTO DOS PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO NÃO EXPORTADORES
 DE PETRÓLEO
 1978-1982**

	US\$ Bilhões				
	1978	1979	1980	1981	1982
Dívida de Longo Prazo	276,4	324,4	375,4	436,9	505,2
Serviço da Dívida de Longo Prazo	44,7	60,2	68,6	92,3	107,8
Juros	14,2	28,7	30,1	37,5	40,8
Amortizações	30,5	39,5	38,5	54,8	67,0
Serviço/Exportações (%)	17,3	18,1	16,3	21,0	22,3

Fonte: IMF, *World Economic Outlook*, Occasional Paper nº 9, Washington, 1982, p. 170 e 173.

TABELA I.4.
**FINANCIAMENTOS DOS DÉFICITS EM TRANSAÇÕES CORRENTES DOS PAÍSES
 EM DESENVOLVIMENTO NÃO-EXPORTADORES DE PETRÓLEO
 1978-1982**

	US\$ Bilhões				
	1978	1979	1980	1981	1982
Transações correntes	-39,2	-58,9	-86,2	-99,0	-97,0
Influxo de créditos de longo prazo	27,9	33,1	31,4	37,0	38,5
Influxo de fontes privadas	35,3	37,9	45,5	55,8	59,4
Influxo de créditos de curto prazo	4,7	10,5	19,9	13,1	7,8

Fonte: IMF, World Economic Outlook, Ocasional Paper nº 9, Washington, 1982, p. 166.

1.1.2. Os Bancos Internacionais e o Euromercado face aos Países em Desenvolvimento

O ano de 1979 foi o último a apresentar boas condições de crédito aos tomadores de recursos no euromercado. Devido aos elevados superávits dos países exportadores de petróleo, a oferta de recursos para empréstimo era grande, o que comprimiu os "spreads" e alongou os prazos. Ao contrário, o ano de 1980 pode ser considerado um marco no processo de endividamento dos países em desenvolvimento. Diversamente do período de 1974/79, onde a taxa de crescimento anual do crédito do euromercado aos países em desenvolvimento não-exportadores de petróleo ^(9) fora de 33%, em 1980 houve queda nestes créditos de 35% ^(10). Esta retração não se cingiu apenas aos não-exportadores de petróleo, posto que o total dos empréstimos aos países em desenvolvimento retraiu-se em 18% ^(11).

Cabe, portanto, buscar as razões que levaram os bancos internacionais a contrair seus empréstimos aos países em desenvolvimento.

(9) Especialmente Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa do Marfim, Filipinas, Formosa, Índia, Coreia do Sul, Tailândia e Turquia. Morgan Guaranty Trust. World Financial Markets, New York, Mar/80, p. 5.

(10) De US\$ 35 bilhões em 1979 para 24 bilhões em 1980. Ver: Morgan Guaranty Trust. World Financial Markets, New York, oct/82, p. 12.

(11) De US\$ 48 bilhões em 1979 para US\$ 35 bilhões em 1980. Idem.

Primeiramente, deve-se notar que, afóra a recessão mundial e a retração do comércio internacional, os bancos internacionais eram alguns dos principais protagonistas de uma crise financeira de caráter global (12). Não eram só os países do Terceiro Mundo que haviam sido atingidos. Diversas grandes empresas e instituições financeiras encontravam-se em situação financeira perigosa, para a qual muito colaborou a elevação das taxas de juros (13). Além disso, a ampliação acelerada da dívida pública americana, as taxas de juros elevadas e a especulação com moedas, agiram no sentido de encurtar prazos de aplicação e substituir progressivamente o mercado financeiro de longo prazo pelo mercado monetário (14). Os bancos encontravam-se, portanto, em uma situação de grande instabilidade, onde aumentava a volatilidade de seus passivos e seus ativos tornavam-se crescentemente duvidosos.

A situação acima descrita vinha a ser, entretanto, agudizada por um outro fator herdado da década de setenta. Nos anos de 1975 a 1979 os bancos do euromercado sofreram crescentes desequilíbrios entre suas estruturas temporais de ativos e passivos. Nas palavras de Maria Lúcia Pádua LIMA: "O índice de cobertura das operações ativas dos eurobancos mostra que, de maneira geral, os empréstimos concedidos por um ano ou mais eram, no mínimo, o dobro dos depósitos para igual período. Além disso, é possível verificar o aumento da disparidade entre ativo/passivo ao longo dos cinco últimos anos da década de setenta, segundo a nacionalidade dos eurobancos ... Os consórcios bancários apresentavam maior disparidade e, portanto, maior risco" (15).

(12) TAVARES, M.C. "A Crise Financeira Global". In: Revista de Economia Política, vol. 3, nº 2, São Paulo, Brasiliense, 1983, p. 16 e 17.

(13) Acabaram efetivamente por colapsar, entre outras: AEG-Telefunken, Banco Ambrosiano, Braniff, Dome Petroléum, Penn Square Oklahoma e Drysdale Corporation. Ver BATISTA JR., P.N. Op. cit., p. 57.

(14) TAVARES, M.C. (1983) Op. cit., p. 16.

(15) LIMA, M.L.P. Op. cit., p. 187. Ver também p. 184 a 202.

Deve-se mencionar, também, que o crescimento dos riscos decorrentes deste processo de desequilíbrio de prazos entre captações e aplicações levou os grandes bancos a acionarem alguns expedientes, ainda na década passada. Além dos já referidos contratos a taxas de juros flutuantes, proliferaram-se as participações de bancos regionais americanos, e de bancos menores de outros países industrializados, nos empréstimos sindicalizados. Ampliou-se, também, o mercado secundário para transações de posições em empréstimos já em vigor (16). A perspectiva de que os países em desenvolvimento e muitas grandes empresas não honrassem suas dívidas ocasionava a retração dos bancos de menor porte e do próprio mercado secundário, fatores que, certamente, aumentaram o risco para os grandes bancos (17).

Um terceiro aspecto a ser levantado é o que se refere ao estoque de dívida anteriormente contraída pelos países em desenvolvimento. A Tabela I.5. mostra que ao final de 1979, os países em desenvolvimento não exportadores de petróleo e os exportadores não localizados no Norte da África ou Oriente Médio eram responsáveis por 52,4% dos ativos totais dos eurobancos, ou seja, US\$ 179,6 bilhões num total de US\$ 342 bilhões. A situação para com alguns países, isoladamente, era ainda pior. Os bancos consideravam empresas diferentes de um mesmo país como riscos individuais. Isto fez com que, para vários bancos, os empréstimos para um único país suplantassem os 10% do total de empréstimos (18). Nesta nova conjuntura de crise o "country risk" teve seu papel realçado, passando a ser elemento determinante quanto a prazos e "spreads" para novos empréstimos (19).

(16) Idem, p. 189.

(17) RESENDE, A.L. "A Ruptura do Mercado Internacional de Crédito". In: ARIDA, P. Dívida Externa. Recessão e Ajuste Estrutural. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1983, p. 50.

(18) Os 10% além de serem o máximo legalmente permitido, são um parâmetro indicador de riscos excessivos. MOFFITT, M. Op. cit., p. 104.

(19) BATISTA JR., P.N. Op. cit., p. 81.

TABELA 1.5.
**DISTRIBUIÇÃO DOS ATIVOS DOS EUROBANCOS
 SEGUNDO GRUPOS DE PAÍSES TOMADORES (1)
 1979**

Grupos de países tomadores	Ativos	US\$ Bilhões % do Total
Países em desenvolvimento		
Importadores de petróleo	103,4	30,2
Maiores tomadores (2)	80,1	23,4
Outros	23,3	6,8
Países industrializados		
Importadores de petróleo	107,6	31,5
Maiores tomadores (3)	75,5	22,1
Outros	32,1	9,4
Países export. de petróleo não localizados no Oriente Médio ou na África do Norte	76,2	22,2
Maiores tomadores (4)	66,8	19,5
Outros	9,4	2,7
Europa Oriental	54,7	16,0
Total	342,0	100,0

Fonte: LIMA, M.L. O Euromercado e a Expansão do Capital Financeiro Internacional. Dissertação de Mestrado, IE-UNICAMP, Campinas, 1985, p. 217.

- NOTA: (1) Bancos que prestam informações ao BIS.
 (2) Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, Coreia, Índia, Filipinas, Taiwan, Tailândia e Turquia.
 (3) África do Sul, Austrália, Dinamarca, Espanha, Finlândia, Grécia, Irlanda, Iugoslávia, Nova Zelândia, Portugal e Suécia.
 (4) Equador, Indonésia, Malásia, México, Nigéria, Noruega, Peru, Trindade e Tobago e Venezuela.

No mesmo sentido, cabe notar que, em 1980, os nove maiores bancos americanos tinham 240% de seu capital comprometido com os maiores devedores do Terceiro Mundo. Comparando esta cifra aos 156% vigentes em 1977 tem-se uma idéia tanto do grau de exposição dos grandes bancos, quanto do seu acelerado ritmo de crescimento (20). Nas palavras do próprio boletim do Morgan Guaranty Trust sobre os empréstimos a países em desenvolvimento: "the rate of growth of banks outstanding claims still has exceeded the growth of banks capital. The resulting pressures on banks' capital-asset ratios constrain their future lending capacity" (21). Também é importante notar que o reforço da fiscalização dos bancos centrais quanto a graus de exposição e provisões para ativos duvidosos constituía-se num elemento adicional a problematizar a atuação dos grandes bancos, por demais envolvidos com os países em desenvolvimento (22).

Um último aspecto acerca das condições dos bancos internacionais na rolagem da dívida dos países em desenvolvimento é o da solvabilidade dos créditos. Os bancos defrontavam-se com prestatários que incorriam em déficits em transações correntes e volumes ascendentes de amortizações, numa economia mundial em plena recessão. A confiança de que os créditos pudessem ser saldados era, pois, pequena. Os bancos, contudo, não podiam parar de refinanciar os créditos velhos e de fazer empréstimos novos, pois isto implicaria em lançar enormes volumes de empréstimos como créditos em liquidação. Paralelamente à insegurança dos bancos, colocava-se a desconfiança dos aplicadores, e do "mercado", em relação a bancos com ativos tão duvidosos. Os bancos encontravam, assim, dificuldades crescentes de captação num mercado com prazos cada vez mais curtos e onde haviam aplicações bastante atrativas como os títulos da dívida pública americana. Segundo André Lara RESENDE: "títulos de bancos americanos de primeira linha estão pagando juros iguais, ou até superiores, aos papéis emitidos por empresas industriais americanas de segunda linha" (23).

(20) MOFFITT, M. Op. cit., p. 104.

(21) Morgan Guaranty Trust, World Financial Markets, New York, May, 1982, p. 9.

(22) Idem, Ibidem, p. 9 e 10. Ver também: MOFFITT, M., Op. cit., p. 119.

(23) RESENDE, A.L., Op. cit., p. 50. Ver também BATISTA JR., P.N. Op. cit., p. 62.

Embora os bancos internacionais e o sistema financeiro internacional atravessassem todos estes problemas, o ano de 1981 apresentou significativa elevação do volume de crédito do euromercado. Como mostra a Tabela 1.6., os empréstimos totais levaram-se de US\$ 77 bilhões em 1980 a US\$ 133 bilhões em 1981. Os créditos para países em desenvolvimento evoluíram de US\$ 24 bilhões para US\$ 45 bilhões. E verdade, contudo, que esta expansão espelhou muito mais os volumes crescentes a serem reciclados, para que os grandes devedores não se tornassem inadimplentes, que uma ampliação sustentada pelas condições de liquidez.

Paralelamente a esta expansão, a instabilidade do mercado financeiro aprofundou-se com a deterioração das condições dos empréstimos. Os "spreads" aumentaram e os prazos encurtaram. Neste contexto, cresceu a participação dos créditos de curto prazo no refinanciamento das dívidas dos países em desenvolvimento. Esta nova fonte de instabilidade foi apontada, entre outros, por John CALVERLEY, da American Express International Banking Corporation, no primeiro semestre de 1982, em artigo intitulado "How the Cash Flow Crisis Floored the LDCs" (24). Em sua opinião, as estatísticas sobre o crescimento da dívida dos países em desenvolvimento vinham subestimando os riscos, por aterem-se exclusivamente às dívidas de médio e longo prazos (25). Calverley estimou em US\$ 489 bilhões o débito de médio e longo prazos dos países em desenvolvimento ao final de 1981. Entretanto, com base em dados do BIS, agregou a este volume, US\$ 140 bilhões em créditos de curto prazo, com o que a dívida total ascendeu à cifra de US\$ 629 bilhões (26). A Tabela 1.7. apresenta a discriminação destes dados por países.

(24) CALVERLEY, J. "How the Cash Flow Crisis Floored the LDCs". In: Euromoney, agosto, 1982, p. 20 a 27.

(25) Idem. Ibidem, p. 23.

(26) Idem. Ibidem, p. 24.

TABELA I.6.
CRÉDITOS DOS EUROBANCOS
1979-1982

	US\$ Bilhões			
	1979	1980	1981	1982
Países Industrializados	27,2	39,1	86,0	42,8
Países em Desenvolvimento	48,0	35,1	45,2	41,5
Países fora da OPEP	35,4	24,0	33,4	28,7
Países da OPEP	12,6	11,0	11,9	12,8
Países Comunistas	7,3	2,8	1,8	0,8
Organizações Internacionais	0,3	0,4	0,3	0,2
Total	82,8	133,4	85,2	85,2

Fonte: Morgan Guaranty Trust - World Financial Markets, New York, vários números.

TABELA I.7

DIVIDAS DE CURTO E LONGO PRAZO DOS MAIORES DEVEDORES
1981

	Divida Bancaria Total	Divida Liquida Dividida pela Receita de Transacoes Correntes	Divida Bancaria de Curto Prazo	Servico da Divida de Medio Prazo	Servico da Divida Dividida pelas Exportacoes	Total de Pgtos. devidos	Total de Pgtos. devidos	Estimativa de Influxo Liquido a partir dos Bancos no Ano	Influxo Liquido Divida Bancaria
	US\$ Bil.	%	US\$ Bil.	US\$ Bil.	%	US\$ Bil.	%	US\$ Bil.	%
Mexico	56,9	147	24,0	12,2	60,0	29,2	97	8,4	19,8
Brasil	52,7	176	14,3	16,0	58,0	30,9	114	1,5	3,2
Venezuela	26,2	25	14,4	6,8	37,0	19,9	77	1,2	4,9
Argentina	24,8	140	9,9	3,6	27,0	12,2	93	3,2	16,1
Coreia	19,9	58	10,6	4,0	16,0	12,9	46	1,1	6,8
Iugoslavia	10,7	38	2,3	0,9	20,0	3,4	16	0,2	1,7
Chile	10,5	90	3,6	2,5	45,0	4,6	64	2,8	37,9
Filipinas	10,2	76	5,4	2,0	24,0	6,6	77	0,2	2,2

FONTE: CALVERLEY, J. "How the cash Flow Crisis Floored the LDCs". *Euro money*, August, 1982, p. 31.

Esta dívida de curto tinha um potencial altamente desestabilizador na medida em que a magnitude dos créditos a serem rolados em curto espaço de tempo crescia enormemente. Se, em 1977, os países em desenvolvimento precisaram reciclar US\$ 21 bilhões, em 1982, além dos US\$ 44 bilhões referentes a empréstimos de médio e longo prazos, teriam que rolar mais US\$ 140 bilhões em dívidas de curto prazo. A situação era, portanto, propícia a crises de liquidez (27).

No ano de 1982, os problemas do euromercado aprofundaram-se. Em meio à inadimplência de grandes empresas - sem a intervenção das autoridades monetárias dos países desenvolvidos - e à renegociação da dívida polonesa, a expansão dos empréstimos ia se fazendo a taxas decrescentes⁽²⁸⁾. Neste contexto, a cessação de pagamentos da Argentina e a moratória do México serviram para destruir quase toda perspectiva de recomposição da estabilidade do mercado financeiro internacional (29).

A última esperança de que o mercado financeiro internacional pudesse contornar estes problemas foi enterrada em setembro, na reunião do FMI. Mesmo frente a uma crise de tal magnitude, esta reunião nada decidiu no sentido da ampliação dos recursos do FMI, nem quanto a melhorias substanciais da liquidez internacional (30). O euromercado generalizou os riscos (31) para quase todos os tomadores do Terceiro Mundo, forçando-os à renegociação.

(27) *Idem, ibidem*, p. 23.

(28) BELLUZZO, L.G. *O Senhor e a Unicórnio*, São Paulo, Brasiliense, 1984, p. 49.

(29) Note-se que, a partir de maio, a situação crítica ocasionou um afrouxamento da política monetária norte-americana, com conseqüente redução das taxas de juros, que, entretanto, não poderia estancar o movimento em curso. Ver: BATISTA JR., P.N. *Op. cit.*, p. 60.

(30) BELLUZZO, L.G. *Op. cit.*, p. 50 e 51.

(31) Sobre a regionalização dos riscos ver BATISTA JR., P.N. *Op. cit.*, p. 69.

A crise da dívida externa dos países em desenvolvimento não foi uma surpresa para a comunidade financeira internacional. Desde 1980, várias vozes importantes vinham alertando quanto aos riscos do processo. Paul Volcker, presidente do Federal Reserve em conferência proferida em março daquele, advertia: "um dos perigos potenciais no processo de reciclagem é a sobrecarga sobre o sistema bancário comercial (os bancos podem) conviver com a situação de reciclagem, como ela se apresenta hoje, por um certo período de tempo (...) Mas nossa capacidade de lidar com esse problema, com o passar do tempo, pode cada vez mais se aproximar do limite" (32). Outro exemplo é o de R. Weinert, presidente de um banco de investimento. Ele colocava em 1981 que: "Está a caminho uma grande crise da dívida dos países em desenvolvimento. Se as taxas de juros reais não caírem e as receitas de exportação continuarem deprimidas, não existe meio destas dívidas serem pagas sem substanciais reescalamentos" (33). Em verdade, os bancos internacionais já vinham atuando neste sentido. Em maio de 1982, o boletim mensal do Morgan Guaranty Trust afirmava: "U.S. banks will seek to align the growth of their exposures more closely to the growth in their capital, which in recent years has been averaging around 10/12%" (34). Note-se, inclusive, que os bancos já se preocupavam em formular modelos para o equacionamento da crise do endividamento (35).

(32) MOFFITT, M. Op. cit., p. 108.

(33) MOFFITT, M. Op. cit., p. 109.

(34) Morgan Guaranty Trust. World Financial Markets. New York, May 1982, p. 9.

(35) Por exemplo, o Amex Private Capital Market Model. Sob algumas hipóteses otimistas quanto ao comércio mundial e ao preço das "commodities", o modelo previa que se poderia chegar ao final de 1986 com uma dívida total de US\$ 954 bilhões (sendo US\$ 654 bilhões de dívida privada). A taxa de crescimento dos créditos privados seria de apenas 8% no período de 1982 a 1986 e haveria um retorno de capital de US\$ 10,5 bilhões anuais no mesmo período. Ao final de 1986 os empréstimos privados estariam em expansão novamente e a crise teria sido equacionada. Ver: CALVERLEY, J. Op. cit., p. 25.

O outro lado da questão que se colocava aos bancos internacionais pode ser sintetizado neste título de uma matéria da revista *Euromoney*, ainda em abril de 1982: "The Carnival is Over, but There's Always Next Year"⁽³⁶⁾. Aos bancos não interessava que os credores fossem colocados em situação de crise, posto que problemas agudos exigiram que os respectivos créditos fossem classificados como "créditos em liquidação", afetando os lucros e a imagem dos próprios bancos. Neste sentido, já em maio de 1982, o Morgan Guaranty Trust sugeria a países como Brasil e Coreia que reescalonassem suas dívidas antes que suas posições se tornassem inviáveis⁽³⁷⁾.

Em síntese, frente à perspectiva de crise, os bancos internacionais admitiam continuar emprestando a taxas de crescimento que não excedessem as taxas de incremento de seus capitais. Se fossem além disto, o fariam no limite do indispensável para que não houvessem atrasos nos pagamentos. A tarefa de ajustamento entre o crescimento autônomo da dívida, somado aos déficits de balança comercial, e a taxa de crescimento dos créditos que os bancos se dispunham a conceder seria de responsabilidade dos próprios países endividados. Contudo, a estratégia não foi bem sucedida. Além de fatores conjunturais, como o endividamento de curto prazo, a lógica privada dos bancos e a ausência de uma instituição de peso como prestamista em última instância para países endividados e para bancos internacionais fizeram com que a crise se aprofundasse.

(36) GRANT, C. "The Carnival is Over, but There's Always Next Year". In: Euromoney, abril de 1982, p. 2 a 5.

(37) Morgan Guaranty Trust, World Financial Markets, New York, May 1982, p. 9.

A esta altura da exposição, convém fazer uma breve análise sobre o papel que o Fundo Monetário Internacional (FMI) tem desempenhado. De entidade desprestigiada nos anos sessenta e setenta, o FMI emergiu da década de 1980 com pelo menos dois papéis importantes, do ponto de vista do sistema financeiro internacional. O primeiro deles seria o de prestamista em última instância dos países em desenvolvimento e co-participante no processo de reciclagem da dívida privada (38). O segundo seria o de controlar o ajustamento interno das economias em desenvolvimento, dado seu caráter multilateral. Nas palavras de W. BUTCHER, do Chase Manhattan, "ao contrário dos bancos, o FMI pode exercer um grande poder político na iniciação e manutenção de um processo de ajuste" (39).

Já em setembro de 1980 um editorial do The Banker clamava pela participação do FMI no equacionamento do problema da dívida: "O Fundo deveria liberar mais de seus recursos próprios ou atuar como um catalisador na captação de mais dinheiro nos mercados, ou, ainda, combinar as duas coisas. No entanto, para conceder aos países-membros acesso a seus recursos, o Fundo tem que estar preparado para assumir riscos que as instituições do mercado não poderiam assumir" (40). No entanto, apenas o auxílio prestado, entre 1980 e 1981, a 39 países menos expressivos esgotou os recursos do Fundo. A moratória mexicana encontrou o FMI completamente sem condições de exercer o papel de prestamista em última instância. Era notória sua exiguidade de recursos, frente às dimensões da crise (41).

(38) MOFFITT, M. Op. cit., p. 123.

(39) Citado por: MOFFITT, M. Op. cit., p. 127.

(40) Idem. loc. cit.

(41) GRANT, C. "Don't Call IMF, It's Running Out of Quotas". In: Euromoney, agosto de 1982, p. 51 e 52.

Mas nem por isso foi menor o papel desempenhado pelo FMI. Na verdade, como coloca Michael MOFFITT: "os programas de estabilização do FMI têm, portanto, se tornado o complemento lógico e necessário aos reescalamentos dos bancos privados (...) O que acontece essencialmente é que a missão técnica do FMI voa para um país em dificuldades financeiras, levando os dados mágicos produzidos pelo computador. Esses dados dizem ao país como conseguir o dinheiro necessário e manter o pagamento de sua dívida com os bancos" (42). Um índice relevante do crescimento do papel do FMI durante a crise, pode ser obtido através da posição externada pelo Morgan Guaranty Trust através de seu boletim. As edições de abril e maio de 1982 explicitavam enorme desprezo quanto ao papel do FMI. Já em outubro, o boletim colocava o seguinte: "The IMF is playing a key role in providing policy advice and temporary financial assistance to countries with serious balance-of-payments difficulties. Implementation of policies meeting IMF requirements remains essential to restoration of confidence. In this respect it is vital that the Fund has sufficient resources to meet the growing on it" (43). Em verdade, o FMI cumpriu papel de grande destaque no gerenciamento do ajustamento, não pelo lado da oferta de recursos, mas servindo como coordenador na implementação de políticas econômicas, como ocorrido no caso do Brasil.

(42) MOFFITT, M. Op. cit., p. 128.

(43) Morgan Guaranty Trust. World Financial Markets, New York, oct/1982, p. 9.

1.2. A Crise Internacional e o Colapso das Contas Externas Brasileiras

1.2.1. Início da Década de Oitenta: Rumo ao "Default"

Os anos oitenta comportaram alteração radical no relacionamento da economia brasileira com a economia internacional. Já no ano de 1980, ficaria claro que o Brasil não fugiria aos problemas vividos pela grande maioria dos países em desenvolvimento. Ao ponderável déficit comercial, fruto da política econômica interna e da deterioração do quadro internacional (44), somou-se a duplicação das despesas com juros da dívida externa, já sob o impacto da elevação das taxas de juros internacionais. O desequilíbrio da conta de transações correntes, que chegou a US\$ 12,8 bilhões, não pode ser coberto com a captação de empréstimos e financiamentos de longo prazo. A captação de créditos de curto prazo foi o instrumento compensatório, não conseguindo evitar, entretanto, a queima de US\$ 3,5 bilhões das reservas internacionais.

(44) O desequilíbrio comercial de 1980 deveu-se, dentre outros fatores, ao expressivo crescimento interno, ao forte incremento dos estoques, inclusive de bens importados, à retração dos mercados externos, à queda dos preços de vários produtos da pauta de exportações e ao aumento dos gastos com petróleo.

O ano de 1981 representou o último fôlego do processo de endividamento crescente que vigia desde os anos setenta. O aumento de 50% nas captações de empréstimos e financiamentos de médio e longo prazos e a expressiva melhoria na balança comercial compensaram o novo salto nas despesas com juros, viabilizando pequeno superávit no Balanço de Pagamentos. Não se pode esquecer, contudo, que este desempenho só foi possível com o abandono da política econômica expansionista, implantada ao final de 1979, em benefício de uma estratégia recessiva, mais adequada aos interesses dos banqueiros internacionais. Este primeiro ano de política recessiva promoveu aumento de US\$ 3,0 bilhões nas exportações e queda de US\$ 900 milhões nas importações, resultando na passagem de um déficit de US\$ 2,8 bilhões, na balança comercial de 1980, para um superávit de US\$ 1,2 bilhão, em 1981.

O instável equilíbrio, conseguido em 1981, foi completamente rompido em 1982, com a severa crise que atravessou o sistema financeiro internacional. Sob vários aspectos, o Balanço de Pagamentos brasileiro já era, àquela altura, vulnerável às vicissitudes do mercado internacional de crédito. Basta dizer que, frente à paralisação dos empréstimos à América Latina, fruto da regionalização dos problemas enfrentados com os créditos concedidos a Argentina e México, produziu-se um déficit de US\$ 8,8 bilhões no Balanço de Pagamentos. Isto, mesmo numa situação de balança comercial superavitária.

Em verdade, tratava-se dos últimos lances da política levada à efeito desde o final do experimento heterodoxo de Delfim Netto. O ajustamento voluntário, sem a tutela direta do FMI, previa um superávit de US\$ 3 bilhões na balança comercial, pela via da contenção da atividade interna. Frente a condições internacionais especialmente adversas as projeções para a balança comercial não foram, nem de longe, confirmadas. O comércio internacional caiu, em 1982, 2,5%, após a estagnação verificada no ano anterior. O clima recessivo afetava a quase totalidade dos países industrializados, tendo os países da OECD experimentado queda de 0,3% em seu produto global (45). Mais dramática ainda era a situação das "commodities", exceto petróleo, que sofriam com a recessão mundial e a alta

(45) MALAN, P. "A Questão Externa". In: MELLO, J.M.C. e BELLUZZO, L.G.M. FMI x Brasil. A Armadilha da Recessão. São Paulo, Forum Gazeta Mercantil, 1983, p. 69 a 102.

taxa de juros. Reflexo disto, foi a queda de 17% no índice de nossas relações de troca, entre 1980 e 1982 (46).

O fracasso da estratégia de geração de recursos através do saldo comercial transferiu à conta de capitais a responsabilidade pela sorte do Balanço de Pagamentos. Neste ponto, embora as autoridades econômicas sustentassem que havia sido realizada uma eficiente política de administração do endividamento, também se colocavam graves problemas. O elevado volume de juros e amortizações constituía-se em elemento de grande rigidez das contas externas. Seu equacionamento dependia, primordialmente, da oferta de crédito internacional em volume suficiente. De outro lado, o fluxo de capitais de curto prazo potencializava a instabilidade do Balanço de Pagamentos. Basta dizer que, no primeiro semestre, acumulou-se fluxo positivo de US\$ 2,5 bilhões. Este fluxo transformou-se em negativo ao final do ano, refletindo a crise por que passou o mercado de crédito internacional.

Em verdade, a posição brasileira era, já bem antes da moratória mexicana, bastante vulnerável, ao contrário do que alardeavam as autoridades econômicas. Vários fatos o comprovam. Desde 1980, os "spreads" dos empréstimos ao Brasil vinham subindo substancialmente. As operações do tipo "club deals" foram tomando parte crescente do total de captações em detrimento das operações sindicalizadas, o que reflete o início da fuga das instituições menores quanto ao envolvimento com créditos ao Brasil (47). Estas dificuldades crescentes no acesso ao mercado foram enfrentadas com medidas internas de incentivo às captações privadas, com a sobre-utilização das estatais, com a crescente participação do sistema bancário nacional no mercado interbancário e com o crescimento da captação de créditos de curto prazo. Além disto, o volume de reservas internacionais era objeto de sérias desconfianças por parte dos analistas econômicos. A inclusão de créditos incobráveis, como haveres junto à Polónia, e de obrigações de países latino-americanos e africanos, que se tornaram ilíquidos quando a

(46) Notar que o nível de 1980 já era mais que 35% inferior ao de 1977. Ver: BANCO CENTRAL DO BRASIL, Boletim Mensal, Brasília, maio, 1985.

(47) As operações sindicalizadas são caracterizadas pela participação de grande número de bancos pequenos e médios. Ver: BANCO CENTRAL DO BRASIL, Informativo Mensal, Brasília, vários números. GALVÊAS, E. A. Saga da Crise, Rio de Janeiro, Forense Universitária, 1983, p. 50/51.

crise se materializou, propiciava grande inquietação a este respeito (48)

O mês de agosto marcou, entretanto, a inflexão definitiva do mercado internacional de crédito. Instalado o pânico, a paralisia foi generalizada. Todos ficaram à espera da reunião do FMI, em Toronto, que se realizaria no início do mês de setembro. O sistema de crédito esperava que fosse viabilizado um reforço de capital aos organismos multilaterais, para que fosse possível equacionar uma parte do estoque de dívida dos países em desenvolvimento. O principal elemento deste reforço seria, sem dúvida, a participação americana que acabou sendo decepcionante. Entretanto, a reunião de Toronto não fez mais que criar uma comissão para a discussão das cotas de participação num possível aumento no capital básico do FMI. Quanto à crise financeira, a estratégia consistiria num esforço coordenado por parte das autoridades monetárias dos países desenvolvidos em pedir aos bancos comerciais para que não reduzissem seus empréstimos aos países em dificuldades de caixa, assegurando aos banqueiros, aos seus acionistas e ao público depositante que a situação, embora séria, era administrável. Certamente, tal serenidade, por parte dos agentes privados, não seria concebível num momento de tamanha instabilidade.

(48) BATISTA JR., P.H. Op. cit., p. 51

(49) AMEAÇA de uma corrida ao Fundo, Gazeta Mercantil, São Paulo, 23 de novembro de 1982.

A postura adotada pelas autoridades brasileiras, no início da crise, foi sempre solidária com a perspectiva de que o mercado voltaria a funcionar. Tanto é assim que, em entrevista à Folha de São Paulo o então presidente do Banco Central, Carlos LANGONI, declarou: "Logo depois da moratória mexicana e da reunião do FMI, em Toronto, nós procuramos testar o mercado na sua reação com relação ao Brasil, mediante uma série de operações "club deals", usando as nossas melhores empresas estatais. Nós também realizamos um grande esforço, inclusive o ministro Delfim esteve muito à frente deste trabalho, para conseguir créditos externos relacionados à importação de equipamentos do Exterior. E a experiência mostrou, já no mês de setembro, que apesar deste esforço, a resposta do mercado foi muito lenta, e pobre" (50). Portanto, somente ao final de setembro as autoridades econômicas se deram conta do óbvio, de que o mercado financeiro não teria condições de enfrentar uma crise tão profunda sem a intervenção de entidades multilaterais.

Em verdade, além da subestimação quanto à profundidade da ruptura que de fato ocorrera, as autoridades econômicas tentaram, com sua atuação, conter a regionalização do risco, por parte dos bancos internacionais. Tratava-se de apresentar o problema do endividamento brasileiro como um caso diferente, relativamente aos traumas ocorridos com México e Argentina. Neste sentido, Carlos LANGONI, em discurso proferido a banqueiros internacionais, enfatizava três aspectos que tornavam o Brasil um caso particular. Em primeiro lugar, a pauta de exportações era bastante diversificada e com grande participação de manufaturados, em clara alusão à dependência mexicana com relação ao mercado petrolífero. De outro lado, o País adotara uma política cambial baseada na desvalorização administrada da moeda, sem incorrer na manutenção de taxas de câmbio fixas, aqui a referência é ao caso argentino. Em terceiro lugar, o País teria conservado, mesmo ao custo do pagamento de "spreads" elevados, um perfil de endividamento mais alongado no tempo. Nas palavras do próprio LANGONI: "Um setor de exportação dinâmico e diversificado, uma política cambial realista e flexível e a garantia representada pela ênfase em empréstimos de longo prazo, conferem ao Brasil graus de liberdade adicionais no processo de ajustamento da economia ao novo conjunto de restrições impostas pela crise

(50) LANGONI revela metas mas evita previsões, Folha de São Paulo, São Paulo, 23 de dezembro de 1982.

mundial" (51).

A atitude das autoridades brasileiras não era, sem dúvida, isolada. O próprio governo americano incentivava o Brasil a se comportar como um caso distinto dos outros. O Secretário de Estado americano, Donald Regan, em visita ao País, frisou este ponto de vista e revelou que o governo americano vinha trabalhando no sentido de convencer os banqueiros de seu país, especialmente dos bancos menores, a respeito disto. Declarações de Presidente da Junta de Governadores do Federal Reserve, Paul Volcker iam, também, na mesma direção. E óbvio que aos olhos das autoridades americanas, a estabilidade da situação brasileira seria crucial para que não se aprofundasse a ruptura do mercado de crédito, a qual determinaria a amplitude da intervenção governamental que seria necessária (52).

Se a postura brasileira havia sido a de continuar buscando novos créditos no mercado até o final de setembro, quando esta alternativa se comprovou inviável, a posição brasileira, uma vez configurada a ruptura do mercado, foi pautada por procedimentos que visavam demonstrar que o Brasil não procuraria reescalonar a dívida, mas buscaria continuar operando no mercado, mesmo que através de empréstimos emergenciais, até que as condições se normalizassem. O próprio Carlos LANGONI diria mais tarde que a forma utilizada no acordo sobre a rolagem da dívida vincenda em 1983, "confirmou aquilo que sempre dissemos, ou seja, que o Brasil não iria renegociar sua dívida externa em termos globais, nos níveis em que os banqueiros entendem como renegociação, que é normalmente a transformação de dívida de curto prazo para dívida de longo prazo, com ampliação substancial de prazo de carência" (53).

(51) Discurso de Carlos LANGONI a banqueiros internacionais em agosto de 1982 ver: LANGONI, C.B. "O Brasil é Diferente. In: Digesto Econômico, nº 296, Brasília, setembro, 1982, p. 65 a 72.

(52) AMEAÇA de uma corrida ao Fundo, Gazeta Mercantil, São Paulo, 23 de novembro de 1982.

(53) LANGONI revela metas mas evita previsões, Folha de São Paulo, São Paulo, 23 de dezembro de 1982.

A esta forma de enfrentar a crise, correspondeu uma determinada maneira de gestão do setor externo durante o período crítico. Frente à paralisação da captação de novos empréstimos no último trimestre, as reservas em moeda conversível foram sendo utilizadas para pagamento dos compromissos externos. Os atrasos foram inevitáveis, assim como a venda de grande quantidade de ouro e a conversão de DES em dólares, para saldar compromissos ou repor o nível mínimo de ativos de uso imediato. No mesmo sentido, de garantir um fluxo adicional de dólares ao Banco Central, a PETROBRÁS conseguia financiamentos para aquisição de petróleo que, ao invés de trazer ao Brasil, era revendido no mercado livre de Roterdã, causando grave redução nos estoques internos do produto (54). Opções como estas deixam claro que a estratégia de enfrentamento da crise do endividamento abdicava da manutenção de raios de manobra para a adoção de eventuais atitudes mais duras contra os credores. Esta postura assinalava o intuito de manter os atrasos nos pagamentos sob controle e se mostrar ao mundo financeiro como um parceiro confiável. Internamente, tratava-se de não explicitar a debilidade da posição externa do País justamente no período eleitoral.

A crise também fez emergir uma face do processo de endividamento que estava, até então, obscurecida: a expansão dos bancos brasileiros no exterior. Desde os anos setenta, incentivados pelas autoridades econômicas e pelas perspectivas de lucro, os bancos brasileiros buscaram penetração no euromercado. Frente à crescente dificuldade de captação de recursos junto às fontes tradicionais de empréstimo, os bancos brasileiros, especialmente os oficiais, foram captar recursos no interbancário, com o objetivo de repassá-los a tomadores brasileiros a prazos mais longos. De outro lado, cresceu o volume de financiamento externo ao capital, de giro das empresas exportadoras, através da sistemática de Adiantamentos de Contratos de Câmbio (ACC), o que levou bancos brasileiros a buscar maior proximidade das fontes de crédito. Este processo resultou numa ampliação da participação brasileira no euromercado. Em julho de 1982, existiam 104 agências de 16 bancos brasileiros operando no exterior, sendo 40 agências do Banco do Brasil, com depósitos no valor de US\$ 10,0 bilhões (55).

(54) As Cartas na Mesa, Isto É, nº 312. São Paulo, 15 de dezembro de 1982.

(55) GALVÊAS, E. A Crise Mundial e a Estratégia Brasileira de Ajustamento do Balanço de Pagamentos. Brasília, Senado Federal, 1983, p. 54 (exposição realizada a 23 de março de 1983).

Durante a crise, esta rede de bancos acabou se tornando um prolongamento das contas externas brasileiras. A estratégia de não confrontação com os credores e de apresentar o caso brasileiro como diferenciado, em relação aos demais devedores, exigia que este sistema bancário não quebrasse, sob pena de aprofundamento da crise de confiança. De outro lado, os bancos internacionais, também associaram rapidamente o risco brasileiro aos créditos interbancários para com bancos brasileiros. A renovação das operações de crédito foi se tornando cada vez mais difícil, particularmente no tocante a bancos pequenos e médios, cujo envolvimento com créditos internacionais era menos intenso. Restou aos grandes bancos internacionais, especialmente americanos, a tarefa de garantir a sobrevivência dos bancos brasileiros. O aprofundamento da vulnerabilidade da posição destes últimos concorria para a ampliação dos entraves ao equacionamento da dívida como um todo e deixava os grandes bancos americanos em posição ainda mais delicada. A quebra de agências de bancos brasileiros tornaria mais difícil a participação de bancos de menor porte no refinanciamento tanto das posições no interbancário, quanto da dívida de longo prazo. Neste caso, aos grandes bancos caberia participação ainda maior no refinanciamento (56).

Sem dúvida, os bancos brasileiros só resistiram à crise devido à decisiva ajuda de alguns grandes bancos internacionais. Mesmo assim, foi muito clara a redução do prazo médio dos depósitos que, em vez de 180 dias, passou a se concentrar cada vez mais próximo do "overnight", dado que as operações que venciam, quando renovadas, o eram pelo prazo mais reduzido possível. A posição mais delicada era a das agências de bancos oficiais. Foram estas as que mais usaram o expediente de converter captações de curto prazo em empréstimos de longo prazo ao Brasil. Já as agências de bancos privados, por operarem preponderantemente no crédito ao capital de giro aos manufaturados para exportação, conseguiram reduzir seus ativos de forma mais ágil, no sentido do adequamento ao novo nível possível de "funding"⁽⁵⁷⁾.

(56) LANGONI, C.G. A Crise do Desenvolvimento. Rio de Janeiro, José Olympio, 1985, p. 57.

(57) Idem. ibidem, p. 57/58.

Esta necessidade de defender as agências dos bancos brasileiros no exterior acabou por, como afirmaria LANGONI posteriormente, "transformar o vazamento no interbancário em vazamento de fato, nas contas externas propriamente ditas" (58). Isto chegou a tal ponto que o empréstimo emergencial conseguido junto ao Tesouro Americano estava, em verdade, sendo utilizado na sustentação destas agências bancárias.

O ápice dos problemas no interbancário ocorreu em dezembro, quando a agência do Banco do Brasil em New York terminou o dia com um rombo de mais de US\$ 300 milhões em decorrência de um saque que o Banco Central realizou para pagar contas em atraso. Como estas agências não têm direito ao redesconto do FED, seu banco "sponsor", o Bankers Trust teve que organizar, com auxílio do Citibank, uma operação de salvamento. Este caso ilustra bem a simbiose que acabou ocorrendo entre as agências de bancos brasileiros no exterior e as próprias contas externas brasileiras⁽⁵⁹⁾.

É importante notar que as autoridades econômicas sempre ressaltaram que um dos principais entraves à declaração de uma moratória da dívida era justamente a rede de bancos brasileiros operando no exterior. Qualquer alternativa mais dura de enfrentamento pressuporia a estatização destes bancos, único modo de impedir que todos os recursos captados junto a fontes externas evaporassem. Esta parece-nos, entretanto, uma falsa questão, dado que a participação de bancos estatais já era, àquela altura, muito elevada. Só o Banco do Brasil detinha 40% do total de agências e havia ainda grande participação do BANESPA e do BANERJ (60). Olhada pelo lado do volume de negócios a parcela estatal era ainda mais significativa. Em nosso entender, a opção pela penosa tarefa de sustentação diária destas agências foi determinada pela estratégia geral de enfrentamento da crise. A demonstração de que o país não adotaria uma posição de confronto e de que seus problemas eram contornáveis exigia que o equacionamento dos problemas dos bancos brasileiros no exterior fosse o menos traumático possível, ou seja, tratava-se de mostrar uma normalidade nas operações que, obviamente, não existia mais.

(58) Idem. ibidem, p. 58.

(59) As Cartas na Mesa, Isto É, nº 312, São Paulo, 15 de dezembro de 1982.

(60) LANGONI, C.G. (1985). Op. cit., p. 57.

Além das linhas interbancárias, outro elemento a aflorar como ponto de estrangulamento das contas externas, durante a crise, foi o elevado montante de créditos comerciais de curto prazo. Cerca de 70% destes recursos eram referentes ao financiamento das importações, especialmente petróleo, produtos siderúrgicos e trigo. Como estes créditos eram fornecidos para cada transação, a ameaça colocada pela crise era de que cessassem os créditos para novas operações, o que traria sérios transtornos à atividade econômica interna. Uma parcela destes créditos comerciais era concedido a bancos brasileiros para o financiamento de capital de giro a produtores de mercadorias exportáveis. Neste caso, também o esforço exportador seria prejudicado com um corte de crédito.

A estratégia brasileira tinha, além dos elementos já citados, outro ingrediente essencial, a formulação de um plano de ajustamento com o Fundo Monetário Internacional. Seria esta a chancela necessária à obtenção de novos créditos junto aos bancos privados internacionais. Embora as autoridades econômicas o negassem até a segunda quinzena de novembro, a moratória mexicana deixava clara a necessidade de ida ao FMI, ainda que o momento disto fosse ajustável às necessidades, como diria, posteriormente, Carlos LANGONI. Nas palavras dele mesmo, "no caso brasileiro, a decisão quanto à época de formalizar os entendimentos com o FMI foi essencialmente política e decisivamente influenciada pelo calendário eleitoral do final de 1982" (61). Também é importante frisar que as autoridades brasileiras acreditavam que o mercado de crédito estava paralisado apenas temporariamente, sendo o acordo com o FMI suficiente para viabilizar a captação de novos créditos, quando o mercado se normalizasse. Sintoma disto é que, mesmo ao final de 1982, havia a perspectiva de contar apenas com um empréstimo-jumbo, sem que se incorresse numa renegociação mais ampla, que afinal acabou ocorrendo. Na forma dos 4 projetos que analisaremos à frente (62).

(61) Idem, ibidem, p. 27.

(62) CURTO prazo de US\$ 30 bilhões, Gazeta Mercantil, São Paulo, 14 de dezembro de 1982.

A ida ao FMI tornou-se realidade depois das eleições de novembro. A missão técnica do Fundo teve sua primeira reunião com os ministros da área econômica a 2 de dezembro. A formulação de um plano de ajustamento precisava ser feita em poucos dias, dado que um empréstimo-ponte teria que ser negociado antes do final do ano, para que as contas do Balanço de Pagamentos fossem fechadas. Até ali, os empréstimos conseguidos haviam sido os do Tesouro Americano (US\$ 1.48 bilhões) e os US\$ 500 milhões do FMI, nos termos da "Compensatory Financing Facility", devido à perda de termos de troca ocorrida no ano (63). Este empréstimo do FMI foi totalmente usado no pagamento ao Tesouro Americano (64).

Ao final do ano de 1982, foram realizadas negociações com o Bank of International Settlements (BIS) e os bancos privados, com o objetivo de conseguir créditos para o fechamento do Balanço de Pagamentos do ano. A 20 de dezembro, um grupo de 40 bancos privados, após a confirmação do Diretor-executivo do FMI de que um programa de ajustamento, para o período de 1983 a 1985, já estava definido em seus contornos gerais (65), forneceu um empréstimo-ponte de US\$ 2,34 bilhões, que seria pago no ano de 1983, com novos recursos de longo prazo que seriam emprestados por um consórcio de bancos. Na mesma época, negociou-se junto ao BIS, com a colaboração de diversos bancos centrais, outro empréstimo-ponte de US\$ 500 milhões.

(63) BANCO CENTRAL DO BRASIL - DIRETORIA DA ÁREA EXTERNA, Relatório do Setor Externo da Economia Brasileira - 1979/84, Brasília, 1985, p. 54.

(64) LANGONI revela metas mas evita previsões. Folha de São Paulo, São Paulo, 23 de dezembro de 1982.

(65) MALAN, P. Op. cit., p. 77.

É interessante notar que foi a partir desta reunião de 20 de dezembro, da qual pouco mais de cem bancos participaram, que, com o aval do FMI, iniciou-se o processo de renegociação global da dívida. Somente a partir daí é que se configuraram os contornos gerais do que viria a ser a primeira fase da renegociação. O primeiro passo neste sentido foi o envio de um telex a 1.114 bancos internacionais, para notificação das características gerais dos quatro projetos em que se dividiria a primeira fase da renegociação. Mas, ainda neste momento, as autoridades econômicas pareciam acreditar que a melhor estratégia de enfrentamento da crise do endividamento era a busca de apresentação do País como um parceiro confiável ao mundo financeiro. O sucesso desta estratégia de diferenciar o Brasil de outros grandes devedores, embora já nos tivesse aniquilado as reservas internacionais, deveria viabilizar o retorno do País ao mercado de crédito voluntário. Por meio de empréstimos emergenciais de curto prazo o "default" não foi explicitado, embora a situação de insolvência fosse por todos reconhecida.

1.2.2. A Primeira Fase da Renegociação

O ano de 1983 marcou a ruptura definitiva do padrão de financiamento externo da economia brasileira que vigia desde o início da década de setenta. O processo de reciclagem integral dos juros e amortizações da dívida já vinha apresentando sérios problemas desde 1980 até que no último quadrimestre de 1982 só o acesso a empréstimos emergenciais evitou o "default". Inaugurou-se, assim, em 1983, uma nova fase da administração do endividamento externo, que estava condicionada a uma mudança no funcionamento do mercado de crédito internacional, onde não mais havia espaço para empréstimos voluntários. A aversão ao risco representado por créditos junto a países como o Brasil atingiu níveis inimagináveis, assim como a instabilidade vivida pelo próprio sistema financeiro internacional. O prosseguimento da rolagem da dívida passou a enfrentar um novo conjunto de condicionantes que assumiu grande relevância nos anos posteriores.

A "Programação para o Setor Externo em 1983", aprovada a 25 de outubro de 1982, foi um marco importante no processo de gestão do endividamento externo e em sua relação com a política econômica. Desde 1981,

a gestão das contas externas, tanto comerciais quanto financeiras, vinha tendo papel crescentemente importante na definição da política econômica. O documento acima citado constituiu-se no auge deste processo, explicitando o setor externo como elemento nuclear das metas econômicas, como pode-se depreender de trechos como o que segue: "o objetivo fundamental da política econômica em 1983 será reduzir drasticamente o déficit em conta corrente do Balanço de Pagamentos, a fim de viabilizar a continuidade do processo de administração do endividamento externo" (66). A proposição tornava-se ainda mais dramática tendo em vista os inúmeros em pauta. "O déficit em conta corrente no próximo ano não poderá ser superior a US\$ 6,9 bilhões, o que representa uma queda de 51% em relação ao resultado estimado para 1982 (US\$ 14 bilhões). Com esta redução as necessidades de empréstimos do Brasil, em moeda, estarão limitadas a US\$ 10,6 bilhões; e o crescimento da dívida externa será de 8,9%, em contraste com a estimativa de 17,6% para 1982" (67). A redução do déficit em conta corrente só seria factível mediante um superávit de US\$ 6 bilhões na balança comercial, o mínimo necessário para compatibilizar a conta deficitária de serviços com o volume máximo de créditos que o Brasil poderia obter junto ao sistema financeiro internacional. Contrair o déficit em conta corrente não era, sem dúvida, uma decisão de política econômica, mas sim, uma imposição das regras do jogo, como bem retrata a seguinte passagem, "trata-se de conciliar o volume disponível de empréstimo em moeda, estimado em função do acréscimo factível de 'exposure' dos bancos internacionais junto ao Brasil, com o nível máximo do déficit em conta corrente em condições de ser financiado, determinando-se assim o superávit mínimo necessário da balança comercial implícito nessas considerações" (68).

(66) CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. Programação para o Setor Externo em 1983, Brasília, outubro, 1982, p. 5.

(67) Idem, ibidem, p. 5.

(68) Idem, ibidem, p. 5.

A política econômica interna passava a se submeter totalmente às restrições de crédito do sistema financeiro internacional. A relação entre ativos contra o Brasil e capital mais reservas dos bancos privados internacionais havia ido a níveis muito elevados com o processo de acelerado endividamento dos anos setenta. A crise experimentada pelo mercado a partir de 1980, mas especialmente em 1982, levou os bancos a contrair fortemente a oferta de crédito ao Brasil. Os recursos novos, além do refinanciamento de amortizações, seriam limitados a um máximo de US\$ 4,4 bilhões. As palavras do então presidente do Banco Central, Carlos LANGONI, não deixam dúvidas quanto a isto: "esses US\$ 4,4 bilhões representam um crescimento de 'exposure' de 7%, um número substancialmente menor do que a média do crescimento da 'exposure' dos bancos estrangeiros em relação ao Brasil nos últimos quatro anos, que se situou em torno de 20%" (69). Portanto, não havia mais condições de continuar em vigor o padrão de financiamento externo que vigorara até então. A partir daí, parcela dos juros não mais seriam refinanciados.

Contudo, se havia intenção dos bancos internacionais de desacelerar fortemente o ritmo de crescimento de seus ativos para com o Brasil, também é certo que não se desejava a inadimplência brasileira. Para cada banco, individualmente, os riscos de um "default" brasileiro eram muito sérios. Dado o baixo nível de provisões para perdas e a relação entre a somas destas e o capital próprio frente aos ativos em perigo, uma perda da magnitude envolvida no caso brasileiro poderia levar grandes bancos à quebra ou a fortes perdas no mercado acionário e de depósitos. Os riscos, de que, a partir de uma quebra individual se produzisse um "efeito dominó" sobre o próprio sistema financeiro era bastante real, especialmente tendo em vista a crescente instabilidade que vinha desde 1980 e tinha se assoberbado com as moratórias argentina e mexicana. Portanto, tratava-se de evitar a inadimplência, mas conter fortemente o fluxo de novos empréstimos ao Brasil.

(69) LANGONI revela metas mas evita previsões. Folha de São Paulo. São Paulo, 23 de dezembro de 1982.

Um segundo elemento da nova fase de administração do endividamento externo emergiu desta mesma situação em que se encontrava o mercado de crédito internacional, a saber, a reciclagem da dívida foi substituída por um complexo processo de renegociação. Aberta a crise, não seria possível aos bancos, isoladamente, avançarem recursos novos ao Brasil. Se algum o fizesse, estaria fragilizando sua posição frente a depositantes e acionistas sem contar o risco de não receber pelos empréstimos efetuados. Por isso, da ótica dos bancos credores qualquer avanço de novos recursos deveria ser feito por um bloco de bancos tanto mais amplo quanto possível, diluindo os riscos entre os agentes. Isto condicionava a elaboração dos grandes pacotes de crédito, onde os bancos se comprometiam conjuntamente. Procurava-se, assim, simular as operações de um mercado que já não existia. De outro lado, também era necessário que a posição externa brasileira fosse viável com os recursos novos assegurados pelo conjunto de bancos, posto que, de nada adiantaria colocar recursos à disposição de um país que logo quebraria. Desta forma, era necessário que os pacotes contemplassem a divisão das responsabilidades individuais de cada banco e a necessidade global de recursos para todo o ano em pauta (70).

Um terceiro elemento que passou a assumir posição de grande destaque, a partir do final de 1982 foi o FMI. Os bancos internacionais sabiam ser inevitável a concessão de recursos novos ao Brasil, mas não abdicavam de que estes recursos fossem usados no ajustamento da economia brasileira às novas disponibilidades creditícias. O FMI seria o gestor deste ajustamento e garantiria que o País não continuaria a viver além de suas possibilidades, ou seja, que o consumo interno seria, necessariamente, contraído. Neste papel de gerenciador da economia, o Fundo era um elemento importante para os bancos credores, dado que foi criado justamente para ajudar países com dificuldades de Balanço de Pagamentos, dispondo de recursos financeiros para tanto. Além disso, era uma instituição multilateral. Não seria, pois, necessária uma participação mais ostensiva dos bancos, o que geraria, certamente, maiores problemas políticos na implementação do ajustamento.

(70) LANGONI, C.B. (1985), Op. cit., p. 48 e 49.
BATISTA JR., P.N. Op. cit., p. 52 e 53.
BELLUZZO, L.G.M. Loc. cit.

Sob estes condicionantes se deu, a 20 de dezembro de 1982, a primeira reunião entre o Brasil e 114 bancos credores, onde o programa de financiamento para 1983 esteve em pauta (71). Neste momento, as primeiras negociações com o FMI já haviam ocorrido e o próprio Larosiere garantiu aos bancos que os entendimentos estavam bem avançados. Frise-se, aqui, que a assinatura de um acordo formal com o FMI tinha como pré-condição o acerto da renegociação junto aos bancos privados, já que a posição de reservas, endividamento e pagamentos externos constitui-se em critério de desempenho. Nesta reunião, em New York, foi apresentado o Plano Brasileiro de Financiamento, que tomaria o lugar de um simples empréstimo-jumbo de longo prazo, que estava em pauta àquela altura. Tratava-se não apenas de recursos novos, mas do refinanciamento de amortizações e da manutenção de linhas interbancárias e créditos comerciais de curto prazo. A proposta brasileira, embasada em projeções quanto ao desempenho de outras contas do Balanço de Pagamentos, procurava ocupar-se de uma forma mais ampla do financiamento externo do Brasil para 1983.

Após a reunião, as autoridades econômicas brasileiras enviaram telex aos 114 bancos internacionais envolvidos com dívidas brasileiras de curto, médio e longo prazos. Deste documento constavam as características essenciais do Plano Brasileiro de Financiamento, a documentação exigida e, mais importante, um apelo a que todos os bancos se engajassem no plano. Os quatro blocos em que se dividiu o plano brasileiro foram os seguintes:

Projeto 1: Novos recursos que os bancos internacionais forneceria ao Brasil para pagamento de parcela dos juros devidos em 1983. Os US\$ 4,4 bilhões requisitados foram divididos entre os 176 bancos credores cujas "exposures" eram mais que US\$ 35 milhões. A participação de cada um se deu com base na posição de 30 de junho de 1982, no tocante aos créditos de médio e longo prazo. Em verdade, a exiguidade de tempo e a fuga de bancos de menor porte jogou sobre grandes bancos um ônus maior, tendo

(71) A PROPOSTA brasileira em Nova York, Gazeta Mercantil, São Paulo, 21 de dezembro de 1982.

seus ativos para com o Brasil crescido em 11%, em média, em 1983 (72). Nos próprios termos da proposta de adesão já estavam alocados os custos dos empréstimos, sendo o "spread" de 2 1/8 sobre a "Libor" ou 1 7/8 sobre a "prime rate", no caso do tomador ser o Banco Central ou na hipótese do crédito ser avalizado pelo Tesouro Nacional, Petrobrás ou CURD. No caso de tomador público sem aval do Tesouro, de operação através da Resolução nº 63 ou do tomador ser do setor privado, com aval do BNDES, o "spread" seria de 2 1/4 sobre a "Libor" ou 2% sobre a "prime". Por fim, o "spread" sobre empréstimos a tomadores do setor privado (inclusive multinacionais) seria de 2 1/2% acima da "Libor" ou 2 1/4% sobre a "prime". Além disso, os bancos teriam direito a "flat fee" de 1 1/2% e "committment fee" anual de 0,5%. O período de carência seria de dois anos e meio e o prazo de amortização de 8 anos. O agenciador deste projeto foi o Morgan Guaranty Trust (73).

Projeto 2: referia-se às amortizações. Dos US\$ 7,2 bilhões que o Brasil teria que saldar em 1983 pediu-se a rolagem automática dos US\$ 4,0 bilhões devidos a bancos privados. Este montante elevou-se a US\$ 4,6 bilhões com a inclusão de operações de agências de bancos brasileiros no exterior. Não estavam inseridas neste pacote as emissões públicas, bônus, dívidas junto a governos ou agências governamentais e operações de "leasing". Os custos dos refinanciamentos foram, à semelhança do ocorrido no projeto 1, discriminados entre Banco Central, tomadores com aval do Tesouro e tomadores sem aval. Prazo de carência e período de amortização também foram idênticos. A grande diferença foi o número de participantes deste projeto, 680, dado que o refinanciamento foi quase compulsório. O agenciador foi o Citibank.

(72) BANCO CENTRAL DO BRASIL - DIRETORIA DA ÁREA EXTERNA. Op. cit., p. 64.

(73) O TELEX para 1.114 bancos. Gazeta Mercantil, São Paulo, 27 de dezembro de 1982.

Projeto 3: referia-se às linhas de crédito comercial de curto prazo, menos que um ano. Eram créditos para importação de petróleo e matérias-primas e para o pré-financiamento às exportações (ACC) que em circunstâncias normais seriam liquidados e substituídos por outros contratos de crédito. Este projeto pretendia assegurar a manutenção do montante de recursos disponíveis para estas operações em nível semelhante a 30 de junho de 1982. Neste sentido, foi solicitado aos bancos a disponibilidade de US\$ 8,8 bilhões em créditos para operações comerciais. Este projeto superou as expectativas chegando ao comprometimento de US\$ 10,4 bilhões. O banco coordenador foi o Chase Manhattan Bank.

Projeto 4: linhas de crédito interbancário. Sem dúvida, este era o projeto mais problemático, pois referia-se à solicitação aos bancos estrangeiros de que mantivessem suas aplicações em agências de bancos brasileiros operando no exterior ao nível de 30 de junho de 1982, durante todo o ano de 1983. A requisição inicial de US\$ 10 bilhões foi logo descartada pela fuga de diversos bancos. Mas nem a nova meta de US\$ 7,5 bilhões foi alcançada. A precariedade da implementação deste projeto era tão evidente que nem houve assinatura formal, o comprometimento foi feito através de telex, a exemplo do ocorrido com o projeto 3. Ao Bankers Trust coube a ingrata tarefa de administrar esta parte do plano financeiro.

Cabe frisar que este programa de financiamento era estreitamente ligado ao acordo com o FMI. Isto ficava patente na própria forma de liberação de recursos do projeto 1, como explicitado no telex enviado aos bancos credores: "Os recursos ficarão disponíveis em quatro 'tranches' trimestrais, a primeira condicionada à concessão pelo FMI de fundos da linha de crédito ampliado (EFF) à República Federativa do Brasil e cada 'tranche' subsequente condicionada a um pagamento sob o EFF" (74). Para viabilizar o ressarcimento do empréstimo-ponte dos bancos privados, a primeira parcela do projeto 1 seria de US\$ 2,5 bilhões, a ser liberada em março, juntamente com a primeira "tranche" do FMI.

(74) Idem, loc. cit.

Completando o Plano Brasileiro de Financiamento, o Brasil entrou em entendimentos com o FMI com vistas não só ao aval do Fundo para negociações junto a credores privados, mas também para obter novos recursos. Seriam US\$ 2,47 bilhões para o ano de 1983: US\$ 1,66 da "Extended Financing Facility (EFF)" - programa que exige monitoramento da política econômica, US\$ 0,05 bilhões em crédito de reserva de segurança, US\$ 0,46 bilhões do crédito compensatório para perdas nos termos de troca e US\$ 0,28 bilhões de Reserva Suporte. Os recursos do EFF já estavam em sua quase totalidade comprometidos com o pagamento do empréstimo-ponte do BIS de US\$ 1,2 bilhões, que por sua vez, fora captado para viabilizar o pagamento de créditos emergenciais do Tesouro Americano.

Além dos US\$ 4,4 bilhões dos bancos comerciais e dos US\$ 2,47 bilhões do FMI, as autoridades brasileiras contavam com outros recursos para fazer frente aos pagamentos externos em 1983. As projeções do Banco Central indicavam que os investimentos diretos iriam a US\$ 1,5 bilhões - o dobro de 1982, os créditos de fornecedores se elevariam a US\$ 4,5 bilhões - US\$ 2,0 bilhões a mais que o normalmente conseguido, os empréstimos intercompanhias seriam de US\$ 0,6 bilhões e o "lease back" da usina de Tubarão traria US\$ 0,4 bilhões. Ao lado disto, seriam liberados US\$ 1,2 bilhões em recursos contratados pelas estatais ao final de 1982 que ficaram retidos devido à própria renegociação (75).

Sem dúvida, o Plano Brasileiro de Financiamento foi fruto da discussão com altos executivos dos maiores bancos credores. Os percalços em sua viabilização se fizeram sentir, contudo, rapidamente. O telex cujos termos foram discutidos na reunião com 114 bancos de 20 de dezembro, foi enviado aos 114 bancos envolvidos com o Brasil, com a solicitação de que estes comunicassem sua adesão ao plano até 31 de dezembro. Isto acabou não ocorrendo, pois os credores se recusaram a assinar o termo de compromisso antes da complementação das negociações com o FMI, o que só se daria em fevereiro, quando a Carta de Intenções brasileira seria submetida à aprovação do "board" do Fundo. Como resultado disto, a posição externa brasileira continuou, no primeiro bimestre de 1983, na mesma situação dramática vivida no final do ano anterior. Tanto foi assim, que as autoridades brasileiras decidiram, em janeiro, suspender o pagamento de

(75) LANGONI revela metas mas evita previsões, Folha de São Paulo, São Paulo, 23 de dezembro de 1982.

amortizações aos bancos privados até que as negociações fossem completadas (76).

O aval do Fundo não era o único elemento a emperrar a concretização do Plano, pois vários enganos quanto à sua própria concepção foram sendo conhecidos logo no processo de implementação. O projeto 4 foi, desde o início, o grande problema. Os recursos interbancários para sustentação das agências de bancos brasileiros operando no exterior não chegaram a níveis minimamente satisfatórios devido à fuga de várias instituições financeiras. Dentre elas, cabe destaque aos bancos regionais americanos, aos quais o risco de manter créditos para com estas agências era muito grande, tendo em vista seu pequeno envolvimento com o Brasil. Além disso, vários bancos não-americanos também fugiram aos créditos interbancários devido à excessiva predominância norte-americana no gerenciamento da renegociação brasileira. Ao lado das resistências individuais, estava embutida dentro do projeto 4 uma inconsistência de sua formulação com a mecânica de funcionamento do mercado interbancário. O projeto propunha, em verdade, a transformação de créditos de grande liquidez e mobilidade, operações típicas de compatibilização entre ativos e passivos, na margem, em créditos de longo prazo. Em condições normais de funcionamento do mercado não é difícil manter certa quantidade de recursos por longo período, mas o projeto 4 implicava na manutenção de créditos dos mesmos bancos credores, individualizando a transformação de recursos de curto prazo em créditos de longo prazo. Além de romper o livre trânsito dos recursos de curto prazo, este projeto acabou tornando patente ao mercado que os bancos brasileiros transformavam captação a curto prazo no interbancário em aplicação de longo prazo no mercado interno. Tal liquidez, do lado do ativo dos bancos brasileiros, só colaborou para fragilizar sua credibilidade aos olhos dos bancos credores. Frente a estes problemas, diversos bancos optaram por transferir seus créditos do interbancário para as linhas comerciais, onde as operações são liquidáveis em certo espaço de tempo e não há vinculação com uma agência de banco brasileiro. Aí a explicação do excesso de recursos comprometidos com o projeto 3, que fechou US\$ 4,5 bilhões acima do inicialmente requisitado pelo Brasil (77).

(76) OS 120 dias da operação de resgate do Brasil pelo FMI. Jornal do Brasil, Rio de Janeiro, 2 de Janeiro de 1983.

(77) As PREFERÊNCIAS dos bancos regionais. Gazeta Mercantil, São Paulo, 24 de fevereiro de 1983. COMO funciona o Interbancário. Gazeta Mercantil, São Paulo, 24 de março de 1983.

As dúvidas quanto à viabilidade do projeto 4, somavam-se várias interrogações com respeito às projeções sobre as contas externas brasileiras. As previsões quanto a créditos de fornecedores e investimentos diretos eram tidas como irrealistas. Cerca de US\$ 3 bilhões em amortizações não incluídas no projeto 2 deveriam ser refinanciadas com ingressos novos de agências governamentais, mas nada estava garantido, nem negociações estavam encaminhadas. O superávit comercial de US\$ 6,0 bilhões também era encarado com ceticismo, tanto por analistas brasileiros quanto pelos banqueiros internacionais. O Plano Brasileiro de Financiamento padecia, contudo, de outro problema grave. As projeções esboçadas em outubro de 1982 atinham-se aos recursos necessários para o ano de 1983. No último quadrimestre de 1982 não houve ingresso de novos recursos, a não ser pelos empréstimos-ponte do tesouro americano e bancos privados. A necessidade de recursos não foi redimensionada para fazer frente à amortização destes empréstimos-ponte que venceriam em 1983. De fato, o projeto 1 serviria, em grande parte, para amortizar o empréstimo-ponte dos bancos privados, enquanto os recursos do FMI serviriam para pagar o empréstimo contraído junto ao BIS. O projeto 1 acabou financiando o Balanço de Pagamentos de 1982, fazendo com que parte dos juros a pagar em 1983 ficasse a descoberto. Estas inconsistências no Plano Brasileiro de Financiamento afetavam seriamente a disposição de grande número de bancos em se comprometer com a renegociação da dívida brasileira (78).

(78) Especulou-se, inclusive, que as autoridades brasileiras não deram muita importância à consistência entre o volume de empréstimos requisitado e o efetivamente necessário. Isto teria ocorrido pela crença no rápido retorno à normalidade do mercado financeiro internacional. Além disto, o volume de recursos novos pedidos aos credores através do projeto 1 estaria condicionado à estratégia de diferenciação do Brasil, relativamente aos demais credores. Deste modo, o Brasil deveria pedir menos dinheiro novo que o México. BATISTA JR., P.H. *Op. cit.*, p. 23 a 27. MUNHOZ, D.B. "Negociações com os Bancos Credores - Urgência na Redefinição de Objetivos". In: MELLO, J.M.C. & BELLUZZO, L.G.M. *Op. cit.*, p. 37 a 48.

O primeiro bimestre de 1983 foi especialmente problemático para as contas externas brasileiras. Os recursos novos do projeto 1 não foram desembolsados devido à morosidade do fechamento do acordo, enquanto os créditos de curto prazo, principalmente no interbancário, não alcançaram o volume necessário. De outro lado, o Brasil havia suspenso o pagamento de amortizações aos bancos privados mas continuava a pagar as amortizações a outros credores e o total de juros. Como, nestes dois meses, o superávit comercial foi muito baixo, os atrasados comerciais e financeiros começaram a se acumular. A estratégia utilizada pelo Brasil para transpor o período de negociação com FMI e bancos privados foi coerente com a já apontada postura de criar o mínimo conflito possível. Neste sentido, o Banco Central administrava os atrasos de pagamento e utilizava o Banco do Brasil para captação de recursos no "overnight", com vistas ao pagamento de obrigações absolutamente inadiáveis.

Este procedimento era, em verdade, a continuação do que já havia sido feito no ano anterior, a unificação do caixa do Banco do Brasil com o Banco Central. Entretanto, assim como o País atravessava dificuldades agudas para obtenção de créditos, a captação de recursos de curto prazo pelo Banco do Brasil também era extremamente problemática. A regra, no decorrer deste bimestre, era o estouro no final do dia. Por vezes, a agência de New York chegava a US\$ 250 milhões em créditos a descoberto. A recorrência dos problemas acabou por criar a chamada "safety net", uma rede de segurança constituída por seis grandes bancos de New York, dois da Califórnia e dois de Chicago, que ficaram responsáveis pelo fechamento diário das contas do Banco do Brasil. A gravidade da situação era tamanha que, no início de março, o tesouro americano concedeu novo empréstimo-ponte de US\$ 400 milhões. Na prática, os grandes bancos americanos e o Tesouro dos E.U.A. estavam financiando o Balanço de Pagamentos brasileiro com recursos de curtíssimo prazo através do Banco do Brasil (79).

(79) DIFICULDADE maior com o projeto 4. Folha de São Paulo, São Paulo, 8 de fevereiro de 1983. TESOURO americano socorre outra vez. O Estado de São Paulo, São Paulo, 2 de março de 1983.

Durante as primeiras semanas de 1983, as dificuldades enfrentadas pela economia brasileira só fizeram crescer a relutância de muitos bancos credores em participar do plano de financiamento. O superávit comercial de janeiro fora inferior ao do mesmo mês do ano anterior e o de fevereiro não deveria trazer nenhum alento. As perspectivas de que o mega-superávit de US\$ 6,0 bilhões se realizasse não eram boas. Bom indicador disto foi a queda do montante de linhas interbancárias de US\$ 1,0 bilhão só em janeiro, já a partir de um patamar reduzidíssimo, alcançado em dezembro de 1982. Neste quadro, de grandes dificuldades para a adesão dos bancos privados ao plano de financiamento, é que se pode inserir a decisão da promoção da maxidesvalorização do cruzeiro no dia 18 de fevereiro de 1983. As palavras do próprio presidente do Banco Central, Carlos LANGONI, confirmam que, dentre outros, a maxi teve por objetivo a sinalização aos bancos credores de que o governo brasileiro estava realmente comprometido com o esquema de financiamento proposto: "A maxi foi, portanto, condição essencial para restabelecer a confiança externa no superávit de US\$ 6,0 bilhões. Neste sentido, não é exagero afirmar que a alternativa a esta medida dura seria, provavelmente, a moratória" (80).

Sem dúvida, a maxidesvalorização deu resultados. Uma semana após, a medida, no dia 25 de fevereiro, ocorreu a assinatura dos projetos 1 e 2 e no dia 28 formalizou-se o acordo ampliado com o FMI. Os projetos 3 e 4 não foram, entretanto, submetidos a comprometimento formal, a adesão se deu mediante um simples telex. Na verdade, este procedimento tentava encobrir as dificuldades presentes na negociação dos créditos de curto prazo. O projeto 4 não atingiu nem o nível de comprometimento revisto para US\$ 7,5 bilhões, ficando, naquele momento, limitado a cerca de US\$ 6 bilhões. Isto logo colocou em andamento a articulação de um projeto 5, para assegurar recursos ao Banco do Brasil, que vivia os problemas descritos anteriormente (81). Também é necessário notar que, entre a proposta brasileira de 20 de dezembro de 1982 e a assinatura dos projetos 1 e 2, as pressões dos credores levaram à modificação de vários itens. As comissões foram recalculadas para aumentar a atratividade junto aos bancos mais renitentes. Por exigência dos credores, o Tesouro passou a ser o primeiro

(80) LANGONI diz que o governo pensou em estatizar bancos, Jornal do Brasil, Rio de Janeiro, 6 de março de 1983.

(81) AGORA o projeto 5 de ajuda ao BB. Gazeta Mercantil, São Paulo, 24 de fevereiro de 1983.

devedor de todos os recursos emprestados, como atesta a seguinte passagem do compromisso: "Pelo valor recebido a República Federativa do Brasil como primeiro devedor e não meramente como fiador, garante bom por aval absoluto, incondicional e irrevogavelmente o pagamento devido e pontual do principal, prêmio se houver e juros na Nota Promissória" (82). O Tesouro Nacional assumiu, assim, toda a responsabilidade sobre o endividamento.

Em março, ingressaram, finalmente, os US\$ 2,5 bilhões da primeira parcela do projeto 1 e a primeira "tranche" do "Extended Financing Facility" (EFF) do FMI. Dos recursos dos bancos privados, US\$ 1,1 bilhão serviu para amortizar parte do "bridge loan" conseguido junto a 40 bancos no final de 1982. A quase totalidade dos recursos do FMI já estava comprometida com a amortização do empréstimo-ponte do BIS. Deste modo, sobrou ao Banco Central cerca de US\$ 1,5 bilhão, montante que não possibilitou muito mais que o pagamento dos atrasados mais urgentes. Aliás, ao lado de 40% de US\$ 1,2 bilhão negociado em 1982, mas não liberados naquele ano, foram estes os únicos recursos novos com que a economia contou no primeiro trimestre de 1983. Era patente que os problemas de fluxo de caixa do Banco Central eram gravíssimos e que a renegociação realizada não tinha chances de contorná-los (83).

(82) OS PRINCIPAIS itens do projeto 1. Gazeta Mercantil, São Paulo, 24 de fevereiro de 1983.

(83) LANGONI, acha mais difícil acesso ao crédito externo. O Estado de São Paulo, São Paulo, 2 de março de 1983. A SEGUNDA etapa do ajuste de contas. Gazeta Mercantil, São Paulo, 4 de abril de 1983.

De fato, no próprio mês de março, era generalizada a certeza de que seria necessário em novo empréstimo-jumbo. A credibilidade da equipe econômica brasileira ia, entretanto, declinando rapidamente nos meios financeiros internacionais. Pairavam grandes dúvidas sobre o fluxo de caixa do Banco Central, com constantes reclamações dos bancos internacionais de que as autoridades brasileiras tentavam esconder a situação real dos pagamentos externos. A desconfiança ia ao ponto de questionar a veracidade dos dados sobre a balança comercial de março, que atingira saldo positivo de US\$ 514 milhões. Transações de empresas estatais, especialmente a PETROBRÁS e a CURD poderiam estar sendo realizadas apenas para melhorar o fluxo de caixa a curto prazo do Banco Central. A época se especulava de que haviam US\$ 100 milhões em faturas vencidas da PETROBRÁS, enquanto o referido petróleo já teria sido revendido no mercado "spot" de Rotterdã (84).

No tocante aos projetos 3 e 4 os problemas cresciam com o passar do tempo e com o reconhecimento de novas falhas na formulação do plano de financiamento. A manutenção de recursos no interbancário era altamente condicionada pela expectativa dos bancos quanto à viabilidade da posição brasileira. O controle sobre os recursos era muito difícil, dado que um banco credor poderia sacar seus depósitos, por exemplo, da agência do Banco do Brasil em New York, sob a alegação de que os transferiria para o BANESPA de Bahrein, sem que a verificação disto fosse suficientemente ágil. Para tentar controlar estes fluxos foram constituídas listagens dos credores e de seus haveres para com agências de bancos brasileiros, com vistas a exercer pressão direta sobre os recalcitantes, como no caso de um pequeno banco francês, controlado pela estatal Thomson, que foi ameaçado de corte nas compras brasileiras junto à sua controladora. Por outro lado, o projeto 3, cujo comprometimento inicial foi além do requisitado pelo Brasil, configurou-se, na prática, falho. As exigências e reciprocidades colocadas pelos bancos credores faziam com que metade dos recursos comprometidos não estivessem efetivamente disponíveis (85).

(84) A DESCONFIANÇA vem de Londres. Folha de São Paulo, São Paulo, 30 de abril de 1983.

(85) A CITY reage ao atraso do BC. Gazeta Mercantil, São Paulo, 14 de abril de 1983. COMO o BC pediu ajuda. Gazeta Mercantil, São Paulo 14 de março de 1983. ALGUMAS deficiências comprometem os projetos. O Estado de São Paulo, São Paulo, 30 de abril de 1983. BC faz pressão sobre os bancos. Gazeta Mercantil, São Paulo, 25 de fevereiro de 1983.

Outro sintoma do endurecimento dos bancos para com o caso brasileiro foi a decisão dos grandes bancos americanos de dissolver a "safety net", rede de segurança para as agências do Banco do Brasil. Os bancos optaram por fazer a proteção contra o "default" através do controle dos prazos de atraso por cada banco. Rompiam, assim, o esquema de caixa única do Banco do Brasil com o Banco Central, onde os bancos tinham que cobrir diariamente a falta de recursos do primeiro. Certamente, a nova estratégia dos bancos proporcionava-lhes maior domínio da situação. Esta sistemática elevou ainda mais os atrasados que chegaram a quase de US\$ 1,0 bilhão ainda no mês de maio, como pode ser verificado à Tabela I.8. (86)

O descumprimento das metas acordadas com o FMI teve grande repercussão sobre este quadro, já bastante desfavorável ao Brasil. A credibilidade das autoridades econômicas sofreu novo abalo. A atitude do Fundo foi a suspensão da segunda "tranche" do EFF, que deveria ser desembolsada até 15 de maio. Isto contrariou as expectativas do governo brasileiro que, ao que parece, considerava o estouro das metas facilmente negociável. A estreita vinculação entre o programa acertado com o FMI e o plano de financiamento junto a credores privados levou à imediata suspensão do desembolso da segunda parcela do projeto 1. Como não poderia deixar de ser, os projetos 3 e 4 atravessaram novos problemas devido ao crescimento da desconfiança quanto às condições de solvência do Brasil (87)

A partir disto, iniciaram-se intermináveis negociações com o FMI e os bancos credores. Estes constituíram, inclusive, um sub-comitê de economia, sob a coordenação do Bank of Montreal, para discutir necessidades de novos créditos e a política econômica interna. Nesta nova etapa das discussões, a credibilidade dos negociadores brasileiros estava altamente abalada. Mais que isto, duvidava-se da capacidade, política do governo brasileiro em implementar um programa de austeridade econômica. Crescia a importância, aos olhos do FMI, da adoção de medidas efetivas no sentido do

(86) BANCOS, resistem em voltar a cobrir o BB no interbancário. Gazeta Mercantil, São Paulo, 25 de março de 1983.

(87) MORGAN Guaranty suspende fornecimento da segunda parcela do Jumbo. Gazeta Mercantil, São Paulo, 26 de maio de 1983. TODOS os países progrediram na renegociação menos o Brasil. Gazeta Mercantil, São Paulo, 22 de Junho de 1983.

TABELA I.8.
PAGAMENTOS ATRASADOS INTERNACIONAIS BRUTOS
BRASIL
1983

	US\$ Milhões
Março	494,1
Abril	487,6
Maior	890,8
Junho	927,4
Julho	1116,2

Fonte: BANCO CENTRAL DO BRASIL - DIRETORIA DA AREA EXTERNA. Relatório sobre o Setor Externo da Economia Brasileira 1979-1984. Brasília, 1985, p. 61.

ajustamento, ao invés do comprometimento com metas muitas vezes burladas. Neste quadro é que deve ser entendido o Decreto-Lei nº 2045 de 13 de julho de 1983. A nova política salarial seria a prova de um compromisso do governo brasileiro com medidas de austeridade. A aprovação pelo Congresso, deste decreto-lei seria a comprovação da existência de viabilidade política para implementação do ajustamento da economia brasileira. A rejeição pelo Congresso e as negociações que resultaram na aprovação de uma versão modificada, consubstanciada no Decreto-lei nº 2065, fizeram com que a assinatura de uma nova Carta de Intenções, cujos termos já estavam definidos, fosse postergada até o final do ano. As pressões não vinham, entretanto, apenas do FMI, o Secretário do Tesouro dos E.U.A., Donald Regan chegou a afirmar que "os recursos dos bancos e do FMI estarão disponíveis tão logo entre em vigor o programa do FMI que está tramitando no Congresso brasileiro". No mesmo contexto Paul Volcker diria que "cada um tem de fazer sua parte" (88).

O período compreendido entre a suspensão da segunda "tranche" do FMI e a aprovação do Decreto-Lei nº 2065 foi, sem dúvida, o mais negro, no tocante ao fluxo de caixa do Banco Central. Durante vários meses, até dezembro, o Brasil não recebeu nenhum ingresso de divisas proveniente do sistema financeiro internacional, tendo dependido apenas dos saldos comerciais para os pagamentos mais urgentes. Disto resultou um grande acúmulo de atrasados comerciais e financeiros, cerca de US\$ 2,5 bilhões. O prazo médio dos atrasos também elevou-se substancialmente, chegando muito perto dos sessenta dias, momento no qual os bancos americanos, com patentes estaduais, seriam obrigados a declarar os créditos como "non performing loans". Ressalte-se, inclusive, que este limite foi ampliado para 90 dias, a exemplo dos bancos com patentes federais. Outro indicador da péssima situação de caixa em que o País se encontrava era a existência de atrasos que excediam os 90 dias em montante de cerca de US\$ 300 milhões (89).

(88) BRASIL já paga juros aos bancos, Gazeta Mercantil, São Paulo, 29 de setembro de 1983.

(89) AMORTIZAÇÕES atrasadas já ultrapassam sessenta dias. Gazeta Mercantil, São Paulo, 24 de agosto de 1983. PAÍS negocia crédito de emergência de US\$ 3 bilhões. Jornal do Brasil, Rio de Janeiro, 30 de setembro de 1983.

A postura das autoridades brasileiras, àquela altura, era de inteira submissão ao sistema financeiro internacional. O único ponto onde havia alguma resistência era o cumprimento das metas nominais para déficit público. É verdade que, em determinados momentos, o espectro da moratória era usado como instrumento de negociação, mas a situação de reservas internacionais, altamente negativas, a falta de estoques de petróleo e outras mercadorias essenciais, além do excessivo envolvimento das autoridades econômicas com todo o processo de renegociação e com a própria comunidade financeira internacional, inviabilizavam atitudes mais duras^(90). Nestes marcos é que tem que ser compreendida a centralização cambial efetuada a 29 de julho, através da Resolução nº 851 do Banco Central. Esta decisão ocorreu duas semanas após a divulgação do Decreto-lei nº 2045, o que afasta qualquer possibilidade de que a centralização tenha ocorrido com a intenção de preparar o caminho para a suspensão completa dos pagamentos. À época, a justificativa oficial era a preocupação com as importações essenciais, mas a razão principal de sua adoção foi o controle dos atrasos de pagamento, de modo a impedir que eles ultrapassassem os noventa dias. Tinha-se em pauta, especialmente, os atrasados do setor público, cuja média era substancialmente maior que a do setor privado. Portanto, a centralização cambial era mais um elemento na administração da travessia do período crítico de desacordo com o FMI, cuja razão última era a minimização de riscos de "default" aberto. Com a centralização, os atrasos ficaram em US\$ 2,7 bilhões (91).

(90) AS VIAGENS de Delfim. Gazeta Mercantil São Paulo, 16 de setembro de 1983.

(91) MONOPÓLIO cambial evita default e limita atrasos a US\$ 2,7 bilhões. Gazeta Mercantil. São Paulo, 2 de agosto de 1983.

O segundo semestre de 1983 serviu para convencer as autoridades econômicas brasileiras do irrealismo de dois supostos que estiveram muito presentes na estratégia de enfrentamento da crise da dívida. Em primeiro lugar, o monitoramento da economia não seria, como se julgava, flexível no tocante aos critérios de desempenho, o que passou a se constituir numa área de atrito constante, com crescente subordinação da política econômica. Ficava claro que o aprofundamento da recessão, iniciada em 1981, era peça essencial do programa de ajustamento do FMI. De outro lado, àquela altura, já estava completamente desmentida a tese de que a paralisação do mercado financeiro internacional seria temporária. Não restavam mais dúvidas de que o Brasil ficaria bom tempo fora do mercado voluntário, o que indicava a necessidade de modificações no encaminhamento da rolagem da dívida, inclusive com a participação de novos agentes.

Neste sentido, o primeiro passo foi a abertura de negociação com o Clube de Paris, em agosto, por sugestão dos próprios bancos privados. Tratava-se do refinanciamento de amortizações e juros de créditos fornecidos ou garantidos pelos governos de países da OCDE. A consolidação abrangeria os créditos a vencer no período compreendido entre agosto de 1983 e dezembro de 1984, num montante de cerca de US\$ 3,5 bilhões. A quase totalidade destes créditos ingressou sob a forma de financiamento de importações (92).

Ao lado das gestões junto ao FMI, no tocante à política econômica, e ao Clube de Paris, o Brasil passou todo o segundo semestre de 1983 negociando um novo crédito-jumbo junto aos credores privados. O volume de recursos novos necessários ia de US\$ 3 bilhões a US\$ 7 bilhões. Parte dos quais teria que ser desembolsada ainda em 1983 para viabilizar o fechamento do Balanço de Pagamentos no ano. Nesta segunda fase da renegociação permaneciam as características gerais da fase I. Algumas mudanças, entretanto, seriam significativas, embora permanecesse o esquema de renegociação ano a ano. A principal delas seria a pressão para o envolvimento efetivo de agências governamentais e multilaterais, como ocorrera com o Clube de Paris. O fornecimento de novos créditos pelos Eximbanks e similares, pelo BIRD e pelo BID eram, nesta segunda fase,

(92) BANCO CENTRAL DO BRASIL. DIRETORIA DA AREA EXTERNA - Op. cit., p. 74 e 75. SALVEAS consegue acordo no Clube de Paris. Folha de São Paulo, São Paulo, 24 de novembro de 1983.

pré-condição para a negociação junto aos bancos privados. Neste caso, tratava-se da participação efetiva dos governos ao lado dos bancos, o que não havia acontecido na fase I (93).

Aprovado o Decreto-Lei nº 2065, a nova Carta de Intenções foi aceita pelo "board" do Fundo, em novembro. Isto possibilitou o desembolso de três "tranches" do FMI e de três parcelas do projeto 1, todas suspensas desde o descumprimento das metas acertadas com o FMI para o primeiro trimestre. Isto possibilitou o pagamento dos empréstimos-ponte do BIS e bancos privados e de uma parte dos atrasados acumulados durante o ano. O acordo com o FMI deveria viabilizar que a fase 2 da renegociação com os bancos privados fosse completada rapidamente para que US\$ 3 bilhões de dinheiro novo ingressassem ainda antes do término do ano. A morosidade dos acordos com os credores privados impediu, entretanto, que isto ocorresse, o que resultou na passagem do ano com atrasos acumulados em US\$ 2,34 bilhões. O déficit do Balanço de Pagamentos foi de US\$ 5,7 bilhões (94).

O ano de 1983 foi, sem dúvida, desastroso para as contas externas brasileiras. Mesmo tentando obter credibilidade junto ao sistema financeiro internacional, através de uma política de ajustamento sem confronto às novas condições, as autoridades brasileiras ficaram sob todos os aspectos, encurraladas pelos credores. A submissão na forma de renegociação e na condução da política econômica interna foi acompanhada da persistência de uma situação externa absolutamente insustentável.

(93) BRASIL já paga juros aos bancos. Gazeta Mercantil São Paulo, 29 de setembro de 1983. PAÍS negocia crédito de emergência de US\$ 3 bilhões. Jornal do Brasil Rio de Janeiro, 30 de setembro de 1983.

(94) BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório Anual 1983. Brasília, 1984.

1.2.3. A Segunda Fase da Renegociação

Em meados de 1983 já era reconhecido, tanto pelas autoridades brasileiras quanto por banqueiros internacionais, que o mercado voluntário de crédito não voltaria a funcionar em curto espaço de tempo. Seriam necessárias novas negociações para cobrir o déficit de recursos do próprio ano de 1983 e para equacionar as contas de 1984. O primeiro passo neste sentido foi o aperfeiçoamento do gerenciamento das negociações. Na primeira fase, o excessivo peso dos grandes bancos americanos causou grandes problemas junto aos bancos não-americanos. Para atenuar este problema foi constituído o "Advisory Committee", formado por 14 bancos, metade dos quais, não-americanos, presidido pelo Citibank e com dois vice-presidentes, o Morgan Guaranty Trust e o Lloyds Bank International. Foram, também, constituídos três sub-comitês, um de economia, um para créditos comerciais de curto prazo e outro, para o mercado interbancário (95).

A primeira reunião com este novo comitê de assessoramento foi a 16 de Junho de 1983. Tratava-se, naquele momento, de consolidar os projetos 3 e 4, cujos problemas vinham trazendo grandes dificuldades ao fluxo de caixa do Banco Central, e garantir novos recursos de médio e longo prazo para o restante de 1983 e para 1984. Em princípio, o Brasil requisitava um empréstimo-jumbo de US\$ 3,5 bilhões para fazer frente à escassez de créditos de curto prazo. Embora fosse óbvio que estes recursos serviriam, também, para cobrir as deficiências de avaliação das necessidades de financiamento quando da formulação da fase I do Plano Brasileiro de Financiamento.

(95) BANCO CENTRAL DO BRASIL - DIRETORIA DA ÁREA EXTERNA. Op. cit., p. 67 e 68.

O grande descrédito que pairava sobre as autoridades brasileiras fez com que as negociações se arrastassem até o final do ano. Só depois de aprovado o Decreto-lei nº 2065, da nova lei salarial, e de novas negociações sobre a política econômica, com o FMI, é que a implementação da nova fase teve início. As linhas gerais deste novo plano de financiamento já estavam delineadas muito antes da complementação de entendimentos com o Fundo. Um primeiro elemento seria a renegociação de débitos junto ao Clube de Paris para 1983 e 1984. Os Eximbanks teriam que participar com financiamentos de US\$ 2,5 bilhões em 1984, sendo US\$ 1,5 bilhão de responsabilidade do Eximbank dos E.U.A. O Banco Mundial teria que oferecer créditos adicionais de US\$ 200 milhões, além dos créditos que cobririam as amortizações do ano. Além disto, os bancos privados forneceriam US\$ 6,5 bilhões em recursos novos, sendo US\$ 3,0 bilhões ainda no ano de 1983, para fechar o Balanço de Pagamentos. Portanto, na segunda fase da renegociação, os bancos privados passaram a exigir explicitamente a participação de agências governamentais no processo de rolagem dos débitos brasileiros (96).

A segunda fase da renegociação, no tocante aos recursos dos bancos privados, teve a mesma configuração geral da primeira, a divisão em projetos continuou a vigorar. Entretanto, algumas significativas alterações foram implementadas, com base na experiência da fase I. A principal delas referia-se à inter-relação entre os quatro projetos. O acordo poderia ser denunciado pelos credores dos projetos 3 e 4 se as parcelas do empréstimo-jumbo não fossem desembolsadas no período previsto. Do mesmo modo, se o total de créditos de curto prazo dos projetos 3 e 4 caísse a menos de 90% do volume inicialmente contratado, os ofertantes de recursos dos projetos 1 e 2 estariam desobrigados de continuar no acordo. O novo acordo era, portanto, totalmente vinculado às condicionalidades do FMI. Se estas não fossem satisfeitas, não se realizariam os desembolsos do projeto 1, o que levaria os credores dos projetos 3 e 4 a suspender seus créditos, contrariamente ao que ocorrera em 1983, quando o projeto 1 foi suspenso até o final do ano, enquanto os projetos 3 e 4 continuaram a funcionar, embora precariamente. Além disso, o novo acordo estabelecia condições mais

(96) SECRETARIA DE ECONOMIA E PLANEJAMENTO-SP, Análise de Conjuntura Econômica, nº 5, São Paulo, dezembro, 1983, p. 19. COMO serão liberados os recursos, Gazeta Mercantil, São Paulo, 25 de novembro de 1983. BRASIL já paga juros aos bancos, Gazeta Mercantil, São Paulo, 29 de setembro de 1983.

rigidas quanto aos atrasos de pagamento. Passados 15 dias do vencimento, um banco poderia desligar-se do acordo. (97)

Os créditos de curto prazo foram objeto de preocupação especial nesta segunda fase, devido aos problemas ocorridos na fase anterior. Por meio de cartas de compromisso, específicas para cada um dos projetos, uma série de condições foram estabelecidas. O Banco Central comprometeu-se a fornecer aos coordenadores dos projetos as posições semanais dos tomadores de recursos, enquanto os bancos credores assumiram o compromisso de notificar, com 10 dias de antecedência, a movimentação e o destino de seus créditos. No caso de inexistência de tomador para tais recursos o Banco Central os receberia. Além deste reforço no controle dos créditos, o Banco Central responsabilizou-se pelo pagamento de um prêmio de 0,125% aos bancos que assinassem compromissos nos projetos 3 e 4. Isto garantiu que este comprometimento fosse efetivamente assinado pelos participantes deste projeto, ao invés de se proceder ao comprometimento por telex, que havia ocorrido na fase I (98)

O projeto 1 também foi significativamente alterado. Com o maior tempo disponível para a negociação, a participação dos bancos nos créditos novos foi ampliada, para abranger o maior número possível de bancos envolvidos com o Brasil. Na primeira fase, apenas 172 bancos entraram com recursos novos. Este número subiu para 556 na segunda fase, o que, além de aumentar o volume de recursos disponíveis, possibilitou maior pulverização das responsabilidades. Outro ponto relevante a ressaltar é que foi usado o valor base de US\$ 6,7 bilhões para estabelecer a participação de cada banco no empréstimo-jumbo. A margem de segurança de US\$ 200 milhões,

(97) CARTAS amarram refinanciamento de 1984. Gazeta Mercantil, São Paulo, 2 de fevereiro de 1984. CONDIÇÕES mais rigorosas para o default na fase 2 da renegociação, Gazeta Mercantil, São Paulo, 28 de outubro de 1983. BC informará destinação dos créditos. Gazeta Mercantil, São Paulo, 2 de fevereiro de 1984.

(98) OS COMPROMISSOS do interbancário, Gazeta Mercantil, São Paulo, 2 de fevereiro de 1984. COMO os Recursos serão fornecidos ao tomador. Gazeta Mercantil, São Paulo, 2 de fevereiro de 1984. AS NORMAS da linha comercial. Gazeta Mercantil, São Paulo, 2 de fevereiro de 1984.

em relação ao volume realmente pretendido, justificava-se como precaução contra eventuais fugas de bancos pequenos. Esta margem revelou-se, frente às dificuldades encontradas, por demais estreita, o que fez com que o fechamento do acordo demorasse bem mais que o esperado e só fosse efetivado com novos créditos dos grandes bancos. Em verdade, havia uma deficiência de informação quanto ao efetivo envolvimento de várias instituições. Muitas delas, à época do comprometimento, já haviam repassado seus créditos a outras instituições financeiras, mediante um certo deságio. O novo credor nem sempre notificava sobre o crescimento de seu envolvimento com a dívida brasileira. Cabe ressaltar, também, que os projetos 1 e 2 da fase II estabeleceram menores níveis de "spread" e maiores prazos de carência e amortização que os negociados na fase anterior (99).

Embora houvesse sido negociado o recebimento de US\$ 3 bilhões em 1983, isto não ocorreu. A assinatura do acordo só se deu em 27 de janeiro de 1984. Os quatro projetos foram os seguintes:

Projeto 1: US\$ 6,5 bilhões em recursos novos.

Projeto 2: US\$ 5,4 bilhões em refinanciamento de amortizações vincendas em 1984.

Projeto 3: US\$ 9,8 bilhões em linhas de créditos comerciais de curto prazo.

Projeto 4: US\$ 5,4 bilhões em linhas interbancárias (100).

Apesar do fechamento do acordo com os bancos credores, os recursos não foram desembolsados. O Brasil não cumpriu as metas estabelecidas no acordo com o Fundo para o final de 1983. Deste modo, não foram eliminados os pagamentos em atraso e o crédito interno líquido estourou as metas estabelecidas devido à não recomposição das reservas. Estes dois critérios de desempenho não foram satisfeitos porque os próprios bancos credores falharam em desembolsar o crédito-jumbo de US\$ 3 bilhões

(99) O "spread" caiu de 2 1/8% a.a., sobre a Libor, para 2% a.a. O prazo de carência passou de 30 para 60 meses e de amortização de 8 para 9 anos. BAPTISTA Jr., P.N. Negociação Financeira Externa: Resultados Iniciais e Problemas Pendentes. Texto 11/86, CEMEI/FGV, 1986, p. 9. BANCO CENTRAL DO BRASIL - DIRETORIA DA ÁREA EXTERNA. Op. cit., p. 72 e 73. POR que foi tão difícil fechar o empréstimo. Gazeta Mercantil. São Paulo, 23 de janeiro de 1984.

(100) BANCO CENTRAL DO BRASIL - DIRETORIA DA ÁREA EXTERNA. Op. cit., p. 72 e 73.

até o final de dezembro. Além disso, o Banco Central não eliminou o controle de câmbio estabelecido pela Resolução nº 851. Por estes motivos, os bancos credores resolveram esperar que o Fundo desse seu "waiver" (perdão) ao Brasil. Cabe lembrar que, embora o Brasil estivesse conseguindo expressivos superávits comerciais, a desconfiança dos banqueiros internacionais em relação à situação brasileira era ainda muito grande (101).

O desembolso dos recursos só se deu em março, quando o "waiver" do Fundo já era certo. Ainda assim, foi necessário que o diretor-presidente do FMI, Jacques de Larosiere, emitisse um comunicado, tranquilizando os bancos quanto aos financiamentos de importações de agências oficiais: "Reitero minha plena confiança na disponibilidade de financiamento oficial no montante de US\$ 2,5 bilhões" (102).

Com os US\$ 3 bilhões do projeto 1 e a primeira "tranche" de 1984 do FMI foi possível ao Banco Central pagar US\$ 2,4 bilhões em atrasados que vinham sendo acumulados desde o ano anterior. A partir daí, as outras quatro parcelas do projeto 1, as "tranches" do Fundo e os superávits comerciais permitiram, além da manutenção dos pagamentos em dia, recuperação das reservas internacionais. Note-se que as reservas prontas chegaram a US\$ 7,5 bilhões ao final do ano, embora tenha havido um aumento das taxas de juros, que repercutiu negativamente sobre o serviço da dívida. Também não foram boas as captações de financiamentos de importações de agências governamentais. Só o Eximbank americano colocou seus recursos à disposição, e com certo atraso, mas eles tiveram uso muito limitado pela retração das importações e pela pequena competitividade dos produtos americanos, dada a valorização do dólar. No resultado de final de ano, dos US\$ 2,5 bilhões que ingressariam sob este título, apenas US\$ 832 milhões o fizeram efetivamente (103).

(101) CREDORES estão intranquilos. Gazeta Mercantil. São Paulo, 26 de março de 1984.

(102) LAROSIERE tranquiliza bancos credores. Gazeta Mercantil. São Paulo, 20 de fevereiro de 1984.

(103) COMEÇA a liquidação dos atrasados. Gazeta Mercantil. São Paulo, 12 de março de 1984. BANCO CENTRAL DO BRASIL - DIRETORIA DA AREA EXTERNA. Op. cit., p. 77.

Cabe ainda uma observação quanto à conversão de crédito em capital de risco. Muitas matrizes de empresas operando no Brasil realizaram operações de empréstimo que seriam, em verdade, investimentos diretos em suas filiais. Isto ocorreu em operações de crédito entre matriz e filial ou em operações intermediadas por bancos internacionais. Com o objetivo de reverter este fluxo de capitais às suas características reais, o Decreto-lei nº 1994, de dezembro de 1982, autorizou a conversão de dívida em capital de risco e beneficiou a operação com isenção de Imposto de Renda de 10%.

Entretanto, este benefício não foi usado apenas por empresas que já estavam endividadas externamente. Com o florescimento de um mercado internacional de troca de ativos de países do terceiro mundo (104), era muito fácil a qualquer empresa, que desejasse realizar um investimento no Brasil, comprar dívida brasileira, com deságios de até 30%, junto a bancos que desejassem fugir ao risco Brasil, e fazer a conversão pelo valor nominal do débito, conseguindo, ainda, as benesses do Imposto de Renda. Alguns números podem ser esclarecedores quanto à atratividade deste tipo de operação. Em 1983 o fluxo líquido de investimento direto foi de US\$ 861 milhões, dos quais US\$ 425 milhões provenientes de conversão de dívidas. Em 1984, embora a conversão tenha sido suspensa de junho, dos US\$ 1,1 bilhão de investimento direto líquido, US\$ 708 milhões foram resultado de conversões (105).

(104) A existência deste mercado deve-se, dentre outros fatores, à tentativa de fuga de ativos deteriorados e à maximização de isenções do imposto de renda. Quanto a este último aspecto, a estratégia dos bancos internacionais é a de manter carteiras de empréstimos que lhes permitam maximizar o montante de isenções do imposto, dado que o tomador brasileiro paga imposto no Brasil, isentando o banco credor no seu país de origem. Como os bancos têm limites de isenção por países, trocam títulos para utilizar melhor seus limites individuais. NEBÓCIOS com títulos brasileiros. Gazeta Mercantil. São Paulo, 30 de abril de 1984.

(105) BANCO CENTRAL DO BRASIL - DIRETORIA DA ÁREA EXTERNA. OP. cit., p. 76. SUSPENSÃO conversão de Créditos em capital. Gazeta Mercantil. São Paulo, 6 de junho de 1984.

1.2.4. 1985: A Prorrogação da Segunda Fase

No segundo semestre de 1984, começaram as conversações a respeito da renegociação da dívida externa brasileira a vencer em 1985. Diferentemente das duas fases anteriores a fase III da renegociação deveria contemplar não apenas a dívida a rolar no ano em questão, mas amortizações a realizar num período mais longo. Colocou-se, portanto, a chamada "renegociação plurianual". Não cabem dúvidas, entretanto, de que, se a forma de renegociação sofreria modificações, o mesmo não ocorreria com o sentido mais profundo do ajustamento das economias endividadas, qual seja, de que estas últimas deveriam arcar com todo o ônus da crise do endividamento e que precisariam formular suas políticas econômicas internas tendo como objetivo central o pagamento de juros e, num segundo momento, de parcela do principal da dívida. Este quadro deveria se manter até que o grau de exposição dos bancos aos credores tivesse caído substancialmente ou até que o mercado financeiro readquirisse a confiança necessária, nos países devedores para conceder-lhes novos empréstimos voluntários.

A mudança na forma de encaminhamento da renegociação teve forte ligação com a modificação da estratégia de enfrentamento dos bancos, em relação aos países endividados. Desde o início de todo o processo de renegociação, em 1982, os bancos sustentavam que ela deveria ser feita "caso a caso" para que não se misturassem as distintas situações vividas por cada país endividado. Em verdade, esta individualização não tinha este fim, de vez que os bancos credores buscaram, em todos os casos, estabelecer um conjunto estável de regras. O objetivo principal do tratamento "caso a caso" era o de impedir que ocorressem uniões entre os devedores. A coincidência entre renegociações de países distintos, num mesmo momento, poderia aumentar o poder de barganha dos endividados, o que poderia ser usado tanto para obtenção de vantagens marginais, como no caso de "spreads", quanto para alterar efetivamente as regras impostas pelos credores. O grande número de renegociações anuais, e a morosidade com que eram efetivadas, acabou por propiciar diversas superposições, abrindo possibilidades à formação algo como um "Cartel de Devedores". Além deste aspecto, é importante destacar que o processo de renegociações anuais era incômodo para o próprio sistema financeiro devido ao potencial instabilizador, intrínseco a cada operação. Quanto mais numa situação em que a adesão dos bancos menores aos esquemas de renegociação foi sempre custosa e

problemática. A opção dos bancos credores foi, portanto, a de passar a patrocinar, a partir de meados de 1984, as renegociações ampliadas ou plurianuais.

Conquanto o sistema não mudasse em essência, a renegociação plurianual tinha seus atrativos para as autoridades econômicas dos países endividados. Os acordos anuais traziam sérios problemas internos às economias destes países. A instabilidade gerada pelo processo de renegociação e pelas incertezas quanto ao setor externo eram muito agudas e desempenhavam papel extremamente perverso, especialmente no tocante à condução da política econômica interna. Além disto, assegurar um horizonte mais largo para o setor externo e para a manutenção de linhas de crédito de curto prazo também eram aspectos cruciais, na visão da maioria dos gestores das economias endividadas. O pagamento do principal da dívida e a submissão à supervisão constante do FMI, a que teriam que se submeter estes países, seria o preço a pagar.

As autoridades brasileiras não eram exceção. Mesmo em final de governo, iniciaram, no segundo semestre de 1984, gestões no sentido de chegar a um acordo de renegociação plurianual para a dívida brasileira junto aos bancos privados. Os principais elementos do acordo que estava sendo negociado pelo então presidente do Banco Central, Affonso Celso Pastore, eram: a) o reescalonamento de US\$ 37 bilhões a US\$ 45 bilhões - dependendo da inclusão dos créditos negociados na fase I - para um prazo de quatorze a dezesseis anos; b) amortizações crescentes com início já em 1985 num valor reduzido; c) "spread" menor, entre 1,125% e 1,5%, mas com início de incidência no momento em que o contrato original vencesse; d) "monitoring", supervisão do FMI a cada semestre até o ano 2000; e) não haveria desembolso de "dinheiro novo" por parte dos bancos durante a vigência do acordo e f) transformação gradativa dos depósitos do interbancário em créditos comerciais de curto prazo. A abstenção quanto a novos empréstimos teria que ser compensada com nova renegociação da dívida junto ao Clube de Paris, com maiores recursos do BIRD e, talvez, com gradual retorno ao mercado voluntário (106).

(106) BRASIL inicia renegociação plurianual. Gazeta Mercantil. São Paulo, 18 de outubro de 1984. DIVERGÊNCIAS entre o Brasil e os bancos. Gazeta Mercantil. São Paulo, 26 de dezembro de 1984. SECRETARIA DE ECONOMIA E PLANEJAMENTO - SP, Análise de Conjuntura Econômica, nº 16, São Palo, junho-julho, 1985, p. 29 a 37.

Há que se observar, entretanto, que as negociações com o Clube de Paris e o BIRD seriam marcadas por sérios problemas. Em primeiro lugar, o Clube de Paris não costuma realizar operações de reescalonamento prolongado. Além disso, os próprios acordos bilaterais, que deveriam suceder o acordo básico com Clube, fechado em agosto de 1983, não haviam sido, em sua maioria, completados até aquele momento. Os credores oficiais mais importantes eram justamente os mais renitentes ao fechamento dos acordos individualizados. Note-se que o próprio Eximbank americano suspendeu a linha de crédito que abria anteriormente. No caso do BIRD, a situação não era menos complexa. Elevar ainda mais a participação brasileira nas aplicações totais da instituição não seria tarefa fácil. Além disto, o BIRD vinha tentando colocar-se numa posição de relevo no processo de renegociação global, frente ao desgaste que o FMI vinha sofrendo, pelo caráter recessivo de suas políticas de ajustamento. Com isto, as condicionalidades impostas pelo BIRD passaram a ser mais severas, dificultando a negociação de projetos específicos com o Brasil.

A equipe econômica do Governo Figueiredo não teve tempo e condições políticas para fechar um acordo nestes termos com os bancos credores. A demora nas negociações e a proximidade da mudança de governo fizeram com que a renegociação plurianual fosse postergada. Foi necessário, assim, que se prorrogasse a validade dos projetos 2, 3 e 4 da fase II, até 19 de fevereiro de 1985. Este prazo foi, entretanto, superado por novos problemas. As metas acertadas com o FMI para o último trimestre, e para o ano de 1984, não foram cumpridas. Ainda mais, a inflação verificada em janeiro e as expectativas para fevereiro inviabilizavam o cumprimento das metas constantes da 7ª Carta de Intenções. As negociações com o Comitê de bancos credores teriam que esperar novos acertos com o Fundo. Com isto, os termos da fase II da renegociação foram novamente prorrogados, agora, até final de maio.

A nova equipe econômica, montada por Tancredo Neves, onde o Ministro da Fazenda Francisco Dornelles despontava como detentor de amplos poderes, assumiu neste meio-tempo, com as negociações em suspenso. Embora a equipe econômica não fosse homogênea no tocante ao tipo de tratamento a ser dado à questão externa, a tônica, no primeiro trimestre da nova gestão, foi a continuação dos entendimentos realizados pela administração anterior. Neste momento, a preponderância do Ministério da Fazenda e do Banco Central sobre a Secretaria do Planejamento era bastante clara. Na visão de Dornelles e Lemgruber, presidente do Banco Central, os termos gerais do

acordo que Pastore tentara fechar eram satisfatórios, a não ser por aspectos de menor importância. O principal problema era justamente o acordo com o FMI. A administração anterior descumpriu as metas para 1984 e permitiu forte descontrole fiscal e monetário no início de 1985, o que tornou as metas para o primeiro trimestre de 1985, inexecutáveis. Neste quadro, o prosseguimento do "Extended Financing Facility" (EFF) seria muito complexo exigindo novo "Waiver" do Fundo. Por isso, a nova equipe econômica decidiu pelo fim do EFF e pela busca de um acordo de 18 meses do tipo "stand by", com o qual seria possível retomar a negociação com os bancos privados (107).

As negociações junto ao Fundo, para a elaboração de uma nova carta de intenções, foram extremamente problemáticas. A começar pela pressão exercida por fortes setores do principal partido de sustentação do governo, o PMDB, contra a continuação da subordinação da política econômica interna aos programas do FMI. O ministério da Fazenda e o Banco Central sofriam, também, dura oposição dentro do próprio governo, por parte da SEPLAN, que, além de divergir da política econômica posta em prática, advogava a necessidade da obtenção de US\$ 4,0 bilhões em créditos novos para a viabilização da estabilidade das reservas e da retomada dos investimentos. É importante destacar que até mesmo as equipes da Fazenda e do Banco Central encontravam sérios entraves para fechar um acordo com o FMI, dado que as metas exigidas por este último encontravam-se muito além do que se achava possível conseguir em termos de combate à inflação e ao déficit público e na execução monetária. De fato, estas dificuldades deram lugar a uma nova prorrogação da fase II, desta vez até o final de agosto⁽¹⁰⁸⁾. Note-se que, a esta altura, o raio de manobra, aberto pela recomposição das reservas e pela consolidação do superávit comercial, tornava a necessidade de acordos com o FMI muito mais discutível. O próprio processo de crescimento que vinha desde meados do ano anterior também chocava-se com as propostas do Fundo. Ou seja, o movimento real da economia contrariava as intenções da área econômica.

(107) NOVOS termos na negociação com o Fundo. Gazeta Mercantil São Paulo, 15 de abril de 1985. SECRETARIA DE ECONOMIA E PLANEJAMENTO-SP, Análise de Conjuntura Econômica, nº 15, São Paulo, abril-maio, 1985, p. 30 e 31.

(108) Idem. loc. cit.

A estratégia de renegociação do Ministério da Fazenda e do Banco Central envolvia, é certo, a previsão de que seria possível a obtenção de recursos de crédito voluntário, mesmo que em pequeno volume, junto ao mercado financeiro internacional. Em verdade, tratava-se de realizar a renegociação menos conflituosa, numa primeira etapa, para que houvesse menos resistência dos bancos menores. Na segunda etapa, depois da renegociação, o País poderia conseguir créditos novos junto aos bancos de maior porte. Desta forma, mesmo que marginalmente, o Brasil conseguiria inserir-se novamente no mercado. Deste modo, as autoridades brasileiras abriam mão de qualquer enfrentamento no campo político, ou mesmo da requisição de dinheiro novo por razões técnicas. O menor conflito significaria, ao que parece, maiores chances de o País voltar ao mercado voluntário de crédito. Também é forçoso notar que todo o empenho do Ministério da Fazenda e do Banco Central em fechar rapidamente entendimentos com o FMI e os bancos credores tinha forte relação com o temor de que as linhas de curto prazo, projetos 3 e 4, não viessem a ser renovadas. Tanto isto é verdade que a cada final de período de prorrogação, instalava-se forte clima de apreensão quanto à atitude dos credores. Em agosto, por exemplo, foi assinado pelo governo brasileiro um "shadow agreement" com o FMI, onde o País comprometia-se a promover uma política econômica condizente com os programas do Fundo e comprometia-se a permitir que os técnicos daquela organização acompanhassem mensalmente os principais agregados macroeconômicos. Com isto, a fase II foi novamente prorrogada, desta vez por 140 dias, até janeiro de 1986 (109).

A queda de Dornelles e Lemgruber, em final de agosto, impossibilitou que as negociações com o Fundo tivessem prosseguimento. A nova equipe econômica, com Dilson Funaro no Ministério da Fazenda e Fernão Bracher no Banco Central, inaugurou uma nova postura com respeito à renegociação da dívida. Em primeiro lugar, há que se notar que os entendimentos com o FMI foram descartados. Deste modo, foi questionado o esquema tradicional de renegociação, imposto pelos bancos desde 1982, onde o aval do Fundo era pré-condição para os entendimentos sobre a rolagem da dívida. Buscar-se-ia, a partir daquele momento, o entendimento direto do

(109) Idem, Análise de Conjuntura Econômica, nº 16, São Paulo, agosto, 1986, p. 1.

Brasil com os bancos credores (110). Isto resultou num acordo sobre a rolagem das amortizações de 1985 e 1986 e sobre a manutenção dos créditos de curto prazo, fechado no início de 1986, sem a intervenção do FMI (111). No entanto, a impossibilidade de se conseguir novos recursos creditícios, ou outras formas de redução do serviço da dívida, deixou intocada a questão da transferência de recursos reais. Como veremos a seguir, a restrição externa não foi contornada.

1.2.5. A Transferência de Recursos Reais

A crise do endividamento externo brasileiro ganha dimensões mais concretas através da análise do Balanço de Pagamentos e da compreensão do processo de transferência de recursos reais ao exterior a que o País foi submetido. A ruptura do mercado internacional de crédito levou a uma significativa modificação nas contas externas brasileiras. Embora entre 1980 e 1982 tenham ocorrido problemas com o lado financeiro do Balanço de Pagamentos, ou seja, com a rolagem da dívida e de seus encargos, a balança comercial não chegou a ser a variável de ajuste. A queda das reservas e os créditos emergenciais cumpriram este papel. A partir de 1983, o colapso das contas financeiras passou a exigir que o lado produtivo do Balanço de Pagamentos desse conta do equacionamento dos desequilíbrios. A Tabela I.9. mostra como a compressão das importações e o aumento das exportações foram elementos cruciais da nova configuração do Balanço de Pagamentos, onde as crescentes despesas com juros deixaram de ser refinanciadas com novos empréstimos externos.

(110) AUMENTAM as pressões para Funaro fechar acordo com o FMI. Folha de São Paulo. São Paulo, 8 de outubro de 1985. FIM da tutela do Fundo. Gazeta Mercantil. São Paulo, 25 de setembro de 1985.

(111) BATISTA JR., P.N. Negociação Financeira Externa: Resultados Iniciais e Problemas Pendentes. Rio de Janeiro CEME1-FGV, 1986.

TABELA I.9

BALANÇO DE PAGAMENTOS
1980-1985

US\$ Milhoes

	1980	1981	1982	1983	1984	1985
1. BALANCA COMERCIAL	-2822,8	1202,4	780,1	6470,4	13089,5	12470,6
Exportacoes	20132,4	23293,0	20175,1	21899,3	27005,3	25638,7
Importacoes	22955,2	22090,6	19395,0	15428,9	13915,8	13168,1
2. SERVICOS	-10152,0	-13135,2	-17082,5	-13415,3	-13215,2	-12893,0
Viagens Internacionais	-241,2	-165,3	-845,4	-392,0	-152,6	-375,4
Transportes	-1936,0	-1691,6	-1456,3	-912,4	-760,2	-370,0
Seguros	85,5	44,4	-18,2	-42,4	-114,2	-103,1
Rendas de Capitais	-7032,1	-10272,0	-13494,4	-11008,0	-11470,9	-11190,8
Lucros e Dividendos	-309,8	-369,6	-585,2	-757,8	-796,1	-1059,3
Lucros Reinvestidos	-411,1	-741,4	-1555,9	-694,8	-472,1	-542,8
Juros	-6311,1	-9161,0	-11353,3	-9555,4	-10202,7	-9588,7
Govern., nao Incluído Out.Itens	-112,1	-99,6	-122,2	-111,1	-120,3	-177,7
Servicos Diversos	-916,1	-951,1	-1146,0	-949,4	-597,0	-676,0
3. TRANSFERENCIAS UNILATERAIS	167,8	198,5	-8,1	107,5	170,5	154,6
4. TRANSACOES CORRENTES (1+2+3)	-12807,0	-11734,3	-16310,5	-6837,4	44,8	-267,8
5. CAPITAIS	9678,7	12772,7	7850,9	2102,8	252,9	-2728,7
Investimentos	1120,8	1584,3	991,0	664,2	1076,6	710,0
Reinvestimentos	411,2	741,4	1555,9	694,8	472,1	542,8
Emprestimos e Financ.-Medio e Longo Prazo	10596,0	15553,4	12515,0	6708,2	10400,8	7010,3
Amortizacoes-Medio e Longo Prazo	-5010,3	-6241,6	-6951,6	-6862,9	-6468,2	-8889,7
Capitais a Curto Prazo (Liquido)	2719,0	1229,0	-64,2	1069,4	-1632,6	-1396,2
Outros Capitais (Liquido)	-158,0	-93,8	-195,2	-170,9	-3595,8	-705,9
6. ERROS E OMISSOES	-343,3	413,7	-368,4	-669,9	402,5	-529,3
7. SUPERAVIT (+) OU DEFICIT (-) (4+5+6)	-3471,6	624,7	-8828,0	-5404,5	700,2	-3525,8
8. DEMONSTRATIVO DO RESULTADO	3471,6	-624,7	8828,0	5404,5	-700,2	3525,8
Operacoes com o FMI	-35,1	25,8	377,5	282,2	0	0
Haveres a Curto Prazo (Aumento -)	3506,7	-650,5	3082,7	-956,5	-7167,7	857,6
Obrigacoes a Curto Prazo (Reducao -)	0	0	0	0	0	0
Ouro Monetario (Aumento -)	0	0	1190,8	401,6	0	-284,9
Operacoes de Regularizacao	0	0	4177,0	5677,2	6467,5	2953,1

FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL. Boletim Mensal, Brasilia, jun/86.

A partir de 1983, a economia brasileira passou a realizar pesadas transferências de recursos reais ao exterior. A Tabela 1.10 pode auxiliar a compreender este processo, que fez o Brasil passa de receptor a exportador de recursos reais. Ela apresenta os dados relativos às balanças comercial e de serviços não-fatores para o período de 1980 a 1985. Observe-se que a balança de serviços não-fatores foi construída pela dedução de rendimentos referentes a juros, lucros e dividendos, reinvestimentos de lucros e outros serviços relativos a fatores produtivos. A adição da balança comercial à de serviços não-fatores é igual ao que denominamos "transferência de recursos reais". A evolução destas transferências, nos anos oitenta, teve comportamento notável. Em 1980, a economia brasileira obteve US\$ 5,3 bilhões em recursos reais junto ao resto do mundo. Em 1983, ao contrário, o Brasil transferiu US\$ 4,9 bilhões ao exterior. Nos dois anos seguintes as transferências superaram a casa dos US\$ 11 bilhões. De 1983 a 1985 as transferências ao exterior somaram US\$ 28,1 bilhões. A relação entre estas transferências e o PIB não é menos dramática. Em 1980, foram recebidos recursos reais do exterior no montante de 2,1%. Em 1983, foram transferidos ao exterior 2,3%. Já em 1984 e 1985 foram remetidos mais que 5% do PIB.

Sem dúvida, a abertura de um grande superávit na balança comercial é que viabilizou tal nível de transferência de recursos reais. A balança comercial evoluiu de um pequeno superávit de US\$ 780 milhões, em 1982, para inauditos US\$ 13 bilhões, em 1984, e US\$ 12,5 bilhões, em 1985. A comparação dos dados da balança comercial de 1981, ano anterior à abertura da crise, com os de 1984, ano de melhor desempenho, mostram crescimento de 16% das exportações e a queda de 37% das importações. O desempenho da balança de serviços não-fatores também foi favorável, tendo o déficit se reduzido a menos da metade, chegando a 1985 ao nível de US\$ 1 bilhão. Os transportes tiveram o melhor desempenho com seu déficit caindo de US\$ 1,936 bilhão, em 1980, para US\$ 370 milhões, em 1985.

Os elementos que viabilizaram esta inversão, de demandante de recursos reais a ofertante, ligam-se à expansão do comércio internacional, especialmente as importações norte-americanas, e à política econômica posta em prática desde o final de 1982. Certamente, o processo recessivo, impulsionado por políticas monetária e creditícia restritivas e contenção dos gastos públicos, foi responsável pela queda do nível de importações e pela liberação de excedentes exportáveis. Ao lado disto, a maxidesvalorização do cruzeiro, em 1983, foi crucial no sentido de realinhar os preços em benefício dos bens exportáveis. Não se pode esquecer contudo, que estas medidas não

TABELA I.10
TRANSFERENCIA DE RECURSOS REAIS
1980-1985

US\$ Mil.

	1980	1981	1982	1983	1984	1985
1. BALANCA COMERCIAL	-2822,8	1202,4	780,1	6470,4	13089,5	12470,6
Exportacoes	20132,4	23293,0	20175,1	21899,3	27005,3	25638,7
Importacoes	-22955,2	-22090,6	-19395,0	-15428,9	-13915,8	-13168,1
2. BALANCA SERVICOS NAO-FATORES	-2466,7	-2203,7	-2648,8	-1568,4	-1248,2	-1075,4
Viagens Internacionais	-241,2	-165,3	-845,4	-392,0	-152,6	-375,4
Transportes	-1936,0	-1691,6	-1456,3	-912,4	-760,2	-370,0
Seguros	85,5	44,4	-18,2	-42,4	-114,2	-103,1
Transf. Governamentais	-112,1	-99,6	-122,2	-111,1	-120,3	-177,7
Outros Servicos	-262,9	-291,6	-206,6	-110,5	-100,9	-49,2
3. TRANSFERENCIA DE RECURSOS REAIS (1+2)	-5289,5	-1001,3	-1868,7	4902,0	11841,3	11395,2
4. JUROS LIQUIDOS	-6311,1	-9161,0	-11353,3	-9555,4	-10202,7	-9588,7
TRANSF. DE RECURSOS REAIS (%) PIB	-2,1	-0,4	-0,6	+2,3	+5,6	+5,6
TRANSF. TRANSF. DE RECURSOS REAIS (%) JUROS	-83,8	-10,9	-16,5	+51,3	+116,1	+118,8

FDNTE: Elaboracao dos Dados de: Banco Central do Brasil. Boletim Mensal, Brasilia, jun/86.

teriam grande eficácia se não tivessem sido operadas substanciais modificações na estrutura industrial brasileira no período anterior. O aumento da produção interna de petróleo e a complementação de projetos relativos a diversos setores produtores de insumos básicos foi fundamental na redução das necessidades de importações, e mesmo na liberação de excedentes exportáveis (112).

O processo de transferência de recursos reais revelou grande eficácia quanto à sua razão de ser: o pagamento dos juros da dívida externa, dada a restrição de crédito externo. Se, até 1982, havia uma necessidade de recursos reais, que se somava aos juros, a ser financiada pela conta de capitais, a partir de 1983, os recursos financeiros conseguidos com a transferência de recursos reais passaram a pagar os juros da dívida. Já em 1983, o saldo da balança de comércio e serviços não-fatores foi suficiente para dar conta de 51,3% dos juros líquidos devidos, como mostra a Tabela I.10. Em 1984 e 1985, estes recursos propiciaram o pagamento de toda a despesa com juros, com razoável folgam, 16,1% e 18,8%, respectivamente. Do ponto de vista da conta de transações correntes, no seu conceito tradicional, foi este desempenho que possibilitou o equilíbrio em 1984 e 1985.

(112) CASTRO, A.B & SOUZA, F.E.P. A Economia Brasileira em Marcha Forçada. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1985. MOURA DA SILVA, A. Ajuste e Desequilíbrio: Exercício Prospectivo sobre a Economia Brasileira (80/84). São Paulo, 1984, mimeo.

1.3. Conclusões

A primeira metade dos anos oitenta comportou alteração radical nas relações da economia brasileira com o resto do mundo. A recessão mundial e a crise do sistema financeiro internacional - originadas no próprio esgotamento do padrão de crescimento da economia mundial no pós-guerra - foram os elementos nucleares da tormenta. A inédita ascensão da taxa de juros norte-americana pode ser entendido tanto como índice, quanto como catalizador da crise.

Embora desde 1980, quando da elevação das taxas de juros e da mudança do fluxo de capitais internacionais em direção aos E.U.A., já houvesse clara indicação de problemas no financiamento dos países em desenvolvimento, apenas com a moratória mexicana o rompimento foi explicitado. Os bancos internacionais perderam a capacidade de refinanciar os imensos estoques de dívidas destes países. A nova política destes bancos era a de limitar ao máximo novos créditos aos países problemáticos, sem levá-los à asfixia. Tratava-se de reduzir a relação entre ativos duvidosos e capital próprio mais reservas, que crescera aceleradamente nos anos setenta. No mesmo momento, fez-se sentir a intervenção do Fundo Monetário Internacional nas renegociações das dívidas dos diversos países. Dada a debilidade de sua posição financeira, frente ao volume de créditos em pauta, o Fundo não teve condições de atuar como prestamista de última instância, mas fez o papel de supervisor das políticas internas de ajustamento dos países endividados. Não é demais lembrar que, neste início dos anos oitenta, os países em desenvolvimento não-exportadores de petróleo defrontaram-se não só com o rompimento de sua habitual fonte de crédito, mas também com grave crise em suas relações comerciais. Os termos de troca e o comércio mundial sofreram o impacto da recessão ocorrida no início do período.

O Balanço de Pagamentos brasileiro foi fortemente afetado pela crise, devido ao grande estoque de dívida acumulado no período anterior e ao elevado montante de juros a pagar. No início dos anos oitenta, a vulnerabilidade da posição externa brasileira aos fluxos financeiro já era enorme. Desde final de 1980, a política econômica passou a se pautar crescentemente pela restrição externa. A moratória mexicana, ao final de 1982, marcou o rompimento do mercado de crédito internacional. Os bancos internacionais generalizaram imediatamente o risco para todos os créditos à

América Latina. O precário equilíbrio externo alcançado em 1981 e no primeiro semestre de 1982 foi completamente destruído. O déficit de US\$ 8,8 bilhões no Balanço de Pagamentos daquele ano, mesmo com equilíbrio na conta comercial, deixou clara a imensa dependência brasileira em relação aos créditos externos.

Durante todo o período, as autoridades econômicas brasileiras pautaram sua conduta com relação à administração do endividamento externo pela tentativa de demonstração ao mercado financeiro de que o Brasil era um parceiro confiável, devendo merecer tratamento preferencial. Desde a abertura da crise mexicana, e mesmo antes, a estratégia foi a de criar o mínimo conflito possível, evitando atitudes traumáticas como declaração de moratória ou congelamento de depósitos interbancários. Ao contrário, os pagamentos continuaram a ser efetuados, mesmo a custo de queda das reservas internacionais e de estoques estratégicos. Tentava-se, assim, apresentar o caso brasileiro como diferente dos outros. Note-se, inclusive, que toda a renegociação, quanto a principal e juros vencidos em 1983, foi realizada sob o suposto de que o mercado voluntário de crédito logo voltaria a funcionar, pelo menos para o Brasil.

A era dos grandes acordos de renegociação das dívidas não foi tão breve como se imaginava. A partir da moratória mexicana a rolagem da dívida externa brasileira foi realizada através de uma simulação do mercado, onde o principal era rolado automaticamente e a cessão de novos créditos, para financiar parte dos juros, era feita com base no envolvimento pretérito de cada banco com a dívida brasileira. Note-se que, neste processo, os contratos de empréstimos continuaram em vigor, mas a rolagem dos vencimentos passou a ser coordenada pelos comitês de bancos credores, que passaram a fazer o papel antes desempenhado pela negociação individualizada entre credores e tomadores de recursos.

A administração da crise do endividamento acabou por submeter completamente a condução da política econômica interna. Durante o ano de 1983, a hipótese da volta ao mercado voluntário de crédito foi sendo rapidamente desmentida. As autoridades econômicas não abandonaram, entretanto, a estratégia de causar o mínimo trauma ao mercado, dado que a esta altura o raio de manobra para adoção de políticas mais duras já era extremamente estreito. As reservas internacionais já haviam se esgotado, do mesmo modo que era crítico o nível de estoques de matérias-primas estratégicas. De outro lado, os atrasados comerciais e financeiros iam se acumulando e as linhas interbancárias eram garantidas por operações

especiais dos grandes bancos americanos. Neste contexto, é que devem ser entendidas a maxidesvalorização de fevereiro, a centralização cambial e o Decreto-lei nº 2065, de mudança na política salarial. Estas medidas corresponderam aos anseios dos banqueiros internacionais e do FMI, como prova de disposição ao ajustamento, por parte do Brasil.

Os anos de 1984 e 1985 confirmaram as características gerais das novas condições do mercado de crédito e da postura das autoridades brasileiras, que já estavam colocadas desde a moratória mexicana. Mesmo tendo gerado expressivo superávit comercial e efetuado o ajustamento às novas condições externas sob a tutela do FMI, o Brasil não conseguiu voltar ao mercado voluntário de crédito e nem obteve dinheiro novo por outras vias. Do mesmo modo, as autoridades brasileiras, mesmo já dispostas de maiores condições de negociação, não pareciam dispostas a contestar o papel do FMI ou o tipo de ajustamento realizado. O plano plurianual que chegou a ser negociado ao final de gestão Figueiredo e mesmo as negociações de Francisco Dornelles, não garantiam nenhum crédito novo, mas mantinham intato o arcabouço básico do ajustamento realizado até então e o monitoramento do Fundo. Por consequência, a transferência de recursos reais ao exterior deveria se prolongar por vários anos. Os mega-superávits comerciais seriam os avalistas deste processo.

É importante frisar que, a conduta das autoridades econômicas brasileiras frente à crise cambial não parece ter tido como ponto central uma análise quanto aos riscos de retaliação e ao perigo de perda de créditos de curto prazo. Em verdade, embora estes aspectos tenham tido seu peso, os elementos determinantes, desta nova etapa da administração do endividamento, foram a avaliação de que a crise seria breve e a tentativa de apresentar o País como parceiro confiável ao sistema financeiro internacional. A recorrente expectativa de retorno ao mercado voluntário de crédito denuncia a resistência das autoridades econômicas em aceitar o fato de que o padrão de financiamento da economia nos anos setenta foi efetivamente rompido no início desta década.

CAPÍTULO 11

**A POLÍTICA ECONÔMICA SOB
RESTRICÇÃO EXTERNA**

Este capítulo tem por objeto o estudo da política econômica na primeira metade da década de oitenta, realizada, como é sabido, sob forte restrição externa. Sua principal razão de ser é embasar o capítulo posterior, que se aterá à verificação da ruptura do padrão de financiamento do setor público. Para tanto, analisou-se a trajetória da política econômica do ajustamento "voluntário", passando pelo monitoramento do FMI e chegando ao ano de 1985. Dentre os vários aspectos das políticas de ajustamento coube destaque à contenção dos gastos e do crédito ao setor público. Secundariamente, procurou-se delimitar os principais pontos do debate econômico, bem como verificar as principais medidas implementadas no período.

2.1. INÍCIO DOS ANOS OITENTA: O AJUSTAMENTO VOLUNTÁRIO

A história econômica brasileira recente foi marcada pela crescente perda de raio de manobra da política econômica frente ao setor externo, especialmente no tocante aos fluxos financeiros. Um exemplo singular deste processo foi o chamado "experimento heterodoxo", promovido, em 1980, pelo então Ministro do Planejamento, Delfim Netto. Esta tentativa de promoção do crescimento acelerado e do controle da inflação durou, entretanto, apenas alguns meses. O desequilíbrio das contas externas obrigou a autoridade econômica a mudar a direção da política econômica, no rumo da recessão. Esta mudança evidenciou que a economia brasileira não possuía suficiente autonomia para fugir ao movimento recessivo experimentado, àquela altura, pela economia mundial. Em verdade, este ajustamento ao quadro externo foi voluntário apenas no sentido de que não ocorreu uma intervenção formal do FMI. A promoção de uma política econômica de corte ortodoxo resultou numa profunda recessão, em 1981, e produziu um reequilíbrio momentâneo das contas externas, cuja instabilidade seria notória logo a seguir.

2.1.1. Regresso à Ortodoxia

Ao final de 1979, Delfim Netto assumiu a Secretaria do Planejamento anunciando a promoção de uma política econômica expansionista, contrária à que seu antecessor tentara implementar. O "experimento heterodoxo" de Delfim objetivava, a um só tempo, conter o processo inflacionário, acelerar o crescimento da atividade produtiva e gerar superávits comerciais. As principais medidas adotadas foram a maxidesvalorização cambial de 30%, a pré-fixação das correções cambial e monetária, para todo o ano de 1980, a abertura de mercados cativos para a dívida pública e a adoção de controle de preços através do Conselho Interministerial de Preços (CIP). Como é sabido, esta estratégia fracassou. Internamente, a escalada inflacionária, a desenfreada especulação com estoques e o processo de desintermediação financeira, devido ao atraso das correções cambial e monetária, produziram enorme instabilidade. No entanto, a situação externa era a mais dramática, dando indicações claras aos agentes econômicos internos de que a política econômica não se sustentaria por muito tempo. A elevação das taxas de juros internacionais, a persistência da alta dos preços do petróleo, a recessão mundial e a resistência dos bancos credores em refinanciar a dívida brasileira determinaram a mudança de rumo.

Entre abril e novembro de 1980, diversas medidas e a própria condução das políticas monetária e fiscal, configuraram o abandono da heterodoxia em benefício de um ajustamento ortodoxo, embora ao nível do discurso ainda se sustentasse a viabilidade da política implantada ao final de 1979 e início de 1980. Já em abril, promoveu-se o estreitamento da oferta de crédito visando seu encarecimento. O crescimento das aplicações dos bancos comerciais, financeiras e bancos de investimento foi limitado em 45%, para todo o ano (1). Permaneceriam fora dos limites quantitativos ao crescimento do crédito apenas os repasses de recursos oficiais e os repasses de captações externas, via Resolução nº 63. Frente ao processo inflacionário, que apontava para o índice anualizado de 100%, esta medida representaria forte contenção do crédito interno. Além disto, procedeu-se à

(1) Resolução nº 605, de 02/04/80. Quando não existir indicação em contrário, resoluções, circulares e cartas-circulares serão do CMN e BC.

triplicação do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), o que também ia no sentido do aumento do custo do crédito interno, com conseqüente incentivo à busca de empréstimos externos. Note-se que esta opção da política econômica para incentivar a captação de recursos externos era radicalmente diversa da utilizada por Delfim até ali, que se baseava no barateamento do custo do crédito de origem externa (2).

Ainda no campo da política creditícia, novas medidas foram tomadas com o objetivo de garantir a elevação da taxa de juros interna. Em junho, além da elevação da taxa de redesconto do Banco Central, houve uma inflexão da política de "open market". As taxas de desconto das LTN pularam do nível de 16 a 18%, em abril, para patamares bem mais elevados, que atingiram 45,5% a 47,5% ao final do ano (3). Conjuntamente, a política monetária tornou-se fortemente contracionista. O crescimento da base monetária, em doze meses, declinou de 82%, em junho, para 57%, em dezembro. Também em meados do ano, foi baixado o primeiro de uma série de pacotes de corte do gasto público. Os investimentos das estatais programados para 1980 seriam cortados em 15%.

Além do recuo quanto a várias tentativas da política heterodoxa, como o controle dos preços privados e a manutenção da taxa de juro em nível reduzido, diversas medidas foram adotadas, no segundo semestre, com vistas a garantir a estabilidade nas contas externas, que a política anterior não permitira. Do lado comercial, instituiu-se IOF de 15% sobre as importações, para diluir as expectativas com respeito a uma nova maxidesvalorização e desincentivar o componente especulativo da demanda por produtos importados. Mais significativos, entretanto, foram o aumento do Orçamento do Fundo de Financiamento à Exportação (FINEX) para facilitar o crédito à produção de manufaturados exportáveis e a eliminação do Imposto sobre Exportações (4). Quanto ao fluxo de capitais de empréstimo, também várias medidas foram tomadas. Sobre a maioria dos produtos importados foram criadas restrições à forma de pagamento das operações. A Resolução

(2) GOLDENSTEIN, L. Da Heterodoxia ao EMI - a Política Econômica de 1979 a 1982, Campinas, 1985, mimeo. p. 77 e 78.

(3) Idem, p. 100. CONCEIÇÃO TAVARES, M. ALMEIDA, J.S.G. & TEIXEIRA, A. Sistema Financeiro e Crédito no Brasil, Rio de Janeiro, 1985, mimeo, p. 37 a 40.

(4) GOLDENSTEIN, L. Op. cit., p. 102.

n^o 638, de 24/09/80, fixou prazos mínimos para financiamentos de importações, de acordo com tipo e valor das mercadorias adquiridas. No tocante aos empréstimos em moeda, as operações através da Resolução n^o 63 tiveram suas liberações de recursos facilitadas. Além disto, concedeu-se às entidades do setor público a faculdade de captação de créditos através desta modalidade, o que teria muita repercussão no acentuado crescimento deste tipo de empréstimo em 1981 (5).

Ainda no tocante aos fluxos de crédito externo cabe destacar o papel da maxidesvalorização de 1979 sobre as decisões dos agentes econômicos. A descontinuidade cambial assinalou a ruptura da convenção sob a qual se realizavam os cálculos quanto ao custo em cruzeiros dos empréstimos externos. O próprio Delfim Netto tentou, após a maxi, restabelecer a regra de que a correção cambial seria igual à correção monetária, deduzida a inflação americana, através da pré-fixação de ambas correções. Contudo, a partir da maxi e das tensões colocadas para o Balanço de Pagamentos, as incertezas quanto a estes parâmetros acentuaram-se enormemente. Além de tornar os agentes privados ainda mais avessos à contratação ou manutenção de passivos em moeda estrangeira, envolvendo crescentemente o setor público na rolagem do estoque de dívida externa, a descontinuidade cambial acabou por piorar as condições de cálculo econômico (6).

Ao final de 1980, as contas externas representavam grande fracasso para a política econômica. A balança comercial registrou déficit de US\$ 2,8 bilhões, quase idêntico ao de 1979. A perda de reservas chegou a quase US\$ 3 bilhões, relativamente a dezembro de 1979. As empresas estatais enfrentavam dificuldades crescentes na captação de recursos externos, mesmo com a elevação dos "spreads" pagos aos bancos internacionais. Neste período, a estratégia de administração do estoque de dívida externa incorporou dois novos elementos. Um deles foi o endividamento de curto prazo, no financiamento do comércio, que neste período teve acentuado crescimento. O outro, foi a intensa utilização das agências do Banco do

(5) DAVIDOFF CRUZ, P. Dívida Externa e Política Econômica, a Experiência Brasileira nos Anos Setenta, São Paulo, Brasiliense, 1984, p. 145-149.

(6) TAVARES, M.C. & ASSIS, J.C. O Grande Salto para o Caos, Rio de Janeiro, Jorge Zahar, 1985, p. 69 a 74.

Brasil no exterior para captação de recursos de curtíssimo prazo no euromercado e reempréstimo a tomadores brasileiros (7).

Este processo de deterioração da posição do Balanço de Pagamentos levou o então Ministro Delfim Netto à Europa e aos Estados Unidos, em busca de novos financiamentos, no mês de outubro de 1980. Em novembro, configurou-se a inflexão definitiva da política econômica. Certamente, sob pressão dos banqueiros externos, os últimos resquícios da política econômica heterodoxa foram substituídos por medidas nitidamente ortodoxas. Iniciou-se assim, o que se chamou de "ajustamento voluntário" às restrições postas pelo setor externo. Voluntário, aqui, apenas no sentido de que não havia um acordo formal com o Fundo Monetário Internacional. Mas as diretrizes gerais da política econômica passaram a ser pré-condição à cessão de crédito pelos banqueiros internacionais.

No mesmo sentido, o ano de 1981 iniciou-se com a reformulação do discurso oficial. Passou-se a ressaltar a importância da elevação da poupança interna, dadas as dificuldades em se continuar reproduzindo a utilização de poupança externa, como nos anos anteriores. Em verdade, via desaquecimento do consumo interno, visava-se a obtenção de um equilíbrio nas contas comerciais, pré-condição para que os fluxos de créditos externo continuassem a refinar o estoque de dívida e os seus encargos. Dentre as principais medidas que conformariam os marcos gerais da política econômica para 1981, pode-se citar: a manutenção do controle quantitativo sobre o crédito, com expansão prevista em 50% (Resolução nº 669 de 17/12/80); abandono da pré-fixação das correções monetária e cambial; eliminação do redutor sobre as taxas de juros de diversos segmentos do mercado financeiro; limitação do crescimento da base monetária e dos meios de pagamento em 50%, para todo o ano; elevação do IOF sobre importações de bens e serviços de 15% para 25% e limitação do crescimento nominal dos investimentos das empresas estatais em 66% (8). Estas metas nominais se tornavam mais dramaticamente contracionistas frente à variação do IGP-DI, que fechava o ano de 1980 em 110,3%, com clara tendência aceleracionista nos últimos meses do ano.

(7) DAVIDOFF CRUZ, P. Op. cit., p. 137 a 145.

(8) GOLDENSTEIN, L. Op. cit., pp. 108-112. CONCEIÇÃO TAVARES, M., ALMEIDA, J.S.G. e TEIXEIRA, A. Op. cit., p. 40-41.

Junto ao aprofundamento de uma política econômica de corte ortodoxo, ao gosto dos banqueiros internacionais, as autoridades econômicas fizeram da política de crédito interno um poderoso instrumento no sentido de levar os tomadores internos de empréstimos a recorrer aos créditos externos. A liberação das taxas de juros na maioria dos segmentos do mercado financeiro, os limites quantitativos trimestrais ao crescimento do crédito interno (exceto repasses de recursos externos via Resolução nº 63 e repasses de fontes oficiais) e uma política agressiva de elevação da taxa de juros no mercado de dívida pública assinalavam a clara disposição das autoridades econômicas em manter alta a taxa de juros interna e restrito o crédito interno. O diferencial entre taxas internas e externas de juros, em favor das últimas, e a oferta liberada de créditos externos eram os incentivos à captação de recursos externos. Tanto foi assim que medidas específicas foram tomadas para facilitar os repasses de recursos captados através da Resolução nº 63 e limitar as operações lastreadas em cruzeiros das empresas de "leasing" e arrendamento mercantil (9).

Outros elementos também compunham esta nova fase da política econômica. Baixo o diagnóstico de que a inflação era causada pela demanda excessiva, as autoridades econômicas voltaram-se para o combate ao déficit público. Fizeram-no com a elevação da carga tributária, em especial Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) e Imposto de Renda-Pessoa Física (IRPF) e cortes nos gastos correntes, subsídios e investimentos do setor público. Os salários elevados e o consumo de bens duráveis também sofreram investidas por parte das autoridades econômicas. No tocante à balança comercial, além da liberação de excedentes exportáveis, vinculada à estratégia recessiva, as importações foram objeto de cuidados explícitos, como a fixação de tetos para compras externas ao setor privado e ao setor público.

(9) DAVIDOFF CRUZ, P. Op. cit., p. 91.

Este primeiro ano de ajustamento voluntário da economia brasileira resultou num superávit comercial de US\$ 1,2 bilhão e no estancamento da queda de reservas, ocorrida nos dois anos anteriores, com a retomada da captação de créditos externos. Isto se fez, entretanto, com custos sociais elevadíssimos. A produção industrial caiu 9,4% em relação ao ano anterior com destaque para bens de capital e de consumo durável. O Produto Interno Bruto sofreu queda de 3,3%. O índice de pessoal ocupado na produção industrial sofreu redução de 12,1%, entre dezembro de 1980 e igual mês de 1981 (10). Portanto, o primeiro ano em que foi implementada a política econômica do Fundo Monetário Internacional, embora de forma voluntária, resultou em recessão sem precedentes no pós-guerra e poucos resultados na Balança Comercial além de apenas postergar os problemas relativos ao imenso estoque de dívida externa.

2.1.2. A Crise Cambial

O ano de 1982 marcou a ruptura definitiva do padrão de financiamento externo que vigorou na década anterior. A condução da política econômica não se guiou apenas pela restrição externa, embora as bases lançadas no ano anterior tenham permanecido intatas. As autoridades econômicas procuraram promover alguma recuperação do nível de atividades e o gasto público cresceu, dada a importância das eleições de novembro para a manutenção do regime. Deste modo, o conhecimento da crise cambial e a adoção de medidas econômicas no sentido de readequar o País às novas condições tiveram que se adequar ao calendário eleitoral.

(10) Os dados sobre a produção industrial e o PIB são os revistos. Ver CONJUNTURA ECONÔMICA, vol. 41, nº 5, Rio de Janeiro, FGV, maio, 1987, p. 58 a 72. FIPE/CNPq, Análise Conjuntural do Emprego: Indicadores Diretos e Indiretos, Ano 5, nº 3, abril 1983.

Iniciou-se o ano com a promessa de relativa recuperação da atividade econômica. A questão externa continuava ocupando lugar essencial na política econômica. Projetava-se um superávit comercial de US\$ 3,0 bilhões e um influxo de empréstimos externos de US\$ 17,0 bilhões, o que viabilizaria o pagamento de juros e amortizações, além de aumento das reservas em US\$ 1,0 bilhão (11). As perspectivas quanto ao processo inflacionário eram de que ao final do ano, os preços não ultrapassariam 70% de variação, redução substancial frente aos índices de inflação de 1980 e 1981, 110,2% e 95,2%, respectivamente. Aquela altura esta meta parecia viável, dada a desaceleração dos índices de preços no último quadrimestre de 1981. Quanto ao produto interno, a recessão do ano anterior seria substituída por uma tênue recuperação. A viabilização destas metas seria conseguida com um conjunto de políticas que mantinham o desenho geral traçado no ano anterior, mas se propunham a ajustes localizados.

No tocante à política monetária, a diretriz era a expansão da base em não mais que 50%. Projetava-se, também, uma grande reversão quanto à dívida pública. Em 1981 a colocação de títulos federais junto ao setor privado atingiu cerca de Cr\$ 550 bilhões, valor superior à variação da base monetária no ano, que foi de Cr\$ 477,0 bilhões. Para 1982 previa-se uma colocação residual de títulos junto ao mercado e a colocação de Cr\$ 160 bilhões junto ao extra-mercado, ou seja, as entidades públicas (12). Esta intenção da política econômica parecia contraditória com seus próprios instrumentos setoriais de atuação. Com o objetivo de reduzir o grau de vulnerabilidade ao setor externo o governo implementava um programa de estímulo a setores prioritários - álcool, exportações e agricultura - que requeria pesados recursos orçamentários. Em realidade, a conjugação destas metas só seria possível com a redução de outros elementos do Orçamento Monetário e a efetivação de elevadíssimas transferências de recursos a partir do Orçamento Fiscal. Cabe também notar que, outra face da política econômica para 1982 era o corte das despesas do Tesouro, facilitado pelo processo de desvinculação de receitas levado a cabo desde 1980.

(11) GOLDENSTEIN, L. Op. cit., p. 115.

(12) ANDIMA, Carta da Andima, Janeiro de 1982, p. 13.

De outro lado, as novas regras para correção cambial e ativos financeiros pós-fixados previam variação similar aos índices inflacionários, sendo que as autoridades econômicas anunciariam as correções com dois meses de antecedência. Esta nova política de indexação tinha dois objetivos. Através da antecedência do anúncio, tentava-se controlar as expectativas com respeito à inflação futura. Além disto, havia um claro temor de que ocorresse um processo de desintermediação financeira, como já acontecera em 1980. A identidade entre o indexador financeiro e cambial e o índice de inflação impediria que isto tivesse curso.

No tocante à política cambial, as autoridades econômicas pretendiam antes restabelecer a confiança dos tomadores internos de empréstimos externos, cuja captação desejavam incentivar, que adotar postura mais agressiva quanto ao comércio. Acreditavam, sem dúvida, que os incentivos e subsídios creditícios seriam suficientes para proporcionar o estímulo necessário às exportações. Quanto às importações, dentre outras medidas, o Orçamento SEST determinou que as compras externas não excedessem o valor importado em 1981 (13).

Era, contudo, a política creditícia que merecia maiores atenções da política econômica. Um conjunto de medidas tomadas ao final de 1981 visava colocar-lhe os marcos gerais de desenvolvimento para o ano que se iniciava. A Resolução nº 717, de 21/12/81, limitava em 60%, para todo o ano de 1982, o crescimento bruto das aplicações dos bancos de investimento e sociedades de arrendamento mercantil. Fixava, também, o limite de 80% para a expansão das operações ativas das financeiras. A Resolução nº 718, do mesmo dia, limitava o crescimento das aplicações dos bancos comerciais médios e grandes em 50%. Estes limites não se aplicavam, contudo, ao crédito educativo, aos repasses de recursos de instituições oficiais não-monetárias e aos repasses de recursos externos captados ao amparo da Resolução nº 63. Tratava-se, portanto, de, ao mesmo tempo, reduzir o volume de crédito interno e elevar seu custo. Logicamente, o diferencial de taxa de juros, entre créditos internos e de origem externa, e a própria escassez de oferta interna direcionariam o tomador interno ao endividamento externo. Não era apenas

(13) BANCO CENTRAL DO BRASIL. Informação Mensal, Brasília, fevereiro de 1982, p. 5 e 6. As restrições também afetaram importações de petróleo, equipamentos e componentes para a informática e aquisições da Zona Franca de Manaus.

esta, entretanto, a maneira que as autoridades econômicas vislumbravam, como forma de incentivar captações externas. O orçamento SEST previa que o aumento dos empréstimos internos das estatais não poderia exceder os 5%. As captações externas seriam a única opção para estas empresas.

Neste campo, cabe especial destaque ao Banco do Brasil e à sua utilização como elemento de contração do crédito interno. Por ser o maior supridor individual de crédito do sistema e pelo fato de seus ativos serem considerados como fatores de expansão da base monetária, dada sua caracterização como Autoridade Monetária, o controle do ritmo de expansão de suas atividades ia de encontro a dois objetivos básicos da política econômica, a restrição ao crescimento da base monetária e do crédito interno. Em números, esta política se traduzia numa taxa de crescimento dos empréstimos bem inferior à variação prevista dos preços. Note-se que as autoridades econômicas planejaram toda esta restrição mesmo tendo em conta a importância decisiva do Banco do Brasil no crédito agrícola e no crédito ao setor exportador, dois elementos cruciais na estratégia governamental.

Ainda outro elemento fundamental da política econômica para 1982 era o incentivo oficial aos setores prioritários, na forma de linhas de crédito, subsídios e incentivos fiscais. O setor exportador era parcialmente beneficiado com os recursos do Fundo de Financiamento à Exportação (FINEX), com uma expressiva linha de redesconto e refinanciamento a manufaturados exportáveis, do Banco Central e com o crédito-prêmio do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) que absorvia significativa parcela da receita bruta deste tributo, a segunda maior dentre as receitas federais. Ao setor agrícola destinava-se a maior parte dos gastos das Autoridades Monetárias, especialmente com custeio, compras de trigo e política de preços mínimos, via Aquisições do Governo Federal. Também o Proálcool era grande sorvedor de recursos. Em verdade, a prioridade a estes setores prendia-se a uma determinada estratégia de combate aos problemas enfrentados na balança comercial. Pretendia-se viabilizar maiores exportações industriais e agrícolas e reduzir importações de trigo e petróleo, através da substituição por produção interna.

Os primeiros meses do ano não mostraram, entretanto, bom desempenho. A taxa mensal da inflação, que houvera sido de 3,8% em dezembro de 1981, elevou-se a mais de 6% nos dois primeiros meses do ano. Já a partir daí o mercado financeiro começou a passar por acentuada instabilidade, dado que as instituições carregadoras da dívida pública

contavam com grande quantidade de LTN em suas carteiras, compradas com expectativas de juros nominais declinantes, que não se efetivaram. Mas não era apenas pelo lado dos papéis pré-fixados que se fazia presente o clima de acentuada instabilidade. Havia uma divergência entre a variação do índice de preços e as correções monetária e cambial. A inflação, chegara a 28,3% no primeiro quadrimestre contra correções de 21,8%. A diferença colocava em xeque a própria estratégia da política econômica de influenciar as expectativas inflacionárias através da fixação dos indexadores dos meses subsequentes. O dilema que se colocava era o de fixar as próximas correções mensais acima dos 5% do mês ou deixar patente que o indexador financeiro, ao final do ano, ficaria bem aquém da inflação. No primeiro caso as expectativas aceleracionistas estariam sancionadas; no segundo, os riscos de desintermediação financeira, e a expectativa de nova maxidesvalorização, se aguçariam. Optou-se pelo meio termo. Para maio e junho o indexador previamente anunciado seria de 5,5%, o que, aliás, não resolveu nenhum dos problemas colocados.

No tocante à atividade produtiva, a política econômica utilizada vinha propiciando uma tênue recuperação. A produção industrial, em maio, era 3% superior à média do ano anterior e se elevava ao patamar vigente no primeiro semestre de 1981. O nível de emprego, porém, permanecia estagnado. O pessoal ocupado na produção era, em maio de 1982, 4,7% inferior à média do ano anterior, que, como vimos, já fora um ano altamente recessivo^(14). As empresas vinham sendo extremamente cautelosas no tocante a novas contratações. Note-se que a política governamental diferenciava os bens duráveis de consumo das outras categorias de uso através da maior liberdade à expansão do crédito a estas atividades. Prova disto é que, com as Resoluções 730 e 731, de 28/04/82, as financeiras foram excluídas dos limites quantitativos ao crédito e tiveram redução do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), ambas medidas apenas no que diz respeito ao consumo final.

(14) INSTITUTO DE ECONOMIA INDUSTRIAL, Boletim de Conjuntura Industrial, vol. 3, nº 2, Rio de Janeiro, abril de 1983, p. 29-47.

Quanto à expansão do crédito, a política governamental obteve sucesso. No primeiro semestre, os empréstimos concedidos ao setor privado cresceram 42,2%, taxa inferior à elevação do Índice Geral de Preços, que foi 47%. O Banco do Brasil e os bancos de investimento expandiram seus empréstimos em 22,0% e 25,9%, respectivamente. Já os bancos comerciais conseguiram expandir seus créditos em 45,6%, número próximo à taxa de inflação do período. Este crescimento chocava-se com os limites quantitativos para o primeiro semestre, que variavam entre 21%, 16,6% e 14,5%, dependendo do porte do banco (Circular nº 733, de 18/03/82). Em verdade, as operações sujeitas a teto dos bancos comerciais cresceram apenas 15,8%. Isto se explica pela busca, por estes bancos, de fontes de recursos não sujeitas ao controle oficial. Assim, as operações ao amparo da Resolução nº 63 foram a principal fonte de recursos dos bancos comerciais com variações no semestre, de Cr\$ 729,9 bilhões, ou seja, 58,9% de crescimento sobre o saldo de dezembro de 1981. Os repasses de recursos oficiais (Cr\$ 494,7 bilhões) depósitos à prazo (Cr\$ 374,4 bilhões) e depósitos à vista (Cr\$ 218,8 bilhões) vieram a seguir (15).

No campo das finanças públicas, a prolongada recessão afetou negativamente as receitas tributárias e de outras entidades do setor público. Já ao final de 1981, o Decreto-lei nº 1910 elevou a alíquota de contribuição previdenciária para patrões e empregados, para cobrir o déficit do sistema de previdência social. O restante foi coberto com aumento da alíquota do IPI sobre artigos supérfluos e emissão de Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN) especiais. Os problemas, entretanto, multiplicavam-se tanto que, em 25 de maio de 1982 o Decreto-lei nº 1940 criou o Fundo de Investimento Social (FINSOCIAL), a ser alimentado com uma taxa de 0,5% sobre o faturamento das empresas e gerido pelo BNDE, que, a partir dali, passaria a chamar-se Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) (16). O Governo Federal não conseguia dar conta dos problemas que a recessão ia colocando à estrutura de financiamento de diversas esferas do setor público.

(15) BANCO CENTRAL DO BRASIL, Informativo Mensal, Brasília, julho de 1982, p. 5.

(16) A época aventou-se que o Fundo teria, em verdade, a função de cobrir o déficit do BNDE.

A questão crucial era, entretanto, relativa ao setor externo. Na realidade, a balança comercial, donde se esperava um superávit de US\$ 3,0 bilhões, em 1982, apresentou desempenho decepcionante no primeiro semestre. O excedente de exportações sobre importações foi de apenas US\$ 255 milhões. As exportações, apesar de crescerem 5,2% em volume, tiveram seu valor reduzido em 9,9%. As boas safras americanas de soja, milho e laranja, a queda do preço internacional do açúcar e a queda quase generalizada dos preços das "commodities", devida à recessão e aos juros elevados, explicam boa parte deste comportamento (17). Ficava claro, portanto, que não se poderia contar com superávit expressivo em 1982, o que inviabilizava a programação para o Balanço de Pagamentos, anteriormente realizada. A própria manutenção do nível de reservas dependeria de captação adicional de empréstimos, relativamente ao que se previra no início do ano. O quadro era ainda mais grave devido à situação que o mercado financeiro internacional atravessava. A suspensão de pagamentos da dívida argentina, subsequente à guerra das Malvinas, assinalava a agudização dos problemas que já vinham, há tempos, instabilizando o mercado. Em verdade, o cenário pré-moratória mexicana já dava os contornos da crise, com o ritmo de expansão dos empréstimos internacionais entrando em franco declínio.

Em junho, algumas medidas na área do crédito externo denunciavam as intenções governamentais de compensar o menor superávit comercial com maiores captações de empréstimos externos. A Circular nº 700 autorizou o repasse de créditos obtidos através de operações nos termos da Resolução nº 63 por prazo mínimo de 90 dias, e com custo pré-fixado, para capital de giro, isentando o tomador final do risco cambial. A Circular nº 708 possibilitou a abertura de um mercado interbancário de troca de recursos captados através da Resolução nº 63. No mesmo sentido a reunião do Conselho Monetário Nacional de 16/06/82, através da Resolução nº 741, flexibilizou enormemente a movimentação dos depósitos em moeda estrangeira, realizados nos termos da Resolução nº 432, que estava condicionada ao pagamento de juros e amortizações, desde a máxidesvalorização de

(17) GOLDENSTEIN, L. Op. cit., p. 116.

final de 1979 (18)

No início do segundo semestre, as autoridades econômicas deram prova inequívoca de que as contas externas e a garantia de rendimentos reais no mercado financeiro tinham prioridade sobre a luta anti-inflacionária. Frente ao repique da inflação de junho, que atingiu 8,0%, as correções monetária e cambial se encontravam fortemente defasadas, em relação à meta de identidade para com o índice de inflação. O IGP havia atingido variação de 47,0%, no primeiro semestre, contra correções de 35,6%, no mesmo período. Pressionadas pelas perspectivas de desintermediação financeira interna e pelo temor quanto aos resultados do comércio exterior, as autoridades econômicas sinalizaram ao mercado financeiro a intenção de promover uma política interna de juros reais elevados e uma política agressiva no tocante ao setor externo. As correções foram, deste modo, fixadas em 7% para setembro, outubro e novembro. É bem verdade que estes indexadores estavam dissociados da inflação para os mesmos meses, dado que as taxas foram de 3,7%, 4,8% e 5,0% mas o que importava, àquela altura, não era a luta anti-inflacionária, e sim, o mercado financeiro e o setor externo⁽¹⁹⁾.

(18) Também no sentido de equacionar os problemas externos, o Conselho de Desenvolvimento Econômico (CDE), em 08/07/82, reduziu o teto de importações das estatais - exceto trigo e petróleo - de US\$ 3680 milhões para US\$ 3030 milhões. Ver: BANCO CENTRAL DO BRASIL, Informativo Mensal, Brasília, julho de 1982, p. 8.

(19) CONCEIÇÃO TAVARES, M., ALMEIDA, J.S.G. e TEIXEIRA, A. Op. cit., p. 43. Sobre a Resolução nº 432, ver Capítulo III.

Em reunião no dia 12 de agosto, o Conselho Monetário Nacional voltou à carga. Com o objetivo de segurar as expectativas altistas que iam se formando no mercado financeiro, em cima dos títulos pré-fixados, a Resolução nº 752 instituiu a obrigatoriedade de pós-fixação de operações ativas e passivas dos bancos comerciais e de investimento. A Resolução nº 756 estabeleceu limites de 5% e 15% dos empréstimos sujeitos a tetos, para aplicação em debêntures por bancos comerciais e de investimentos, respectivamente, objetivando restringir ainda mais o crédito de origem interna e abrir novos espaços no mercado financeiro, para uma política mais agressiva de colocação de títulos públicos. Por sua vez, a Resolução nº 754 instituiu a destinação de 10% e 5% dos empréstimos sob controle quantitativo dos bancos comerciais e de investimento para o crédito ao setor agrícola. Esta última medida visava, sobretudo, liberar as Autoridades Monetárias de uma parte da pesada responsabilidade que o crédito rural vinha representando e reduzir o volume de crédito subsidiado, na medida em que os empréstimos tomados junto aos bancos comerciais, seriam corrigidos pela inflação plena. As Resoluções nº 756 e 754 acabavam, também reduzindo a oferta de crédito de origem interna aos setores industrial e comercial por limitar o mercado de debêntures e diminuir a faixa a eles reservada pelos bancos comerciais e de investimento. O sentido de reforçar as captações de recursos externos seria ainda reafirmado com a Resolução nº 755, que exigia a contrapartida de captação de empréstimos externos ou capital de risco pelas sociedades de "leasing" e arrendamento mercantil para obtenção de permissão para o lançamento de debêntures (20).

As repercussões destas medidas não foram pequenas. A indústria e o comércio viram cada vez mais exígua a faixa de crédito interno disponível. Concomitantemente, a taxa de juros atingia patamares elevadíssimos, não só pela oferta escassa de crédito, mas também pela alta remuneração oferecida pelos títulos públicos. As medidas econômicas haviam, também, dificultado o acesso a um dos melhores expedientes das empresas para fugir aos obstáculos colocados ao crédito bancário pelos controles quantitativos, as debêntures, cujo volume de emissão havia crescido de janeiro a setembro de 1982, 270,3% sobre igual período de 1981 (21). Também é crucial notar

(20) BANCO CENTRAL DO BRASIL, Relatório Anual, 1982, vol. 19, Brasília, 1983, p. 34-35.

(21) BANCO CENTRAL DO BRASIL, Informativo mensal, Brasília, outubro de 1982, p. 5.

que a partir da fixação das correções monetária e cambial acima dos índices de inflação avolumou-se a incerteza quanto à política cambial. O caótico cenário internacional também colaborava no aparecimento de sérias desconfiânças quanto à possibilidade de uma nova maxidesvalorização. A incerteza, aliada à boa remuneração oferecida no "open-market" conduzia as aplicações ao prazo mais curto possível.

Até agosto, a captação de recursos externos vinha sendo satisfatória, em termos de volume, embora incorrendo em altíssimos "spreads" e comissões. Neste mês, o total de recursos externos obtidos chegou a US\$ 1.998,9 milhões, sendo US\$ 1.665,8 milhões através da Lei nº 4131. O mês de setembro trouxe, entretanto, o momento culminante da instabilidade do sistema financeiro internacional. A moratória mexicana paralisou o mercado à espera da reunião anual do FMI, em Toronto, onde esperava-se que fossem adotadas soluções globais para o problema do endividamento, com a inserção efetiva dos países desenvolvidos, em especial os Estados Unidos da América. Embora nada tenha ocorrido neste sentido, o Brasil voltou a obter empréstimos externos, tendo na semana de 21 a 28 de setembro captado a quase totalidade dos US\$ 761,6 milhões conseguidos no mês - dos quais cerca de US\$ 200 milhões nos termos da Resolução nº 63. Segundo Antonio Gebauer, então vice-presidente para a América Latina do Morgan Guaranty Trust, à época em liberdade, estes recursos foram ofertados, em sua maior parte, pelos grandes bancos, dada a fuga do mercado empreendida pelos bancos menores (22).

A realização de acordos com o FMI já estava definida em setembro, embora as autoridades não o admitissem antes das eleições de novembro, como prova a seguinte passagem de um discurso do ex-Ministro da Fazenda Ernane Galvão. "Em setembro mesmo, em New York e Washington, foram lançadas as primeiras providências visando equacionar o problema brasileiro face à precipitação da crise financeira. A assistência financeira do Fundo Monetário Internacional parecia imprescindível não só pelo aporte de recursos do 'Financiamento Compensatório', como do 'Financiamento Ampliado' mas, também, por constituir condição essencial para o apoio da comunidade bancária internacional (23).

(22) REVISTA BANCÁRIA BRASILEIRA, nº 597, setembro de 1982, p. 20.

(23) GALVÃO, E. A Saga da Crise, Rio de Janeiro, Forense, 1985, p. 53.

Internamente, as medidas de política econômica iam na direção do ajustamento à crise. Logo depois da reunião do FMI e de consultas aos bancos internacionais, as autoridades econômicas implementaram novo pacote de medidas. Seus objetivos, segundo o presidente do Banco Central, eram a quebra das expectativas inflacionárias e a demonstração à comunidade financeira internacional de que, nas palavras de Carlos LANGONI: "o Brasil está disposto a adotar uma política de austeridade para solucionar seus problemas de Balanço de Pagamentos" (24).

A reunião do Conselho Monetário Nacional de 14/09/82, que implementaria o novo pacote de medidas teve que ser precedida da publicação do Decreto-lei nº 1959, que elevava o teto do recolhimento compulsório sobre os depósitos bancários. Isto possibilitou que, através da Resolução nº 762, o compulsório sobre depósitos à vista fosse aumentado para 45%, 40% e 36%, para bancos grandes, médios e pequenos, respectivamente. O arrocho creditício prosseguiu com a Resolução nº 761, que obrigava os bancos comerciais, de desenvolvimento e de investimento a recolher um compulsório de 5% sobre seus depósitos a prazo. Os compulsórios seriam realizados em ORTN e constituídos mediante um percentual sobre os novos depósitos captados. Além disso, a Resolução nº 763 limitava as financeiras a fornecer empréstimos apenas a pessoas físicas, fechando assim, outra brecha por onde o financiamento de capital de giro das empresas vinha se fazendo. Haja visto o esplêndido crescimento de 203,3% dos empréstimos totais das financeiras, no acumulado de doze meses até agosto (25).

(24) REVISTA BANCÁRIA BRASILEIRA, nº 597, setembro de 1982, p. 18.

(25) BANCO CENTRAL DO BRASIL, Informativo Mensal, Brasília, setembro de 1982, p. 3.

Vários foram os objetivos destas medidas. No campo da política monetária buscava-se diminuir o multiplicador bancário, possibilitando maior flexibilidade ao crescimento da base monetária. Ao lado disto, a própria política de contração da base seria facilitada pela ampliação do volume de recursos que os bancos teriam que aplicar obrigatoriamente em títulos públicos. A própria rolagem da dívida - problemática àquela altura - seria facilitada pela criação deste mercado cativo. No campo da política creditícia, procurava-se um estreitamento ainda maior do crédito de origem interna, com óbvias repercussões altistas sobre a taxa de juros. Estes dois elementos deveriam propiciar novo impulso às captações de empréstimos externos. Mas, como ficaria claro ao final do próprio mês de setembro, isto já não era possível num mercado financeiro internacional totalmente paralisado.

Ao lado do sentido geral da política econômica, marcadamente recessivo, várias outras medidas foram tomadas, com objetivos de curtíssimo prazo, quanto ao setor externo. Além de restrições para compra de dólares para viagens ao exterior, a importação de cerca de 1500 produtos foi proibida. Na mesma direção, de ampliar rapidamente o saldo comercial, a CADEX implementou um esquema de centralização das concessões de guias para importação, mediante seu grau de essencialidade (26). Outros esforços desesperados para obtenção de dólares também foram realizados, como a negociação de empréstimos onde 40% dos recursos se destinavam ao financiamento de equipamentos, além de condições extorsivas com "spreads" de 2,124% a 2,375% mais "commitment fee" de 0,5%, ou a redução de estoques estratégicos de petróleo efetivada pela PETROBRÁS (27). Além disso, o Banco Central baixou normas que ampliaram o prazo mínimo de financiamento para importações e instituiu um valor máximo para o pagamento da operação. Sem dúvida, não seria interessante que o alcance da crise externa fosse conhecido antes da realização das eleições.

(26) REVISTA BANCÁRIA BRASILEIRA, nº 597, setembro de 1982, p. 12.

(27) Procedeu-se, também, à venda contábil de equipamentos da Siderúrgica de Tubarão, que seriam, no mesmo momento arrendados à SIDERBRÁS. *Idem*, p. 19.

Os problemas das contas externas e a política interna francamente recessiva repercutiram especialmente no mercado financeiro, com forte impacto instabilizador. Vários elementos compunham este quadro. De um lado, o crédito de origem doméstica havia sido ainda mais limitado pelas medidas de setembro. O volume de crédito disponível - de origem interna e externa - apresentava forte retração devido à cessação de operações através da Resolução nº 63, que tinha sido o lastro de grande parte das operações de empréstimo, até setembro. Estes elementos, além do tradicional aquecimento da demanda por crédito no final do ano, reforçaram, ainda mais, a tendência altista dos juros internos. De outro lado, a crise cambial despertava expectativas quanto a novas descontinuidades na política cambial, muito embora o câmbio já estivesse correndo acima da inflação desde setembro. Isto provocava a fuga dos aplicadores para ativos dolarizados, dolar manual ou ORTN com cláusula de correção cambial, ao sabor das ondas de boatos e mudanças no estado das expectativas. O resultado era uma grande volatilidade das carteiras dos investidores. Ao lado disto, os agentes detentores de dívidas em moeda estrangeira procuravam fugir ao risco de nova maxidesvalorização, mediante o depósito dos cruzeiros correspondentes no Banco Central, nos termos da Resolução nº 432, cujo acesso havia sido flexibilizado, em junho, pela Resolução nº 741. Estes depósitos eram realizados, em sua maioria, com endividamento interno dos detentores de dívidas externas, redundando em nova pressão sobre a taxa de juro interna⁽²⁸⁾. Além da diminuição da oferta e da elevação da demanda por crédito, as taxas de juros encontravam-se em patamares elevadíssimos, pelo clima de incerteza que havia se instalado no país. Nesta situação é natural que os detentores de recursos só troquem as posições mais líquidas por um prêmio significativo, na forma de altas taxas de juros (29).

(28) DELFIM assina contratos em Paris. Gazeta Mercantil. São Paulo, 7 de outubro de 1982. MOURA DA SILVA, A. "Reflexões sobre a Crise: Qual a saída de Curto Prazo". In: MELLO, J.M.C. e BELLUZZO, L.G.M. EMI x Brasil - a Armadilha da Recessão, São Paulo, Forum Gazeta Mercantil, 1983, p. 155 a 158. AUMENTAM os Depósitos de Recursos Externos. Gazeta Mercantil. São Paulo, 21 de novembro de 1982.

(29) ALMEIDA, J.S.G. e TEIXEIRA, A. O ná Cega. Rio de Janeiro, IEI, 1983, pp. 21-22.

Sintoma de que a expectativa de má desvalorização era intensa, foi a própria atitude das autoridades econômicas, que ofereceram um mecanismo de "hedge" para tomadores de novos recursos externos. A Resolução nº 766, de 07/10/82, possibilitou que as empresas comprassem, a termo, ORTN com cláusula de correção cambial no mesmo valor de novos empréstimos externos ou ingresso de capital de risco. Esta medida, como tentativa de reduzir o risco para potenciais tomadores de crédito externo não surtiu efeito, dado que as captações, em outubro, atingiram US\$ 1,0 bilhão, em sua maioria através de operações negociadas pelas próprias autoridades econômicas, cessando a partir daí, por conta dos problemas com os bancos estrangeiros ofertantes de recursos. No entanto, a medida produziu outros resultados. Exacerbou as expectativas de que se estariam criando as condições para uma nova má desvalorização do cruzeiro.

A 25 de outubro de 1982, com a aprovação pelo Conselho Monetário Nacional, da "Programação para o Setor Externo em 1983", a política econômica deu o passo decisivo na direção do ajustamento às novas condições do mercado internacional de crédito e às diretrizes do receituário do FMI. Antes, contudo, de analisarmos estas questões, vejamos alguns aspectos essenciais na caracterização do ano de 1982.

O IGP-DI chegou ao final de 1982 acumulando a variação de 99,7%. A base monetária cresceu um pouco menos, ficando em 86,6%. Mas a política de redução da liquidez real, levada a cabo durante o ano de 1982, pode ser melhor aferida pela elevação de apenas 69,3% no saldo dos meios de pagamento. As medidas de elevação do encaixe bancário tiveram grande responsabilidade nisto, colaborando para frear a forte expansão que, tradicionalmente ocorre no final do ano. A pressão principal deu-se, sem dúvida, sobre os haveres monetários que cresceram apenas 72,2%. De outro lado, como medidas mais duras foram adotadas apenas no mês de setembro, sobre depósitos a prazo, debêntures e letras de câmbio, os haveres não-monetários evoluíram 148,4%, com destaque para letras de câmbio e ORTN.

A execução da política monetária é um ponto que merece maior atenção. Dentre os fatores de expansão da base monetária, os mais significativos foram: empréstimos do Banco do Brasil ao setor rural (28,3% do total) ao setor exportador (7,8%) e ao comércio e à indústria (12,2%), refinanciamentos do Banco Central a manufaturados exportáveis (9,6%), comercialização do trigo (7,7%), política de preços mínimos para agricultura - AGF (10,1%) e açúcar (6,9%). Dentre os fatores de contração da base o

destaque ficou para as transferências provenientes do Tesouro Nacional (35,8%) e operações da área cambial (29,7%). Portanto, as contas das Autoridades Monetárias sofreram pressão preponderante a partir dos setores agrícola e exportador. Apesar disto, foi possível realizar um resgate líquido de títulos públicos que acabou resultando em pressão expansionista de Cr\$ 217,6 bilhões (7,7%). Este resgate se deu junto ao extra-mercado, já que, junto ao setor privado, houve pequena colocação líquida de títulos. Este desempenho poderia parecer altamente positivo, frente às projeções de início de ano que previram a colocação líquida de Cr\$ 150,0 bilhões. Em verdade, foi o comportamento das operações da área cambial o determinante do resgate de títulos. Devido à queda das reservas, decorrente da crise do endividamento, e ao crescimento dos depósitos em moedas estrangeira, por conta da expectativa de maxidesvalorização, as operações da área cambial representaram significativo fator de contração da base monetária (30).

Outro elemento a viabilizar este resgate de títulos públicos foi a transferência de recursos do Orçamento Fiscal para as Autoridades Monetárias, a título de assumir encargos tipicamente fiscais que vinham sendo realizados pelo Banco Central e pelo Banco do Brasil. Dos Cr\$ 679,6 bilhões transferidos, Cr\$ 201,7 bilhões o foram a título de despesas com o trigo, Cr\$ 101,5 bilhões para pagar encargos de ORTN e Cr\$ 60,0 bilhões para fazer frente à devolução de 40% do Imposto de Renda Retido na Fonte, na remessa de juros da dívida externa, referente ao Decreto-lei nº 1411 de 1975. Estas transferências significaram 14,7% das despesas efetivas do Tesouro Nacional, tendo havido forte crescimento frente aos 11,3% transferidos em 1981 (31).

(30) Apesar do resgate líquido de títulos, o estoque em poder do público chegou a Cr\$ 8 trilhões, devido à indexação. INSTITUTO DE ECONOMIA INDUSTRIAL, Boletim de Conjuntura Industrial, vol. 3, nº 2, abril de 1983, p. 3.

(31) BANCO CENTRAL DO BRASIL, Relatório Anual, 1982, Brasília, 1983, p. 72.

Quanto ao desenvolvimento do crédito durante o ano, há que se registrar que foi o sistema monetário o mais afetado pela política econômica, tendo seus empréstimos ao setor privado crescido 88,7%, abaixo, portanto, da taxa de inflação. Note-se que as aplicações dos bancos comerciais cresceram mais que o nível de preços (102,5%), devido à utilização de fontes de recursos que não estavam sob o controle quantitativo governamental. Isto é facilmente comprovável através da constatação de que dentre os recursos dos bancos comerciais os mais significativos foram as captações externas ao amparo da Resolução nº 63, que contribuíram com Cr\$ 1450,9 bilhões e os repasses de entidades oficiais, com Cr\$ 1285,8 bilhões. Depósitos à vista, com Cr\$ 981,0 bilhões, e depósitos à prazo, com Cr\$ 667,0 bilhões⁽³²⁾, ficaram em clara desvantagem. Ao inverso dos bancos comerciais, o Banco do Brasil teve o crescimento de seus empréstimos ao setor privado restrito a 70,5%, devido à política de reduzir sua participação no mercado. Quanto aos créditos ao setor privado fornecidos pelo sistema não-monetário, o desempenho foi bem melhor, com crescimento de 135,3%, capitaneado pelas financeiras (245,5%) e Banco Nacional de Habitação (163,7%).

Os resultados da balança comercial também revelaram grande fracasso. Ao invés dos US\$ 3,0 bilhões de superávit planejados, foram registrados apenas Cr\$ 778 milhões, valor bem inferior ao ano do anterior. Embora as importações tenham caído 12,2% em valor, devido ao menor volume e à redução de 2,1% no índice de preços, o mau desempenho das exportações levou a um fraco desempenho da balança. O volume exportado caiu 13,4% em relação a 1981, enquanto o índice de preços teve redução de 3,1%. Sem dúvida, as condições críticas vividas pelo mercado financeiro, e pela própria economia mundial, foram os fatores determinantes deste fracasso da política econômica (33).

A recuperação da atividade econômica, ensaiada nos primeiros meses de 1982, também foi atropelado pela crise financeira internacional e pela crise de endividamento. O PIB apresentou crescimento de apenas 0,9%. Dentre as categorias de uso apenas os bens de consumo durável tiveram crescimento significativo, devido, principalmente, às facilidades creditícias. Já

(32) Idem, Informativo Mensal, janeiro de 1983, p. 3.

(33) Idem, Diretoria da área Externa, Op. cit., p. 51.

os bens de capital apresentaram nova queda, desta vez de 11%. Dentre os gêneros e setores da atividade industrial apenas a extrativa mineral, material de transportes e produtos de material plástico tiveram bom desempenho. No tocante ao emprego industrial, os resultados foram piores, sendo o nível de pessoal ocupado na produção 7% inferior ao ano anterior⁽³⁴⁾. Os dados não podem, entretanto, espelhar o nível de perplexidade que se instalou sobre a economia brasileira ao final do ano.

2.2. O Ajustamento Monitorado pelo FMI

O período compreendido pelos anos de 1983 e 1984 foi caracterizado pelo monitoramento da política econômica pelo FMI. O rompimento do mercado de crédito internacional e o clima de incerteza dele decorrente aprofundaram as tendências recessivas presentes desde 1980. A política econômica operou no mesmo sentido, colocando todos seus instrumentos a serviço do ajustamento externo e do cumprimento dos compromissos assumidos com o Fundo. No primeiro semestre de 1983, as autoridades econômicas, embora praticando uma política contracionista, agiram com certa negligência ante as metas acertadas com o Fundo. O rompimento do programa de ajustamento e a suspensão dos acordos de renegociação da dívida levaram os gestores da economia a uma submissão crescente ao FMI. O arrocho salarial e a contenção do crédito ao setor público foram peças essenciais na demonstração do compromisso do Brasil com o ajustamento. Deste momento até meados de 1984, o cumprimento das metas foi o objetivo supremo da política econômica, havendo lugar, inclusive, para uma fracassada tentativa de choque monetário-fiscal, no início de 1984. Com a proximidade do final do Governo Figueiredo a dubiedade tomou conta da política econômica. Ao mesmo tempo em que velhos compromissos com o Fundo foram satisfeitos os gastos públicos cresceram para finalização de obras, o que tornaria inviável o cumprimento das metas para 1984. Não há dúvida de que os superávits comerciais conseguidos, possibilitaram uma recuperação do raio de manobra das autoridades econômicas na renegociação da dívida externa.

(34) INSTITUTO DE ECONOMIA INDUSTRIAL, Boletim de Conjuntura Industrial, vol. 3, nº 2, abril de 1983, p. 27-49.

2.2.1. Diagnóstico e Propostas da Política Econômica do Fundo

A política econômica implementada no ano de 1983 teve seus traços gerais delineados já em 25 de outubro de 1982, com a aprovação, pelo Conselho Monetário Nacional, da "Programação do Setor Externo para 1983". Como comentado anteriormente, o sentido geral da política econômica não seria outro senão o de propiciar um superávit comercial de US\$ 6,0 bilhões, que possibilitaria a redução do déficit em transações correntes a um nível condizente com o novo patamar de disponibilidade de crédito externo. Tal superávit seria viabilizado por um crescimento de 9,5% das exportações, que passariam a US\$ 23,0 bilhões e, principalmente, por uma queda de 17,1% nas importações, que não ultrapassariam a marca de US\$ 17,0 bilhões. A contenção das importações seria realizada através de um corte de 29% nas compras do setor público e de 21% nas aquisições externas do setor privado, além de uma queda prevista de US\$ 1,1 bilhão nos gastos com petróleo, devido à substituição, redução do consumo energético e aumento da produção nacional (35).

Ao lado destas metas para o setor externo da economia, o mesmo documento estabeleceria um conjunto de políticas fiscais e monetárias que conteria o processo inflacionário e, ainda, repercutiria positivamente sobre contas externas, através da "redução do excesso de demanda agregada"⁽³⁶⁾. Na área monetária, a elevação do compulsório bancário sobre depósitos à vista e sua aplicação sobre depósitos a prazo, junto aos limites quantitativos ao crescimento do crédito, deveriam assegurar o controle da expansão dos meios de pagamento e do crédito global. No campo fiscal, a compressão real, em 4%, do investimento público e a diminuição de subsídios e incentivos fiscais seriam elementos cruciais na redução do déficit público⁽³⁷⁾ de 5,7% do PIB, em 1982, para 2,5%, em 1983, e 1,5% em 1985.

(35) CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. Programação do Setor Externo para 1983, Brasília, 1982, p. 5.

(36) Idem, ibidem, p. 7.

(37) Este é o déficit público calculado pelo Brasil, à época, nada tendo de semelhante com o conceito do FMI.

Acenava-se, também, com uma política cambial de minidesvalorizações reais, sem descontar a inflação externa, correção monetária realista e taxas de juros reais, mas decrescentes, devido à queda das taxas de juros do mercado internacional e à redução da pressão do setor público (38).

Este era, entretanto, apenas um primeiro rascunho da política econômica que viria a ser implementada sob os auspícios do FMI. De 29 de novembro a 16 de dezembro de 1982 uma Missão do Fundo discutiu com as autoridades econômicas brasileiras a situação da economia e um programa de ajustamento interno e externo. O relatório do "staff" ao "board" do Fundo espelha o seu diagnóstico com respeito à crise do Balanço de Pagamentos brasileiro e aponta as medidas necessárias ao seu equacionamento. Como não poderia deixar de ser, dado o arcabouço teórico que está por trás das políticas do FMI (39), o diagnóstico era de que várias distorções, acumuladas nos últimos anos, elevaram excessivamente a absorção interna e obscureceram o livre jogo das forças de mercado. Os investimentos das empresas estatais cresceram desmedidamente. Os salários protegidos pela indexação semestral e auferindo ganhos acima do crescimento real da produtividade, pressionaram custos salariais e demanda agregada. Restrições cambiais e tarifárias, subsídios creditícios à agricultura e exportação e preços subsidiados de derivados de petróleo e trigo problematizaram a melhor eficiência na alocação de recursos. Além disso, acumulou-se um grande estoque de dívida externa, contraída para sustentar a excessiva absorção interna.

Em contraposição, o ajustamento proposto para o período de 1983 a 1985 seria o início de uma nova etapa de desenvolvimento. Neste período, haveria a substituição de parte da poupança externa por poupança genuinamente doméstica. Isto se refletiria na contração do déficit em transações correntes, que fora de 4,6% do PIB, em 1982, aos 2,2% do PIB. Esta redução de 2,4% do PIB, na utilização de poupança externa, seria viabilizada pela queda de 1,1% do PIB na formação bruta de capital fixo, especialmente do setor público, e pelo incremento de 1,3% do PIB da poupança interna. O consumo interno, que se levava de 77,9% em 1977 para

(38) CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. Op. cit., p. 7.

(39) Sobre as concepções econômicas do FMI ver: VILLARREAL, R., A Contra Revolução Monetária, Rio de Janeiro, Record, 1986. LICHTENSZTEJN, S. e BAER, M. Fundo Monetário Internacional e Banco Mundial, São Paulo, Brasiliense, 1987.

81,2% do PIB em 1982, também teria que cair, a 80,4% do PIB, no ano de 1983, mantendo a tendência de queda no decorrer do programa de ajustamento. A idéia básica era de que a excessiva absorção interna teria que ser revertida nas novas condições de acesso à poupança externa. Admitia-se, contudo, que a implementação do programa traria uma dura recessão à economia brasileira. A previsão era de que a queda do PIB giraria em torno dos 3,5% no ano de 1983. Já nos dois anos subseqüentes, a elevação do produto seria de 2% e 4%. Grande melhoria seria alcançada no tocante à inflação, que havia atingido cerca de 100% ao final de 1982. Previa-se queda para 70%, em 1983, e 40% e 20% nos anos seguintes (40).

O relatório do "staff" do Fundo delimitava, também, os componentes mais importantes da política econômica a ser executada. A política fiscal assumiria papel de destaque. As necessidades de crédito do setor público não poderiam ultrapassar 7,95 do PIB, ou seja, pouco mais que a metade dos 13,8% alcançados em 1982 (41). Para tanto, seriam elevados os impostos e preços públicos e reduzidos subsídios (42) e investimentos (43). No tocante à política monetária, deveriam ser controlados os créditos subsidiados aos setores prioritários. O crédito interno líquido das Autoridades Monetárias seria contraído em 25% reais, frente à expansão de

(40) FMI-STAFF, "Avaliação Técnica". In: Revista de Economia Política, vol. 3, nº 4, São Paulo, Brasiliense, 1983, p. 150 a 156.

(41) Note-se que este foi um cálculo preliminar, os números finais indicaram um déficit público no conceito do FMI, de 16,8% do PIB, em 1982.

(42) O subsídio ao trigo cairia em 40% e ao açúcar em 15%. O subsídio ao consumo de derivados de petróleo seria extinto pela elevação real do preço em 20%, no ano de 1983, logo após reajuste de 16 a 18% no dia 29 de dezembro de 1982. Ver FMI-STAFF, Op. cit., p. 16 e 17.

(43) Estes ganhos seriam obtidos com medidas tomadas em 1982, tais como: FINSOCIAL, modificações no Imposto de Renda - como a correção monetária do parcelamento do imposto a pagar para pessoas jurídicas, aumento da alíquota do IPI sobre fumo e bebidas. Os investimentos das estatais também sofreriam corte profundo. Os mais afetados seriam: siderurgia (57%), transportes (28%), hidroeletricidade (23%) e nuclear (22%). Ver: FMI-STAFF, Op. cit., p. 24 a 27. e PREVISTO aumento de Cr\$ 2,5 trilhões na receita do Tesouro este ano. Folha de São Paulo, 26 de fevereiro de 1983.

37% ocorrida no ano anterior (44). Os salários seriam outro elemento crucial. A folha de pagamentos da administração pública e das estatais seria limitada e haveria modificação no INPC para "excluir efeitos da aceleração da depreciação da moeda e para os aumentos corretivos de preços, bem como para facilitar mudanças nos preços relativos em transações internas e internacionais" (45). Quanto à área externa, o relatório do "staff" repetia as metas da "Programação para o Setor Externo em 1983", mas colocava novidades em relação à política cambial. A correção mensal do câmbio seria 1% superior à inflação doméstica. O Fundo indicava, portanto, uma elevação na relação câmbio-salário para melhorar o desempenho da balança comercial.

Significativamente, no dia de partida da Missão do Fundo, foi realizada uma reunião do Conselho Monetário Nacional que, além de implementar cortes nos subsídios, aprovou o Orçamento Monetário para 1983⁽⁴⁶⁾. A compatibilidade deste, com o documento do "staff" do FMI não poderia deixar de ser muito pronunciada. É interessante observar alguns de seus aspectos mais importantes. A redução do déficit público, segundo o Orçamento Monetário, seria elemento central no combate ao desequilíbrio externo e ao processo inflacionário. A transferência de Cr\$ 2,4 trilhões do Orçamento Fiscal para despesas de natureza fiscal das Autoridades Monetárias traria grande colaboração à execução da política monetária contracionista, consubstanciada na contenção do crescimento da base monetária e dos meios de pagamento ao nível de 60%. A limitação à expansão dos créditos do Banco do Brasil, em 60%, e do Banco Central, em 72,4%, também atuariam neste sentido. Marginalmente, o Orçamento Monetário se reservava alguns graus de liberdade na condução da política creditícia. As atividades prioritárias - setores energético, agrícola e exportador - receberiam um volume de crédito superior ao ano anterior, em até 77%. Acima, portanto, da taxa de inflação prevista. Também os empréstimos do sistema financeiro aos setores público e privado teriam elevação real, com teto previsto em 83%.

(44) FMI-STAFF, Op. cit., p. 27 a 31.

(45) FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL-BRASIL. "Relatório do 'staff' para consulta do Artigo IV". In: GALVÊAS, E. A Crise Mundial e a Estratégia Brasileira de Ajustamento do Balanço de Pagamentos. Brasília, Pronunciamento no Senado Federal, 23 de março de 1983. p. 97 a 167, p. 118.

(46) BANCO CENTRAL DO BRASIL. Informativo Mensal nº 29, Brasília, dezembro de 1982, p. 6.

A 6 de janeiro, o Brasil formalizou entendimentos com o FMI através de uma Carta de Intenções e de um Memorando Técnico de Entendimento. A primeira seguia, em termos gerais, as linhas traçadas pelo relatório do "staff". De outro lado, o Memorando era o instrumento relevante para o monitoramento que o Fundo faria da economia brasileira. Dele constavam os conceitos e as metas trimestrais a serem cumpridas no ano de 1983, que consubstanciavam os chamados "critérios de desempenho". Seguem-se os critérios, redimensionados após a maxidesvalorização:

a) o déficit global do Balanço de Pagamentos, a ser aferido através da variação da posição de Reservas Internacionais das Autoridades Monetárias. A meta era zerá-lo até o final do ano.

b) as necessidades de financiamento do setor público não financeiro a serem medidas através dos agentes financiadores de todas as esferas de governo. A meta de Cr\$ 7,0 trilhões (7,9% do PIB) foi revista no Adendo à Carta de Intenções de 24 de fevereiro, tendo em vista a maxidesvalorização e os dados definitivos sobre as necessidades de financiamento de 1982, que pularam de 13,8% para 16,9% do PIB. A nova meta foi fixada em Cr\$ 8,8 trilhões (8,8% do PIB).

c) o crédito interno líquido das Autoridades Monetárias, medido pela diferença entre os passivos do setor privado e os ativos internacionais líquidos das Autoridades Monetárias. Neste caso, devido à revisão da expectativa inflacionária, decorrente da maxidesvalorização, a meta de final de ano foi aumentada de Cr\$ 5.800 bilhões para Cr\$ 8.300 bilhões.

d) a evolução do endividamento externo, medido pela diferença entre desembolsos e amortizações de médio e longo prazos dos setores público e privado, além de alterações na dívida de curto prazo dos bancos comerciais. A meta era não ultrapassar os US\$ 6,0 bilhões ao final do ano.

e) pisos para a desvalorização cambial, que deveriam ser de 1% além do IGP a cada mês. Ao final do ano a desvalorização cambial deveria ser de ao menos, 12,7% a mais que o IGP.

No Memorando Técnico não estavam explicitadas metas quanto ao superávit comercial, déficit em transações correntes ou taxa de inflação, mas as projeções quanto ao comportamento destes parâmetros estavam embutidas nas metas estabelecidas. Entre a primeira Carta e o Adendo a

inflação foi revista de 78% para 100%, na média anual, tendo em conta o impacto da mádesvalorização (47).

2.2.2. A Negligência Brasileira e a Suspensão do Programa de Ajustamento

Esta éra, em linhas gerais, a política econômica acertada entre o Brasil e o FMI. Cabe questionar o grau de comprometimento das autoridades brasileiras para com esta política. Sem dúvida, a área econômica do governo tinha firme convicção de que o Brasil teria que passar por uma severa contenção e gerar expressivo superávit comercial a curto prazo. As diretrizes impostas pelo Fundo iam, entretanto, muito além deste desenho geral, versando sobre políticas salarial, creditícia, fiscal e comércio exterior, além de estabelecer metas quantitativas verdadeiramente draconianas. Elas acabaram sendo aceitas, de uma parte, porque havia a crença de que seriam facilmente renegociáveis, mantido o sentido geral da política econômica. De outro lado, a estratégia brasileira de enfrentamento da crise exigia uma ponte entre o momento de crise e o breve retorno do mercado financeiro internacional ao seu funcionamento normal. Este trajeto passava, obrigatoriamente, pelo aval do FMI, essencial ao fechamento do plano de financiamento externo para 1983.

(47) BRASIL, "Memorando Técnico de Entendimento" (à 1ª Carta de Intenções). In: Revista de Economia Política, vol. 3, nº 4, São Paulo, Brasiliense, 1983, p. 144 a 148. BRASIL, "ADENDO à (1ª) Carta de Intenções". In: Revista de Economia Política, vol. 3, nº 4, São Paulo, Brasiliense, 1983, p. 148 a 150. HORTA, M.H.T.T. e FERREIRA DA SILVA, J.C. "As Negociações Financeiras Internacionais do Brasil pós-FMI". In: Revista de Economia Política, vol. 4, nº 3, São Paulo, Brasiliense, 1984, p. 25.

Já ao final de 1982, diversos elementos apontavam para a absoluta inexequibilidade das metas acertadas com o FMI. O choque de preços administrados, aplicado ao final do ano, com substantivos aumentos dos derivados de petróleo, álcool, energia elétrica, trigo e açúcar não seriam, é certo, seguidos de uma inflexão da escalada inflacionária como previam as metas nominais para as necessidades de financiamento do setor público (NFSP) e o crédito interno líquido (CIL). No caso das NFSP, apenas a correção monetária, para uma inflação de 70%, bastava para esgotar os tetos de expansão negociados. Qualquer elevação maior do nível de preços aprofundaria o gigantesco corte de gastos necessário para o cumprimento das metas (48). De outro lado, o corte de subsídios agrícolas promovido pela reunião do Conselho Monetário Nacional de 16 de dezembro não era mais que uma encenação, dado que os juros foram pré-fixados em 65%, tendo em vista a inflação planejada de 70%. Todos esperavam que a inflação se acelerasse para além dos 100% verificados em 1982, o que faria o subsídio avolumar-se novamente. Portanto, a factibilidade das metas, ou o compromisso em buscar o seu cumprimento, importavam muito menos que chegar a qualquer acordo com o FMI.

Não bastassem todos estes percalços, a política econômica teve que enfrentar sérios problemas com o câmbio. A necessidade do incremento do saldo comercial somou-se à regra cambial definida pelo FMI para promover um forte movimento especulativo contra a paridade cambial. Águda preferência por ativos dolarizados, fuga de passivos em moeda estrangeira, antecipação de importações e postergação de exportações compunham um quadro altamente complexo, dando o exemplo mais claro da instabilidade dos padrões de preços e rendimentos vivida pela economia (49). A maxidesvalorização de 18 de fevereiro serviu para demonstrar aos credores o compromisso com o ajustamento externo, como discutido no capítulo anterior, mas também acabou sendo o sancionamento das expectativas dos agentes internos. As autoridades econômicas anunciaram que, depois da maxi, as correções cambial e monetária seriam equivalentes à variação do Índice Geral de Preços (IGP) (50).

(48) BACHA, E. "Prólogo para a Terceira Carta". In: MELLO, J.M.C. & BELLUZZO, L.G.M. Op. cit., p. 113 a 128.

(49) ALMEIDA, J.S.B. & TEIXEIRA, A. Op. cit., p. 23 a 33.

(50) Resolução nº 802 de 10/03/83. Idem, loc. cit.

A nova paridade cambial fez com que o Brasil enviasse ao FMI um Adendo à Carta de Intenções, datado de 24 de fevereiro. A taxa esperada de inflação foi redimensionada para 90%. As metas para as Necessidades de Financiamento do Setor Público e Crédito Interno Líquido das Autoridades Monetárias também foram reestimadas com base na nova previsão de evolução dos preços. As novas metas eram ainda mais restritivas, tendo em vista que era óbvio que a inflação iria muito além dos três dígitos, depois de sucessivos cortes de subsídios e choques de preços públicos, câmbio e, novamente, preços públicos, devido à maxi. Aos olhos do Fundo, uma maxi tem que ser seguida de medidas de arrocho nas políticas monetária e fiscal que indiquem aos agentes a intenção governamental de impedir que a escalada de preços internos anule a modificação da estrutura de preços promovida pela maxi. Na medida em que as autoridades brasileiras estavam muito mais interessadas em fechar o acordo com os credores que em fixar metas factíveis, era importante reforçar a demonstração de irrestrito comprometimento com o receituário do Fundo.

Em meio ao ajustamento recessivo, produzido pelas autoridades econômicas para geração de superávits comerciais, um aspecto despertou intenso debate, a taxa de juros. Dado que o volume de empréstimos externos era fixado pelas negociações globais, parecia haver espaço para reverter a política de taxas de juros elevadas, levada a cabo desde 1977, para incentivar a captação externa mediante um bom diferencial entre taxas internas e externas. Isto não ocorria, entretanto, devido à importância de taxas elevadas à política recessiva. Além disso, a existência de grande volume de passivos cambiais de posse das empresas ou a estas pertencentes, mas depositados no Banco Central nos termos da Resolução 432 da Circular 230, dava lugar a uma nova forma de vinculação entre o crédito externo e o interno. Estabelecia-se, assim, um nível de juros ainda mais elevado que o necessário para a execução da política recessiva.

A crise do endividamento e a latente tensão cambial acabavam por colocar um piso à taxa de juros interna. Se esta descesse abaixo do custo esperado da manutenção de um empréstimo externo - dado pelo juro externo, Imposto de Renda sobre remessa de juro e um componente associado à diferença entre correção monetária e cambial - haveria um movimento dos detentores de créditos externos no sentido da contratação de dívidas internas para efetivação de depósitos denominados em moeda estrangeira junto ao Banco Central. A taxa de juro interna sofreria nova elevação devido a este crescimento da demanda por crédito interno. Do mesmo modo, se o juro interno excedesse significativamente o custo

esperado do crédito externo, os detentores de depósitos em moeda estrangeira sacariam seus recursos do Banco Central, estabelecendo um aumento de liquidez e forçando a queda da taxa de juros (51). Não é preciso comentar as enormes dificuldades colocadas a partir deste quadro para a execução da política monetária. Mas é interessante verificar as tentativas governamentais de reduzir a taxa de juros pela viabilização de um "hedge" através das ORTN cambiais.

Em meio a um quadro fortemente especulativo, mesmo depois da maxidesvalorização, instalou-se um intenso debate sobre a desdolarização da economia brasileira, que nada mais seria que extinguir os passivos e ativos denominados em dólar dos agentes internos. Isto envolveria a transformação das ORTN cambiais em monetárias, o congelamento ou transformação em cruzeiros dos depósitos em dólar do setor privado no Banco Central e a conversão da dívida externa, dos agentes internos, em dívida em cruzeiros para com o Banco Central (52). As autoridades econômicas, também neste caso, preferiram administrar o problema a tentar dar-lhe uma solução. De um lado, buscou-se com a retomada da emissão de ORTN cambiais, aproveitar a volúpia do mercado em consumi-las para rolar mais facilmente a dívida pública - encobrindo a tendência de alta que teriam que comportar os lançamentos de LTN, mediante o aumento do deságio - e contornar a falta de credibilidade nas ORTN monetárias, dada a persistente expectativa de novas descontinuidades cambiais. De outro lado, o Banco Central procurou mitigar a escassez de crédito, devida à fuga dos agentes de passivos denominados em dólar, através de medidas paliativas como a Resolução nº 803 e a Circular nº 767, de 17/03/83, que estabeleceram a possibilidade de

(51) Por volta de outubro de 1983 haviam depositados no Banco Central cerca de US\$ 3,1 bilhões de créditos em moeda estrangeira pertencentes a instituições financeiras, US\$ 4,9 bilhões de empresas estatais e US\$ 2,5 bilhões de empresas privadas. A base monetária estava em US\$ 4,2 bilhões. Ver sobre a questão da vinculação da taxa de juros interna aos depósitos em moeda estrangeira: DORNBUSCH, R. e MOURA DA SILVA, A. "Taxa de Juros e Depósitos em Moeda Estrangeira no Brasil". In: Revista Brasileira de Economia, vol. 38, nº 1, Rio de Janeiro, FGV, 1984, p. 39 a 52.

(52) MOURA DA SILVA, A. "Em Defesa da Desdolarização". In: MELLO, J.M.C. & BELLUZZO, L.G.M. Op. cit., p. 159 a 166. LESSA, C. "Algumas Anotações sobre a Reordenação Financeira". In: MELLO, J.M.C. & BELLUZZO, L.G.M., Op. cit., p. 105 a 112.

contratação de créditos através da Resolução nº 63 com opção entre correção monetária ou cambial, para o tomador final. Para que o banco repassador não ficasse com o risco cambial, o Banco Central oferecia uma forma de "hedge" através das ORTN cambiais, com o que ele, BC, seria o responsável em última instância pelo risco. A fórmula não deu, entretanto, muito resultado, no que toca à redução das taxas de juros internas, dado que os bancos passaram a embutir no custo do empréstimo todos os seus riscos com a sistemática de "hedge" aplicada, desde o perigo de o custo de carregamento das ORTN cambiais exceder a rentabilidade do papel até a possibilidade de tributação dos lucros, no caso de nova maxi (53).

Uma observação sobre o processo de arbitragem de perdas envolvido em uma maxidesvalorização se faz necessária. Sem dúvida, as grandes perdas em que poderiam incorrer os agentes privados não ocorreram. A grande expectativa de que a maxi efetivamente ocorresse fez com que muitos dos agentes endividados depositassem o correspondente em cruzeiros às suas dívidas externas no Banco Central. Vários outros utilizaram o mecanismo de "hedge" através da compra de ORTN cambiais. Muitos, não devedores em dólar, também obtiveram grandes lucros com os Cr\$ 5 trilhões em ORTN cambiais que existiam no mercado. No setor privado, os perdedores foram empresas de menor porte que, por falta de condições de enfrentar o alto custo do crédito interno, resolveram correr o risco cambial. Estes, contudo, foram beneficiados com abatimentos do Imposto de Renda e grandes facilidades para renegociar as dívidas junto aos bancos repassadores (54).

(53) CUSTO real de 28 a 29% na opção por correção monetária, Gazeta Mercantil, São Paulo, 11 de abril de 1983.

(54) Várias medidas foram adotadas. A Circular nº 771, que regulamentou a Resolução nº 903, instituiu o refinanciamento de dívidas contratadas pela Resolução nº 63 a correção monetária e juros anuais de 12%. A Carta-circular nº 876 facilitou a negociação junto aos bancos. Ver: REGULAMENTADOS os refinanciamentos da maxidesvalorização, Gazeta Mercantil, São Paulo, 8 de abril de 1983. PRAZO de trinta dias para bancos negociarem repasses vencidos, Gazeta Mercantil, São Paulo, 4 de maio de 1983.

O grande prejudicado no processo foi, sem dúvida, o próprio setor público. As Autoridades Monetárias viram, de um momento para o outro, uma aguda expansão do seu passivo dolarizado, assumindo, através da Resolução nº 432 e da Circular nº 230, os riscos e custos de uma dívida que fora contratada por livre opção do setor privado. Empresas estatais e outras entidades públicas embora tivessem cerca de US\$ 4,0 bilhões depositados no Banco Central, através da Resolução nº 432, à altura da decretação da maxi sofreram, sem dúvida, perdas incalculáveis. De fato, nem que houvesse uma decisão dessas empresas de fugir ao risco cambial, não haveria condições de trocar dívida externa por dívida interna, dada a disparidade entre o volume da primeira e a disponibilidade do mercado interno. Para comprová-lo, basta verificar que apenas a pressão por crédito do setor privado para trocar cerca de US\$ 1,0 bilhão por dívida interna ocasionou grande pressão sobre a taxa de juro no início do ano. O total da dívida destas entidades do setor público era de mais que US\$ 30,0 bilhões.

2.2.3. Modificação dos Critérios de Desempenho, Arrocho Salarial e Contenção Fiscal: Reafirmando o Compromisso com o Ajustamento

A complexa situação do primeiro quadrimestre do ano ganharia contornos ainda mais dramáticos a partir de maio. Com o reconhecimento do descumprimento das metas para o primeiro trimestre, a postura assumida pelo FMI foi muito diferente da que as autoridades brasileiras esperavam. O Fundo anunciou que suspenderia o desembolso da segunda "tranche" do "Extended Financing Facility" (EFF) até que novas negociações fossem entabuladas, com a pertinente justificativa da transgressão efetuada pelo Brasil. Em verdade, a posição adotada pelo Fundo não levava em conta apenas o descumprimento das metas, mas indicava o descontentamento do FMI, e dos banqueiros internacionais, com as medidas que as autoridades económicas vinham tomando.

O período de maio a novembro de 1983, foi caracterizado por

intensas negociações entre as autoridades econômicas brasileiras e o FMI. Não faltaram boatos sobre moratória, nova maxidesvalorização, estatização do sistema bancário, queda de ministros ou endurecimento do regime. Num ambiente destes não é preciso dizer da instabilidade enfrentada pela atividade produtiva e pelas decisões empresariais. A intensa atividade especulativa deslocou-se depois da maxi para os produtos agrícolas de exportação e as ações, voltando depois para o dólar e outros ativos dolarizados. Neste contexto o debate sobre a desindexação e os expurgos da correção monetária, além das manipulações de índices de preços, incitavam os rápidos movimentos de recomposição de carteiras. Segmentos completos do sistema financeiro chegaram à beira do colapso devido a estes movimentos⁽⁵⁵⁾.

As novas negociações com o FMI iniciaram-se sob um clima bastante difícil. A meta do NFSP para o primeiro trimestre havia estourado em Cr\$ 1,5 trilhão. Já a meta para o Crédito Interno Líquido (CIL) estourara em Cr\$ 1,65 trilhão (56). Na nova rodada, as autoridades brasileiras passaram a discutir as novas metas com mais realismo. Este realismo pressupunha, entretanto, uma alteração da metodologia usada na carta anterior. O crédito interno líquido e as necessidades de financiamento do setor público foram redefinidas da seguinte maneira.

O crédito interno líquido das Autoridades Monetárias havia sido definido, a princípio, como:

$$CIL_1 = (OM + DME) - (RL + DAE)$$

onde:

CIL_1 = é o crédito interno líquido na sua primeira versão.

OM = são as obrigações monetárias.

DME = são os depósitos em moeda estrangeira no Banco Central.

RL = são as reservas internacionais líquidas das Autoridades Monetárias.

DAE = são outros ativos externos líquidos das Autoridades Monetárias.

(55) TAVARES, M.C.; ALMEIDA, J.S.B. e TEIXEIRA, A. *Op. cit.*, p. 46 a 50. ALMEIDA, J.S.B., Consequências Financeiras do Monetarismo, Rio de Janeiro, IEI-UFRJ, 1984, p. II a 14.

(56) O APERTO no orçamento de 1983. Gazeta Mercantil, São Paulo, 16 de agosto de 1983.

Esta conceituação, que servia de critério de desempenho da política monetária, apresentava dois problemas básicos; a) a inclusão dos depósitos em moeda estrangeira nos termos da Resolução nº 432 e da Circular nº 230, cuja movimentação era objeto de decisão dos titulares dos depósitos, acabava tirando das mãos das Autoridades Monetárias a decisão quanto à execução da própria política monetária; b) os outros ativos externos líquidos (OAE) continham as obrigações do Banco Central para com bancos estrangeiros por conta dos projetos 1 e 2 da renegociação da dívida, o que distorcia o conceito, já que estes ativos eram um espelho interno das reservas internacionais e não outro elemento das reservas. Para a 3ª Carta de Intenções a metodologia de cálculo foi alterada, passando a ser a seguinte:

$$CIL_2 = OM - RL$$

Assim, o crédito interno líquido passou a ser contabilizado pela diferença entre as obrigações monetárias junto ao setor privado não financeiro, uma "proxi" da base monetária, e as reservas internacionais líquidas (57).

Outro critério de desempenho do FMI que passou por substancial alteração metodológica foi a necessidade de financiamento do setor público não-financeiro (NFSP): A princípio, desconhecendo a influência do processo inflacionário, em uma economia indexada, sobre as dívidas do setor público, as metas foram acertadas em termos nominais. Evidentemente, qualquer esforço de contenção de gastos reais seria inócuo frente a uma inflação efetiva maior que aquela embutida nas metas nominais. Isto deu lugar à emergência do conceito NFSP (operacional), também chamado de "déficit operacional", que passou a descontar as correções monetária e cambial das dívidas do setor público (58).

(57) HORTA, M.H.T.T. e FERREIRA DA SILVA, J.C., Op. cit., p. 36 a 43. BATISTA Jr., P.N. e MARQUES, M.S.B., "A Terceira Versão do Acordo Brasil-FMI". In: Revista de Economia Política, vol. 4, nº 2, São Paulo, Brasiliense, 1984, p. 5 a 28, p. 13 a 16.

(58) HORTA, M.H.T.T. e FERREIRA DA SILVA, J.C., Op. cit., p. 37 a 43. BATISTA Jr., P.N., "Em Defesa de Critérios de Desempenho Indexados". In: MELLO, J.M.C. & BELLUZZO, L.G.M. Op. cit., p. 63 a 68.

Não seriam apenas as falhas quanto ao cumprimento das metas que ganhariam desaprovação do FMI. A "Avaliação Técnica", de 6 de Junho, do "staff" adicionava vários elementos quanto à má conduta brasileira. A política fiscal estaria sendo excessivamente expansionista. As estatais teriam contraído seus investimentos em apenas 1%, tendo seus gastos sido revistos pelo novo Orçamento SEST para um crescimento de 2% no ano de 1983, frente à queda de 8,5% negociada anteriormente com o FMI. O Governo Federal estaria prevendo receitas 20% inferiores às projeções de início de ano. Além disso, os Estados estariam atrasando salários, apesar de seu endividamento junto ao sistema de crédito interno estar em nível incompatível com o programa de ajustamento. Os preços de aço e combustíveis teriam sido reajustados abaixo do necessário para compensar os efeitos nos custos operacionais da maxi, resultando na queda de 9% nas receitas operacionais das empresas estatais. Na questão monetária o documento encontrava: "a principal falta na condução da política econômica do Brasil" (59). Aos olhos do Fundo, o subsídio à agricultura e outros setores prioritários, que haviam significado um terço dos fatores de expansão da base no primeiro semestre, junto à pressão exercida pelo financiamento do déficit público, é que estaria causando a permanência das taxas de juros em patamares elevados. A solução seria o fim dos subsídios, com a liberação das taxas através de todo o sistema financeiro.

O "staff" do Fundo também nutria grande preocupação quanto à política de preços e rendimentos indexados, como elemento de rigidez na luta anti-inflacionária. As apreensões do "staff" eram explícitas, como na seguinte passagem do relatório: "não será possível uma substancial diminuição da inflação sem romper a indexação sobre preços, salários e transações financeiras" (60). Estranhamente, a sequência dos comentários restringiam-se ao aspecto salarial. A crítica, neste ponto, dirigia-se às autoridades econômicas brasileiras, que não coibiram os elevados aumentos de produtividade concedidos pelos tribunais, e contra o Congresso brasileiro que reformulou o projeto do executivo que restringia a indexação salarial integral às remunerações de até três salários mínimos, ampliando esta prerrogativa aos trabalhadores cujos salários fossem de até sete mínimos.

(59) FMI, "Avaliação Técnica". In: Revista de Economia Política, vol. 3, nº 4, São Paulo, Brasiliense, 1983, p. 154.

(60) Idem. ibidem, p. 154.

Dado este quadro, o "staff" asseverava que "nessas circunstâncias é imperativa a exclusão do efeito do ajuste corretivo de preços do índice inflacionário utilizado para reajustar os salários (INPC). As autoridades indicaram estar preparadas para fazer isto" (61).

A 9 de junho, dia da chegada da Missão do Fundo que viria realizar novos entendimentos, foi implementado um pacote de medidas. As principais delas foram: aumento de 45% no preço dos combustíveis, para eliminar o subsídio aos derivados de petróleo, nova redução nos subsídios creditícios à agricultura, exportação e pequenas e médias empresas, criação do Imposto de Renda na fonte sobre operações de "open-market", antecipação do Imposto de Renda para instituições financeiras, adicional de 10% do Imposto de Renda sobre rendimentos do capital e redução do prazo de recolhimento pelos bancos da arrecadação tributária federal. No campo da taxa de juros, a redução de IOF e a eliminação dos limites quantitativos à expansão do crédito acabaram sendo compensados pela elevação do depósito compulsório dos bancos comerciais e de investimento. Nos dias subsequentes, o pacote foi complementado com o expurgo do INPC em 1,5% e 1%, em junho e julho, respectivamente, maior controle de preços pelo Conselho Interministerial de Preços, corte de 5% nos gastos de custeio de todas as estatais e expurgo da correção monetária que se igualaria ao IGP "ajustado" e não ao IGP pleno, como ocorreria no caso da correção cambial (62).

Ao que consta, o roteiro deste pacote nasceu de conversações do Ministro do Planejamento com a alta direção do Fundo, em Washington. Seu conteúdo inicial, entretanto, sofreu fortes restrições que acabaram por esvaziá-lo. Ao final, os resultados foram desastrosos tanto para o Fundo, que julgou que ele fora superficial na maioria dos aspectos essenciais, quanto para o movimento real da economia (63). No tocante ao sistema financeiro, as medidas foram contraditórias e os expurgos da correção monetária resultaram no aumento dos juros e no crescimento da preferência

(61) Idem. ibidem, p. 155.

(62) Resolução nº 841 de 28/06/83. Para mais informações sobre o pacote ver: SECRETARIA DE ECONOMIA E PLANEJAMENTO-SP, Análise de Conjuntura Econômica nº 1, São Paulo, julho, 1983, p. 3 e 4.

(63) AS VIAGENS de Delfim. Gazeta Mercantil, São Palo, 16 de setembro de 1983.

por ativos dolarizados. O sistema de poupança e empréstimo habitacional, que já vinha acumulando problemas no ativo e queda de recursos do F6TS, passou a sofrer ainda mais com os maciços saques das cadernetas de poupança. A quebra de várias instituições e a ameaça ao Sistema Financeiro da Habitação como um todo acabaram levando à mensalização do rendimento desta aplicação. Quanto aos cofres públicos a redução do déficit foi ínfima, dado que o corte de gasto ficou em cerca de 10% dos Cr\$ 2 trilhões que estavam projetados inicialmente. No tocante à dívida do setor público, o ganho foi reduzíssimo, também, porque a parcela expressa em cruzeiros, àquela altura, era muito pequena, dado o nível de dolarização da dívida mobiliária.

No entender do Fundo, as medidas de junho foram brandas demais, especialmente no que tange aos salários e ao setor público. As pressões internacionais sobre as autoridades brasileiras não vieram apenas do FMI, o BIS ameaçou não conceder a prorrogação para uma parcela de amortização de seu empréstimo-ponte, bancos credores usaram de todos os artifícios e o próprio governo americano mandou inúmeros "recados". Sem reservas internacionais, sem estoques de petróleo mas enormemente envolvidas com a situação vigente e o mercado financeiro internacional, as autoridades econômicas remeteram ao Congresso um novo pacote a 13 de Julho, na forma do Decreto-lei nº 2045. As principais medidas eram: correção de salários, aluguéis e prestações do BNH em 80% do INPC e limitação de adicionais de produtividade ao crescimento do produto real per capita ocorrido no ano anterior. Este Decreto-lei foi anunciado com o apoio do Conselho de Segurança Nacional justamente para deixar patente a ameaça de recuo institucional. Ao que parece, estava em jogo a credibilidade externa da área econômica, e do próprio governo. Ao Fundo era imprescindível obter a prova de que o governo brasileiro dispunha de capacidade política para implementar o ajustamento interno exigido pela situação externa. Por isso, tanto empenho em aprovar uma lei salarial em plenário, sem usar o decurso de prazo.

A situação da economia brasileira nestes meses era, sem dúvida, caótica. A inflação, impulsionada pelos choques de preços públicos, pela quebra da safra agrícola e pela ausência de estoques reguladores, já havia mudado claramente para o patamar dos 200% anuais. A recessão era generalizada na indústria. Os escândalos e intervenções federais em entidades financeiras e as expectativas e boatos em torno de novos pacotes fechavam um quadro de extremada incerteza. O agudo temor quanto a uma nova maxidesvalorização manifestou-se na demanda por ORTN cambiais e num

enorme volume de depósitos de empresas endividadadas externamente junto ao Banco Central, através da Resolução nº 432. Basta ver que o montante de recursos depositados ao final de maio era de US\$ 9,6 bilhões, tendo subido a US\$ 10,3 bilhões, ao final de junho, e US\$ 10,8 bilhões, ao final de julho. Em cruzeiros estes recursos representavam cerca de Cr\$ 500 milhões, ou seja, metade do saldo da base monetária em final de 1982. Junho e julho foram meses de forte contração da liquidez real da economia, de uma parte por esta tentativa das empresas em liquidar dívidas externas, e de outra pelo acentuado salto no patamar inflacionário (64).

Ainda em julho, duas medidas importantes foram tomadas. Uma delas foi a centralização cambial que, como já comentado, foi decidida em função da necessidade de controlar os pagamentos de juros de forma a impedir atrasos de mais que noventa dias e, secundariamente, priorizar o pagamento de transações comerciais mais essenciais ao funcionamento da economia. Outra medida significativa foi o controle pelo Conselho Nacional do Petróleo da distribuição de derivados de petróleo por meio de cotas aos postos de venda.

O ensaio de rebeldia do Congresso brasileiro que rejeitou o Decreto-lei nº 2024, que era bem mais brando que o nº 2045, foi respondido internamente com a retirada do Decreto-lei nº 2045 e a nova iniciativa do executivo, o Decreto-lei nº 2064. Externamente, as pressões sobre governo e Congresso brasileiros chegaram ao ponto de o Secretário do Tesouro americano Donald Reagan declarar que o Brasil "sumiria pelo ralo" caso o Congresso não aprovasse a nova lei salarial. Ao final, a 9 de novembro, o Congresso aprovou o Decreto-lei nº 2065 que garantia o INPC para salários de até 3 mínimos mas desindexava parcialmente as faixas superiores. Com isto, pelos cálculos oficiais a folha de salários do setor privado não subiria mais que 87% do INPC. Várias medidas sobre as empresas estatais garantiriam que também seus gastos salariais não crescessem mais que 84% do INPC. Ao lado desta nova política salarial, o Decreto-lei nº 2065 trazia uma mini-reforma tributária, cujas principais medidas eram: aumento de 6% para 8% da taxaço

(64) EMPRESAS reduzem dívida em dólares. Gazeta Mercantil, São Paulo, 23 de agosto de 1983. MUITOS boatos no mercado financeiro carioca. Gazeta Mercantil, São Paulo, 8 de julho de 1983.

de Imposto de Renda na fonte sobre ganhos no "open-market", taxaço da variação cambial para as ORTN de 5 anos, elevação da alíquota do carnê-leão, fim do benefício fiscal do Decreto-lei 157, aumento do Imposto de Renda sobre o lucro de grandes empresas de 30 para 35% e subcorreção da tabela de retenção de Imposto de Renda na fonte sobre pessoas físicas para 1984 (65). Esta carga tributária adicional traria ao Tesouro Nacional um aumento de arrecadação de cerca de Cr\$ 2 trilhões, compensando o aumento dos salários em nível superior aos 80% do INPC, anteriormente acertado com o FMI (66).

Enquanto tramitava no Congresso a nova lei salarial, as autoridades econômicas seguiam seu esforço de recuperar a credibilidade junto ao FMI e aos credores externos. A análise da "3ª Carta de Intenções" e do primeiro volume do "Brazil Economic Program", a primeira datada do dia 15 de setembro e o segundo do início de outubro, já com Afonso Celso Pastore na direção do Banco Central, podem lançar alguma luz sobre a crescente subordinação das autoridades brasileiras aos ditames do Fundo. Várias medidas foram tomadas na direção de promover uma política mais austera. Os reajustes dos preços do trigo e dos derivados de petróleo reduziram sensivelmente os subsídios a redução da expansão de crédito do Banco do Brasil, a elevação dos depósitos compulsórios dos bancos, a redução do subsídio ao crédito agrícola e de exportação e o "estabelecimento de limites mais estreitos ao crédito bancário interno para o setor público" (67) deveriam facilitar a execução da política monetária, tornando possível uma política efetivamente contracionista com a contenção do crescimento da base monetária e dos meios de pagamento em 90% para todo o ano de 1983. Isto significaria uma queda de 27% da liquidez real para a inflação prevista de 150%.

(65) OLIVEIRA, F.A. A Crise do Sistema Fiscal Brasileiro 1965-1983, Campinas, 1985, Tese de Doutorado - IFCH-UNICAMP, mimeo, p. 223 a 233.

(66) O QUE DELFIM vai explicar a Larosiere. Gazeta Mercantil, São Paulo, 11 de novembro de 1983.

(67) BRASIL, "III Carta de Intenções do Governo Brasileiro ao FMI". In: Revista de Economia Política, vol. 4, nº 1, São Paulo, Brasiliense, 1984, p. 145 a 149, p. 148.

Em meio ao grande número de medidas tomadas com vistas ao controle do déficit público, duas devem ser citadas por sua relevância. A primeira delas é criação do Comitê Interministerial de Acompanhamento da Execução dos Orçamentos Públicos (COMOR). Este órgão teria a responsabilidade de acompanhar a execução orçamentária e as operações de crédito de todas as entidades públicas, servindo ainda de órgão consultivo para decisão de liberações de gasto e endividamento extra-orçamentárias. A segunda é a Resolução nº 831, de 09/06/83, que estabeleceu a fixação periódica de tetos para a expansão das operações de crédito das instituições financeiras a cada entidade do setor público. Em complemento, a Circular nº 784, de 13/06/83, fixou em 6% o limite de crescimento destas operações em junho, tendo como base os saldos de 31 de maio. A cada mês este limite era fixado, sempre abaixo das correções monetária e cambial. Estes instrumentos tornaram a restrição ao endividamento interno muito mais severa que a estabelecida pela Resolução nº 818, de 11/04/83, que instituiu a necessidade de autorização da SEPLAN para empréstimos bancários às entidades públicas. Isto, tanto pelas penalidades impostas aos transgressores, quanto pela magnitude dos novos limites. Note-se que, baseado na Resolução nº 831, nasceu um novo critério de desempenho para avaliar mensalmente a evolução do endividamento do setor público (68).

Mais que isto, a "Carta de Intenções", "o Brazil Economic Program" e as medidas de política econômica tomadas naquele período deixaram claro o sentido mais profundo do programa de ajustamento do FMI: restrição ao consumo interno, especialmente dos assalariados, e contração do setor público. Ambos seriam os elementos responsáveis pela excessiva absorção interna, cuja reversão viabilizaria o ajustamento externo. Logo no início da 3ª Carta, as autoridades brasileiras não deixaram espaço a equívocos: "A estratégia do programa consistia em reduzir a dependência de recursos externos pelo crescimento da poupança interna, especialmente no setor público, e em tornar mais eficiente a economia" (69). José Luis Miranda, diretor do Banco Central, seria ainda mais enfático: "As medidas tomadas pelo governo têm por fundamento cumprir os compromissos assumidos junto ao FMI: reduzir a inflação, zerar o déficit público e o crescimento da economia.

(68) AS VIAGENS de Delfim. Gazeta Mercantil, São Paulo, 16 de setembro de 1983.

(69) BRASIL, "III Carta...", Op. cit., p. 145.

A única esperança fica por conta da iniciativa privada. O governo está aprisionando o setor público por dois lados. De um, o controle da SEST sobre as estatais, de outro, a limitação da tomada de empréstimos junto ao mercado financeiro através da Resolução nº 831, que estabeleceu para outubro um aumento de apenas 7% nos financiamentos, contra uma correção monetária de 9,5%. Isto é uma variação negativa" (70)

É interessante notar que toda esta aversão do FMI ao setor público não vem apenas da crença no livre mercado como melhor organizador da economia, no sentido da alocação mais eficiente dos recursos. A racionalidade que está por trás das metas de compressão das necessidades de financiamento do setor público também tem por base a tese de que o déficit público não pode ter efeito algum sobre uma economia submetida a uma restrição externa, que não o de elevar a taxa real de juros. Vejamos um modelo deste tipo de formulação. Supondo K_0 o superávit comercial planejado,

$$-c_1y + c_2t \geq K_0 \quad (1)$$

onde y é o produto interno real de equilíbrio, t é a taxa de câmbio e c_1 e c_2 são efeito-renda e efeito-preço, respectivamente.

O produto real de equilíbrio seria determinado por:

$$y = -a_1r + a_2t + a_3g \quad (2)$$

onde r é a taxa real de juros e g é o déficit público.

A taxa de inflação "natural" ou "inercial", que só se alteraria por choques de preços relativos ou variações na taxa de desemprego, seria:

$$p = b_1t + b_2(y - \bar{y}) \quad (3)$$

onde \bar{y} é o produto real de pleno emprego.

(70) DIRETOR do BC admite que medidas são duras. Folha de São Paulo, São Paulo, 8 de outubro de 1983.

Substituindo (3) em (1) tem-se:

$$\frac{c_2 \cdot p}{b_1} - \frac{(c_1 + c_2 b_2) y}{b_1} = k_0 - \frac{c_2 b_2}{b_1} \bar{u} \quad (4)$$

ou

$$\frac{dz}{dy} \Big|_{k_0} = \frac{c_1 b_1}{c_2} + b_2 > 0 \quad (5)$$

onde o primeiro termo expressaria o "trade-off" imposto pela restrição externa e o segundo o efeito Phillips. Como a taxa de desemprego pouco tem importado para a inflação brasileira e o câmbio tem que ser o preço relativo básico numa economia em crise cambial, assume-se que haja um "trade-off" fundamental entre inflação e produto, derivado da restrição externa.

Assim, dado um valor para o superávit comercial necessário, K_0 , a equação (4) determinaria uma série de combinações entre produto e taxa de inflação, compatíveis com aquele superávit comercial. Escolhido o par (y_0, p_0) , pela política econômica, a equação (3) determinaria a taxa de câmbio compatível.

Determinados produto real e taxa de câmbio, caberia definir, pela equação (2) a taxa real de juros e o déficit público. Fixado um certo nível de déficit público (g_0) , a taxa real de juros é definível, dependendo apenas de ajustes coerentes da política monetária.

Mas se o déficit se deslocasse, aumentando para g_1 , haveria uma modificação no mercado. Para manter o nível de produto real de equilíbrio y_0 e a taxa de inflação p_0 inalterados, haveria necessidade de uma alteração na composição do financiamento governamental, com o crescimento da relação entre dívida e moeda, ou seja, um aperto na política monetária. Isto faria com que a taxa real de juros subisse, ocorrendo um deslocamento do setor privado pelo setor público, o chamado "crowding-out". Note-se que, neste modelo, o déficit público só repercute sobre a taxa de juros, de vez que os níveis de produto e inflação foram definidos tendo em vista a restrição

externa, ou seja, o superávit comercial necessário (71).

A aprovação do Decreto-Lei nº 2065, em 9 de novembro de 1983, e as duras medidas de contenção do setor público serviram para abrir as portas do FMI ao prosseguimento das negociações. De posse de medidas concretas, no sentido do ajuste, foi mais fácil arrancar do Fundo concessões quanto à metodologia empregada nos critérios de desempenho. No "Adendo à Carta de Intenções", enviado a 15 de novembro, a previsão de inflação se fixou em 220%, dez pontos acima do que se verificaria de fato, dando lugar a um expressivo relaxamento das metas nominais. Em compensação, as metas para 1984 seriam muito mais duras, de modo a ajustar efetivamente a economia. O setor público teria que obter um superávit operacional de 0,3% do PIB. A taxa de inflação seria de 55% e a expansão dos meios de pagamento não iria além de 50% (72).

2.2.4. Os Acordos com o Fundo como Objetivo Central da Política Econômica

Um registro importante a fazer sobre a política econômica brasileira em 1983, refere-se à posição das autoridades brasileiras frente às metas negociadas com o FMI. Sem dúvida, a mudança de postura, durante o ano, foi radical. Da negligência inicial ao cumprimento das metas a qualquer custo, verificou-se uma crescente submissão aos credores e ao FMI. Especialmente no segundo semestre, a demonstração de disposição para com o ajustamento e compromisso com as metas acertadas, numa tentativa de demonstrar bom comportamento, foi muito mais importante do que a própria condução da política econômica. Tratava-se de ganhar a confiança do FMI.

(71) Para um melhor detalhamento ver: MARTONE, C.L., LUQUE, C.A. e LOPES, L.M., Mercado Financeiro e Ajustamento Macroeconômico Brasileiro: 1978-1985. São Paulo, IPE-USP, 1986, p. 40 e 45.

(72) BRASIL, "Adendo à III Carta de Intenções". In: Revista de Economia Política, vol. 4, nº 1, São Paulo, Brasiliense, 1984, p. 154 a 156.

Um exemplo disto pode ser dado com a administração da dívida pública. A partir de março, com expedientes como o aumento do custo de carregamento das carteiras de ORTN cambiais, via taxa do "over" elevada ou trocando ORTN cambiais por LTN, o Banco Central procurou barrar a especulação cambial. Em junho, quando a satisfação das metas acertadas com o FMI passou a ser o objetivo central da política econômica, o Banco Central começou a expurgar a correção monetária, que incidia sobre a dívida pública, reduzindo, deste modo o déficit público. A rolagem da dívida não encontrava maiores problemas pois a colocação de ORTN cambiais ou de LTN, com deságio crescente, supria a retração da demanda por ORTN com correção unicamente monetária. Grandes percalços, entretanto, assolaram o sistema de poupança e empréstimo, dado que, além da correção monetária expurgada, as taxas do "overnight" estavam significativamente elevadas. As conhecidas quebras resultaram, em grande medida, deste processo.

Em outubro, já sob a direção de Afonso Celso Pastore, o Banco Central chegou a uma fórmula de administração da dívida pública e redução do déficit público bastante engenhosa. O déficit público era contido através dos sucessivos expurgos na correção monetária, que é utilizada na contabilização da evolução da dívida enquanto o detentor da ORTN cambial não faz valer sua opção pela correção cambial. Um artifício contábil, sem dúvida. De outro lado, não havia problema com a rolagem da dívida, já que o Banco Central emitia quantidades imensas de ORTN cambiais, rapidamente absorvidas pelo mercado, intensificando a especulação em torno do câmbio. Para efeitos de contabilização da dívida era muito mais interessante vender ORTN cambiais, com um significativo ágio, devido à expectativa de maxidesvalorização, que LTN com um alto deságio. Para conseguir o mesmo volume de recursos, o montante nominalmente colocado em títulos - valor de face - era muito maior no caso das LTN. Outro elemento desta política era a manutenção de uma taxa no "overnight" abaixo da correção monetária para favorecer o carregamento das ORTN cambiais e não desestimular as aplicações em cadernetas de poupança, já mensalizadas a esta altura, que sofriam com os expurgos da correção monetária (73).

(73) Importante notar que outro elemento no combate à expansão das necessidades de financiamento do setor público, no conceito nominal, foi a contenção das tarifas públicas se transferia ao déficit nominal através da dívida mobiliária indexada. No entanto, a defasagem tarifária constituiu-se em grave problema para as finanças das empresas estatais.

Como visto, um jogo contábil para favorecer o cumprimento das metas acertadas com o Fundo, subordinava toda a política para o mercado financeiro. O desmedido aprofundamento da dolarização da dívida pública e da própria economia, o encurtamento generalizado dos prazos de aplicação e o crescimento real da dívida pública, que era dado pela correção cambial, e não pela monetária, eram objeto de preocupações apenas marginais das autoridades econômicas. Felizmente, para estas últimas, o mecanismo montado no último trimestre do ano foi desarmado antes que as injeções de recursos no "over" (para controlar a taxa em nível baixo) inviabilizassem o rígido controle monetário que o ajustamento pressupunha. Com a aceitação, pelo FMI, da utilização do déficit operacional, as autoridades econômicas voltaram à fórmula que já tinham esboçado em março, a igualação entre o IGP, a correção monetária e a cambial (74).

E forçoso notar, ainda, que a administração da dívida pública sofreu graves percalços no ano de 1983, tendo ocorrido, em vários períodos, grandes resgates líquidos de títulos por dificuldades de colocação no mercado. Frise-se que isto ocorreu num contexto em que os empréstimos do Banco do Brasil contraíram-se, em termos reais, e as transferências do Orçamento Geral da União para o Orçamento Monetário atingiram 22,5% das receitas totais do Tesouro Nacional. Além disto, as contas do setor externo foram fortíssimo fator de contração da base, devido à queda de reservas internacionais e aos depósitos em moeda estrangeira no Banco Central. Deste modo, houve um resgate líquido de títulos públicos que superou a própria variação da base monetária. Este fato se torna ainda mais significativo devido à forte contração da base monetária ocorrida no período. A administração da dívida pública foi, entretanto, muito problemática, devido, especialmente, à crise cambial e às incertezas quanto aos critérios de indexação. A divergência entre indicadores monetários e cambiais, entre si e frente aos índices de preços, criou grave instabilidade no mercado, tornando muito complexa a rolagem do elevado estoque de dívida pública.

(74) ANDIMA, *Carta Andima*, Rio de Janeiro, 1983, vários números. SECRETARIA DE ECONOMIA E PLANEJAMENTO-SP, *Análise de Conjuntura Econômica - Retrospectiva de 1983*, nº 6, São Paulo, 1984, p. 23 a 28.

No campo tributário, o ano de 1983 foi marcado por uma sucessão de medidas que visavam recuperar a arrecadação, corroída pelo processo recessivo. O foco principal das medidas recaiu sobre o Imposto de Renda, dado que os impostos indiretos sofrem mais pesadamente os efeitos da recessão. As alterações, que se fizeram sobre todos os tipos de contribuinte não lograram mais que deter a queda da carga tributária. A evolução dos impostos federais em relação ao PIB foi muito modesta, passando de 8,8% e 9,6%, em 1981 e 1982, para 9,3%, em 1983 (75). Tais modificações se fizeram sobre a base tributária herdada das reformas dos anos sessenta. Nada mais se fez que levar ao limite as potencialidades desta base. As próprias autoridades econômicas haviam assumido compromissos com o Fundo no sentido de uma reforma mais profunda, que acabou, ao final, limitada às medidas fiscais do Decreto-lei nº 2065 (76). Os estados e municípios sofreram ainda mais a queda de receitas, tanto que o aumento de 1% da alíquota de ICM e a Emenda Passos Porto, medidas aprovadas ao final do ano, conseguiram apenas abrandar uma situação calamitosa.

No tocante às despesas públicas, é importante verificar a evolução dos gastos do Tesouro Nacional. As despesas efetuadas através do Orçamento Geral da União, exclusive transferências ao Orçamento Monetário, sofreram violenta contração real, tendo sua expansão nominal atingido 119,4%, contra inflação média anual de 154,5% (77). Mais importante, entretanto, é analisar as transferências efetuadas às Autoridades Monetárias. De um total de Cr\$ 2.696,3 bilhões transferidos, nada menos que Cr\$ 1.622,1 bilhões, 60,2% do total, foram canalizadas para ressarcir o Banco do Brasil dos pagamentos efetuados sob as normas do Aviso 68-588⁽⁷⁸⁾. Para a equalização de preços do trigo foram carreados Cr\$ 361,2 bilhões, para a conta-petróleo, congelada em julho, cerca de Cr\$ 400,0 bilhões e para pagamentos da dívida pública mais Cr\$ 180,9 bilhões. Portanto,

(75) MOURA DA SILVA, A. Ajuste a Desequilíbrio: Exercício Prospectivo sobre a Economia Brasileira (80/84). São Paulo, 1984, mimeo, p. 11.

(76) OLIVEIRA, F.A., Op. cit., p. 237 a 240.

(77) BANCO CENTRAL DO BRASIL, Informativo Mensal nº 42, Brasília, janeiro, 1984, p. 7.

(78) Idem. Relatório Anual 1983, vol. 20, Brasília, 1984, p. 64 a 65.

grande parte das transferências feitas pelo Tesouro ao Orçamento Monetário não se destinou a contas fiscais, mas sim ao pagamento de amortizações e juros da dívida externa de empresas e entidades públicas, que não tinham condições financeiras de fazê-lo, e tinham que recorrer ao Aviso 6B-588.

Não é possível deixar de mencionar alguns dos efeitos do ajustamento imposto pelo FMI à atividade econômica interna, em 1983. O PIB caiu 2,5% sendo que a produção industrial decresceu 5,7%. O comportamento do nível de emprego não poderia ser diferente. O indicador de pessoal ocupado na produção industrial apresentou retração de 11,9%. De outro lado, a principal meta da política econômica foi plenamente alcançada, o superávit comercial chegou a US\$ 6,47 bilhões. Embora tenha ocorrido certa deterioração nas relações de troca, as exportações cresceram 8,5%. A queda de importações foi ainda maior que as projeções de início de ano, chegando aos 20,4%. Só em petróleo ocorreu uma poupança de divisas de cerca de US\$ 2 bilhões.

- o fracasso do choque monetário e fiscal de início de 1984

A política econômica para 1984 começou a ser delineada na "3ª Carta de Intenções" ao FMI e no "Adendo à 3ª Carta" (79), datados de setembro e novembro de 1983, respectivamente. As linhas gerais permaneciam as mesmas do ano anterior, mas a persistência do processo inflacionário trouxe um endurecimento das políticas fiscal e monetária. Exemplo singular disto foi a revisão das programações iniciais quanto às metas para a base monetária e os meios de pagamento, que passaram de 60% para 50%. Isto seria conseguido com a contração dos empréstimos do Banco do Brasil, o estabelecimento de limites mais estritos ao crédito bancário interno para o setor público e com o aumento dos depósitos compulsórios sobre depósitos à vista e a prazo em 5%. Além disto, o subsídio ao trigo teria seu fim antecipado e o crédito subsidiado seria reduzido em 1984. A agricultura passaria a pagar juros de 3% ao ano mais 95% da correção monetária e os

(79) BRASIL, "3ª Carta de Intenções". In: Revista de Economia Política, vol. 4, nº 1, São Paulo, Brasiliense, 1984, p. 145 a 153. BRASIL, "Adendo à 3ª Carta de Intenções". In: Revista de Economia Política, vol. 4, nº 1, São Paulo, Brasiliense, 1984, p. 154 a 156.

exportadores de manufaturados, 3% ao ano mais 70% da correção monetária. Grande apoio à política de contenção monetária seria prestado pelas transferências do Orçamento Geral da União às Autoridades Monetárias. A política fiscal para 1984 seria caracterizada por um severo corte de gastos, agora indo mais a fundo nos dispêndios que no ano anterior, e pela recuperação das receitas. O déficit operacional do setor público teria que diminuir em 3% do PIB relativamente à meta de 2,7% do PIB, que vigorou para 1983. Ou seja, o FMI pretendia que o setor público gerasse um superávit operacional de 0,3% do PIB em 1984. No conceito nominal, o teto para o déficit seria de 9% do PIB. Isto seria conseguido com a elevação da receita do Governo Federal em 0,6% do PIB, eliminação de subsídios, redução de 1% do PIB nos investimentos das estatais e em seus gastos correntes, além da elevação da alíquota do ICM. Note-se que as autoridades econômicas haviam montado já em 1983, um forte aparato de restrições ao endividamento do setor público, especialmente junto ao sistema financeiro interno, baseado na Resolução nº 831 e no COMOR. Quanto à delicada questão da inflação, as autoridades brasileiras só admitiam explicitamente que, ao final do ano, as taxas mensais deveriam baixar ao patamar de 2,5% (80). Quanto ao setor externo, o compromisso era com um déficit em conta corrente de não mais que US\$ 6 bilhões, viabilizado por um superávit comercial de US\$ 9 bilhões.

O "Adendo à 3ª Carta" estabeleceu as metas para o primeiro trimestre de 1984. Ao crédito interno líquido seria admitido um teto de Cr\$ 3,3 trilhões. O déficit operacional poderia ir até Cr\$ 1,3 trilhão e o nominal a Cr\$ 3,6 trilhões. Note-se, entretanto, que o déficit operacional passou a ser o principal instrumento na avaliação do setor público. Junto a isto, foram estabelecidas metas mensais para o endividamento do governo central, empresas estatais, estados e municípios. Significativo, foi o estabelecimento de metas para a base monetária e os meios de pagamento. A primeira poderia crescer até 2% e a segunda teria que ser contraída em 3,8%, no trimestre. É verdade que nem as metas mensais para o endividamento público, nem os tetos para expansão da base monetária e dos meios de pagamento tornaram-se critérios de desempenho. Por isso, em caso de descumprimento não haveria necessidade de pedido formal de "waiver" ao "board" do FMI. Contudo, não há dúvida de que estes elementos aumentaram a tutela do "staff" do Fundo sobre a política econômica. Uma última observação sobre

(80) As projeções ao final de 1983 eram de que a inflação de final de período em 1984 seria de 55% a 75%, mas, ao que parece, as metas acabaram embutindo uma evolução do índice de preços de 90%.

isto ainda se faz necessária. Na concepção do FMI o controle monetário deve ser realizado através do crédito interno líquido. No caso de um superávit de Balanço de Pagamentos, com acúmulo de reservas internacionais, as obrigações monetárias das Autoridades Monetárias para com o setor privado, inclusive a base monetária, podem crescer, espelhando uma melhora na posição externa da economia, sem que seja afetada a meta para o crédito interno líquido. As metas para base monetária e meios de pagamento obstaculizaram esta flexibilidade em nome de um combate mais eficiente ao processo inflacionário. Deste modo, o próprio FMI cindia o ajuste interno do externo, cuja unidade é uma característica básica de todos os programas de ajustamento por ele dirigidos (81).

A aprovação do Orçamento Monetário, em 22 de dezembro de 1983, veio especificar outros elementos da política econômica para 1984. A meta de expansão de 50% da base monetária e dos meios de pagamento seria elemento chave no combate ao processo inflacionário. Tendo em vista que o setor externo exerceria forte pressão expansionista - devido à recomposição das reservas internacionais - e que planejava-se resgates líquidos de títulos públicos, uma série de instrumentos seriam postos a serviço da política de contenção monetária. O primeiro deles seria a eliminação dos subsídios implícitos no crédito às atividades prioritárias. As atividades agrícolas e de exportação de manufaturados passariam a pagar, pelos créditos das Autoridades Monetárias, correção monetária plena mais 3% de juros ao ano (82). Previa-se, também, a eliminação total do subsídio ao trigo, em junho, e a redução substancial da conta-açúcar. Outro elemento importante da estratégia seria a contenção das operações ativas das Autoridades Monetárias. O teto da expansão de crédito do banco do Brasil seria de 57% e do banco Central, 66,5%. Recairia, contudo, sobre o Orçamento Fiscal grande parte do esforço de contenção proposta pelo Orçamento Monetário. Previa-se a transferência de Cr\$ 5,8 trilhões, que significavam incremento de 115% em relação aos recursos transferidos em 1983 (83).

(81) ALMEIDA, J.S.G. Op. cit., p. 4 a 6.

(82) Isto foi regulamentado em 20 de dezembro de 1983 pelas Resoluções nºs 876, 882, 883 e 884 do CMN.

(83) BANCO CENTRAL DO BRASIL, Informativo Mensal, nº 41, Brasília, dez. 1983, p. 8 e 9. ALMEIDA, J.S.G. Op. cit., p. 6 a 10.

A política fiscal assumiu, sem dúvida, posição de destaque na política econômica em 1984. Desde meados de 1983 ela vinha tendo aprofundado seu caráter contracionista, mas as medidas adotadas ao final de 1983 completaram este processo de enrijecimento fiscal. Na área do Imposto de Renda, as medidas tomadas através do Decreto-lei nº 2065 foram complementadas com o Decreto-lei nº 2072, de 20 de dezembro de 1983, que se direcionou a aumentar a tributação no mercado financeiro sobre as pessoas jurídicas. Foi alterada a tabela de produtos sujeitos ao IPI e a alíquota sobre cigarros, visando amenizar a expressiva retração real que a arrecadação deste imposto vinha sofrendo. A Resolução nº 891 de 28 de dezembro elevou o IOF sobre pagamentos de importação de petróleo, de modo a compensar as perdas ocorridas com a redução de alíneas do Imposto Unico sobre Combustíveis e Lubrificantes (IUCL) (84). Do lado das despesas, previa-se queda de 20,6% nos investimentos das estatais e de 3,4% dos dispêndios totais (85). Além disso, o Decreto-lei nº 2009, de 28 de dezembro de 1983, efetuou um corte de 12% nas despesas orçamentárias do Governo Federal, para viabilizar as transferências ao Orçamento Monetário (86). Note-se que, além do caráter contracionista, a política fiscal seria especialmente rígida no primeiro trimestre. Isto porque, com a instituição da correção monetária para o parcelamento do Imposto de Renda devido pelas pessoas jurídicas, a grande maioria das empresas, ante a expectativa de inflação ascendente, tentaria efetuar o pagamento integral logo no início do ano. Mesmo que isto implicasse buscar crédito a juro elevado. Portanto, no primeiro trimestre, a contenção de gastos públicos se alia ao enxugamento da liquidez causado pelo pagamento do Imposto de Renda.

(84) Esta operação de troca de impostos foi realizada no sentido de reduzir os efeitos de transferência de arrecadação da União para os estados e municípios propiciados pela Emenda Passos Porto. DAIN, S. "1983/1984 Finanças Públicas - Ajustes Formais, Equívocos Reais". In: Boletim de Conjuntura Industrial, vol. 4, nº 2, Rio de Janeiro, IEI-UFRJ, abril, 1984, p. 58 a 72, p. 64.

(85) A SEVERA contenção das estatais. Gazeta Mercantil, São Paulo, 4 de Janeiro de 1984.

(86) DAIN, S. Op. cit., p. 63.

Ao que tudo indica, a estratégia governamental era a de reverter as expectativas com respeito à inflação logo no primeiro trimestre. Isto seria realizado por meio de um choque monetário-fiscal baseado nas medidas fiscais acima comentadas e na forte limitação ao crescimento do crédito das Autoridades Monetárias. Os gestores da política econômica contavam ainda com a redução das expectativas em relação a uma nova maxidesvalorização e com a igualação entre as correções monetárias e cambial e o IGP, no sentido de não elevar ainda mais a taxa de juros. Também no sentido de reduzir a taxa de juros foi permitido o lançamento de CDB com prazos de 90 dias, que deveriam baratear a captação de recursos pela rede bancária. Buscava-se, portanto, aproveitar um momento favorável, dada a desaceleração dos índices de preço em novembro e dezembro e a melhora na posição externa, para, através de um forte arrocho monetário e fiscal, reverter às expectativas dos agentes (87). Note-se, inclusive, que o programa acertado com o FMI baseava-se num comportamento deste tipo da inflação, com índices ainda elevados no primeiro trimestre e forte queda a partir do segundo, até o final do ano.

Logo no início do ano, a realidade mostrou-se bastante adversa aos planos de combate à inflação das autoridades econômicas. O ponto nevrálgico era o "open-market", e por culpa do próprio governo. Em outubro de 1983 o Banco Central vendeu grande quantidade de ORTN com cláusula de opção pela correção cambial, uma fórmula mágica de assegurar, ao mesmo tempo, uma expansão monetária contida em 90% no ano, e a satisfação dos tetos de necessidades de financiamento do setor público. Na expectativa de uma nova maxi e com o juro do "overnight" fixado no mesmo patamar da correção monetária expurgada, as instituições financeiras chegaram a pagar 116% do valor de face das ORTN cambiais, adquirindo o montante de Cr\$ 1 trilhão nestes títulos. Ocorreu, entretanto, que os acordos com o FMI e a consolidação do superávit comercial, reduziram significativamente o risco de maxidesvalorização. O nivelamento entre correção monetária, cambial e IGP também reduziu, em muito, a atratividade daquele papel, cujas transações secundárias acabaram quase cessando. A partir disto, as instituições financeiras passaram a experimentar grandes dificuldades no carregamento diário de suas carteiras no "overnight", que experimentou tendência altista no início do ano, devido ao estreitamento de liquidez causado pela política fiscal. Como a situação no mercado financeiro não era tranquila - devido a

(87) ALMEIDA, J.S.G. Op. cit., p. 9.

problemas com bancos estaduais e instituições independentes do Sistema Financeiro de Habitação - o Banco Central, não podendo correr o risco de amplificar outro foco de tensão, injetava recursos no "overnight", de Cr\$ 1 a 2 trilhões, diariamente. Com esta intervenção, o Banco Central conseguia tabelar a taxa do "over" num patamar viável ao carregamento das ORTN cambiais (88).

O "open market" converteu-se, assim, no principal foco de descontrole da política monetária, o que resultou, logo em janeiro, numa expansão da base monetária maior que projetado para todo o trimestre. Diversos elementos foram acionados para compensar este desequilíbrio. O crescimento dos ativos das Autoridades Monetárias sofreu restrições adicionais, onde nem as atividades prioritárias foram poupadas. Intensificou-se o esforço fiscal, com adiamento de gastos e redução do prazo de permanência dos tributos na rede bancária (89). Só no primeiro bimestre o superávit fiscal chegou a quase 30% da base monetária. O curto fôlego destas medidas colocava, entretanto, a necessidade da retomada do controle sobre o "open", sem o qual, na visão das autoridades econômicas, não seria possível efetuar um controle monetário que levasse à reversão da espiral inflacionária.

Em fevereiro, o Banco Central iniciou uma operação de retomada do controle sobre o "open market". Logo no início do mês, promoveu um leilão de recompra de qualquer volume de ORTN cambiais a um preço determinado. As instituições sofreram certa perda nesta venda. Bem inferior, entretanto, à que sofreriam se o Banco Central não as socorresse nesta frustrada aventura especulativa contra o câmbio. A partir de março, o Banco Central passou a trocar ORTN monetárias, de prazo decorrido, por ORTN cambiais, oferecendo pequeno deságio sobre o valor de face. Assim, o Banco Central

(88) Idem. ibidem, p. 22 a 26. SECRETARIA DE ECONOMIA E PLANEJAMENTO-SP, Boletim de Conjuntura Econômica, nº 7, São Paulo, fevereiro, 1984, p. 16 e 17. Idem. Boletim de Conjuntura Econômica nº 8, São Paulo, março, 1984, p. 20 e 21. ANDIMA. Carta da Andima, nº 39, Rio de Janeiro, março, 1984, p. 7.

(89) Portaria nº 26 do Ministério da Fazenda, de 2 de fevereiro de 1984.

pode deixar que a taxa do "overnight" subisse, reduzindo, em muito, sua participação diária na injeção de recursos (90).

Este processo de retomada do controle do "open market" acabou resultando numa substancial queda do volume de ativos dolarizados no mercado. De fevereiro a maio foram retirados cerca de Cr\$ 7 trilhões em ORTN cambiais (91). Contudo, este processo nada tem a ver com as propostas de desdolarização que economistas das mais diversas correntes fizeram, desde o ano anterior. Pelo contrário, dado que ainda restou um significativo volume de ORTN cambiais em poder do público e que não foram tocados os depósitos registrados em moeda estrangeira junto ao Banco Central, tem-se que, a conduta das autoridades econômicas não se pautou por uma decisão de política econômica em torno da questão. Agiu-se ao sabor dos fatos, o que acabou tendo como sub-produto esta desdolarização parcial e limitada à uma parte da dívida pública (92).

Apesar de todas as dificuldades, as metas monetárias tinham que ser cumpridas no primeiro trimestre, dado que novas negociações com o FMI estavam em curso. Negociava-se o "waiver" para as metas não cumpridas ao final de 1983 - eliminação dos atrasados comerciais, déficit do Balanço de Pagamentos e crédito interno líquido - em decorrência do não desembolso da primeira parcela do empréstimo-jumbo da fase II da renegociação. Além disso, estava em elaboração a quinta carta de intenções que definiria as metas para segundo e terceiro trimestres. Era imprescindível apresentar disposição para com a implementação de uma política monetária rígida, especialmente tendo em conta as taxas de inflação acima do previsto e o índice de 12,3% em fevereiro. Também no sentido de melhorar a imagem brasileira junto ao Fundo, foi decretada uma descentralização parcial do câmbio, com a revogação da Resolução nº 851.

(90) SECRETARIA DE ECONOMIA E PLANEJAMENTO-SP, Boletim de Conjuntura Econômica, nº 8, São Paulo, março, 1984, p. 22 e 23. ALMEIDA, J.S.G., Op. cit., p. 24 a 28.

(91) ANDIMA, Carta da Andima nº 42, Rio de Janeiro, junho, 1984, p. 11.

(92) ALMEIDA, J.S.G., Op. cit., p. 19 e 20. IEI-UFRJ, Boletim de Conjuntura Industrial, vol. 4, nº 2, Rio de Janeiro, abril, 1984, p. 24 e 25.

Em abril, estouraram todas as metas monetárias. A base cresceu 19,1% e os meios de pagamento, 15,2%. Neste mês, concentraram-se diversas operações adiadas no trimestre anterior, especialmente empréstimos das Autoridades Monetárias. Mas os maiores problemas ainda estavam no "open market". O mercado passou a trabalhar sob alto grau de incerteza. De um lado as propostas de desindexação da economia ocasionavam a fuga das aplicações pós-fixadas. De outro, a divulgação das metas monetárias contidas na nova carta de intenções ao Fundo faziam prever novo arrocho monetário, o que pressionava as taxas de juros. Neste período, as instituições financeiras promoveram modificações em suas carteiras em detrimento dos títulos públicos e com correção monetária. As instituições estavam, também, aguardando sinais sobre a forma que assumiria a rolagem de grande volume de DRTN monetárias de prazo decorrido, que foram trocadas pelos títulos cambiais e venceriam no segundo semestre. Este foi um dos raros períodos, durante o programa de ajustamento, em que os juros experimentaram tendência declinante. Isto se deveu a vários fatores, dentre eles: reversão de expectativas quanto a uma nova maxidesvalorização, liberação de parte dos recursos captados através da caderneta de poupança para empréstimos de capital de giro às empresas de construção civil, redução das exigências quanto à aplicação em crédito rural no ativo dos bancos e o fim do processo de antecipação do recolhimento do Imposto de Renda das Pessoas Jurídicas (93). Não se pode esquecer, entretanto, que um elemento vinha trabalhando no sentido da redução da demanda geral por crédito. Devido ao patamar alcançado pelas taxas de juros as empresas privadas empreenderam uma mudança de posição, relativamente ao setor financeiro. Por meio de elevação de margens de lucro, capitalização, racionalização de custos e manutenção de estoques reduzidos, muitas empresas conseguiram passar de tomadoras de recursos creditícios a ofertantes de recursos aos bancos⁽⁹⁴⁾.

(93) SECRETARIA DE ECONOMIA E PLANEJAMENTO-SP, Boletim de Conjuntura Econômica, nº 9, São Paulo, abril, 1984, p. 20 a 22.

(94) ALMEIDA, J.S.G. "Contradições da Evolução do Crédito nos Anos 80". In: IEI-UFRJ, Boletim de Conjuntura Industrial, vol. 4, nº 4, Rio de Janeiro, setembro, 1984, p. 71 a76.

A "5ª Carta de Intenções" ao FMI (95) estabeleceu as metas para o segundo e o terceiro trimestres, em concordância com a "3ª Carta de Intenções" e o "Adendo à 3ª Carta". Reiterava-se o compromisso de levar o setor público a um superávit operacional de 0,3% do PIB, enquanto a meta para o déficit nominal era elevada, devido à inflação, a algo entre 11 e 13% do PIB. Entretanto, as maiores preocupações estavam na política monetária, como se depreende do seguinte trecho: "A política monetária adquiriu importância decisiva ... Para assegurar uma redução significativa da inflação será necessária uma rigorosa política de crédito de modo que o crescimento dos meios de pagamento e da base monetária sejam mantidos sob estrito controle, enquanto se busca seguir uma política ativa de taxa de juros⁽⁹⁶⁾. Neste sentido, reafirmava-se o teto anual de 50% para o crescimento da base monetária e dos meios de pagamento e advogava-se a utilização do "open market" com este intuito. No que tange à inflação, o documento referia-se às dificuldades de reversão da tendência dos preços, mas garantia-se que a taxa do ano anterior seria cortada pela metade. Assim, ao final do ano, a inflação deveria ser de 105%, enquanto a média deveria atingir 176% (97).

Esta ênfase na questão monetária levou as autoridades econômicas à adoção de um novo pacote de medidas a 14 de maio. O estouro da base em abril e as fortes pressões expansionistas que passaram a se colocar a partir do setor externo detonaram a implementação de novas medidas de contenção. Foi reduzido o teto para empréstimos livres dos recursos captados por depósitos de poupança. O custo dos empréstimos de liquidez do Banco Central foi elevado mediante uma taxa de juros de 6 a 18% conforme o volume de recursos utilizados. Fixou-se em 40% da diferença entre o valor global das carteiras dos fundos mútuos de investimento e suas aplicações em ações a parcela mínima a ser representada por títulos da dívida pública federal. Limitou-se em Cr\$ 70 bilhões o crédito agrícola do Banco do Brasil e, ao mesmo tempo, criou-se o Certificado de Depósito do Banco do Brasil (CDBB). Portanto, as medidas foram na direção da restrição à expansão de

(95) BRASIL, "5ª Carta de Intenções". In: IEI-UFRJ, Boletim de Conjuntura Industrial, vol. 4, nº 2, Rio de Janeiro, abril, 1984, p. 40 a 55.

(96) Idem. ibidem, p. 46.

(97) GOVERNO espera pagar atrasados e fechar 1984 com reservas positivas. Gazeta Mercantil, São Paulo, 20 de março de 1984.

crédito ao setor privado, além da abertura de mercados cativos para títulos públicos. Note-se que a criação do CDBB, no mesmo momento em que se restringiu ainda mais a expansão dos créditos do Banco do Brasil, era uma nitida tentativa de abrir uma frente pouco ortodoxa de dívida pública, num mercado que vinha sendo bastante ativo, desde a redução do prazo mínimo de aplicação para 90 dias. Este período foi marcado pela reversão da tendência de declínio da taxa de juros que havia se desenhado em abril. Isto se deveu às medidas governamentais, especialmente ao estreitamento da oferta de crédito ao setor privado e à mudança da política do Banco Central para o "open market". Desde a troca de ORTN cambiais por monetárias a taxa de juros do "overnight" vinha se mantendo mais elevada, mas a partir de junho o Banco Central deixou de efetuar o tabelamento diário que vinha realizando desde final de 1983. A liberalização da flutuação, para cima, da taxa do "overnight" somou-se uma postura de agressiva colocação de títulos públicos iniciada em junho, que teve nítidos efeitos sobre o leque de taxas de juros praticadas no sistema financeiro (98).

Sem dúvida, esta nova rodada de pressão sobre os agregados monetários e a taxa de juros visava obter a boa vontade do "staff" do Fundo com vistas à nova rodada de negociação, em agosto. Embora a meta para o crédito interno líquido estivesse sendo cumprida, o mesmo se dando com as metas para o setor externo, existiam problemas com as necessidades de financiamento do setor público, especialmente no conceito nominal. Julgavam, mais uma vez, as autoridades brasileiras que as metas poderiam ser renegociadas ante a demonstração de rigidez no controle da base monetária e dos meios de pagamento. Cabe lembrar que o outro instrumento de controle monetário, o crédito interno líquido, vinha tendo facilmente satisfeitas suas metas. Como a recuperação de reservas internacionais se deu em ritmo mais acelerado que o programado, um descontrole das obrigações monetárias junto ao setor privado teria que ter grandes proporções para que o teto fixado para o crédito interno líquido fosse superado.

(98) SECRETARIA DE ECONOMIA E PLANEJAMENTO-SP. Boletim de Conjuntura Econômica, nº 9, São Paulo, abril, 1984, p. 23 e 24. BANCO CENTRAL DO BRASIL, Informativo Mensal, nº 47, Brasília, junho, 1984, p. 8 e 9.

- os percalços da restrição creditícia ao setor público

Um espaço particular deve ser reservado à contenção imposta ao setor público. A Resolução nº 931, que estabeleceu rígidos tetos mensais de endividamento para entidades públicas junto a instituições financeiras foi um instrumento crucial na viabilização de uma brutal contenção do crédito e do gasto do setor público. Ocorreu, porém, que a profundidade do corte não correspondia à possibilidade de contração das despesas, especialmente as financeiras, das entidades do setor público. Sintomaticamente, os atrasos nos pagamentos, comerciais e financeiros, de empresas estatais e da administração direta reproduziram-se enormemente. Em novembro de 1983, os atrasos de pagamento junto à ABDIB somavam Cr\$ 130,4 bilhões com crescimento de 38% sobre o saldo de dois meses antes. No mesmo mês, as dívidas não-pagas das estatais para com empresas da ABINEE alcançavam Cr\$ 67,4 bilhões. Já para com as empresas de construção civil a dívida chegava, ao final de 1983, a Cr\$ 500 bilhões. No total, esta dívida vencida seria de mais que Cr\$ 700 bilhões, sendo os setores elétrico e siderúrgico, secundados pelo setor de transportes, os grandes inadimplentes. Não se pode esquecer, entretanto, que a participação de governos estaduais e municipais era bastante significativa (99). Outra forma pela qual se manifestou a problemática situação financeira das estatais foi a enorme inadimplência quanto ao pagamento da dívida externa contratada diretamente junto aos credores externos. Através do Aviso GB 588, o Banco do Brasil pagava estas dívidas não saldadas por entidades do setor público. Esta conta acumulou cerca de Cr\$ 1,6 trilhões ao final de 1983. No primeiro trimestre de 1984 foram pagos pelo Banco do Brasil cerca de Cr\$ 3 trilhões, dos Cr\$ 5,11 trilhões programados para o ano todo (100).

(99) A Dívida das estatais. Jornal da Tarde, São Paulo, 6 de fevereiro de 1984.

(100) TESOURO cobriu dívidas de Cr\$ 3 trilhões de estatais. Jornal do Brasil, Rio de Janeiro, 18 de junho de 1984. OS ATRASOS das empresas estatais. Gazeta Mercantil, São Paulo, 2 de janeiro de 1984.

A principal forma de contornar as pressões que a iniciativa privada passou a exercer em torno da questão foi a redução da abrangência da Resolução nº 831. Em março, foram reabertas as linhas de crédito da FINAME para as empresas estatais. Diga-se que esta agência possuía recursos reservados justamente para estas operações, mas sua utilização era inviável devido aos controles da Resolução nº 831. Deste modo o COMOR viabilizou a retirada dos créditos da FINAME da base de cálculo daquela resolução do CMN. O mesmo se deu com empréstimos do BNH, o que permitiu que muitas dívidas dos estados e municípios, especialmente na área do saneamento básico, fossem salgadas (101).

As restrições impostas pela Resolução nº 831 também foram perversas no tocante às dívidas de entidades do setor público contraídas junto às instituições financeiras, através da Resolução nº 63. A situação de caixa das empresas e demais entidades públicas não permitia que os compromissos fossem saldados. De outro lado, os limites à expansão do endividamento não cobriam nem a correção monetária, enquanto sobre as dívidas corria correção cambial, juros e outros encargos. A solução natural foi a inadimplência junto aos bancos credores internos. Estes, entretanto, não poderiam deixar de saldar os empréstimos junto aos bancos credores externos. Para honrá-los, os bancos privados recorreram ao lançamento de CDB, captando, assim, os recursos necessários. Os bancos estaduais adotaram, também, esta política, mas sua posição financeira já vinha deteriorada desde o período eleitoral de 1982. Os juros exigidos pelos aplicadores em CDB destes bancos cresceram ainda mais. Isto levou os bancos estaduais a recorrer aos empréstimos de liquidez do Banco Central, além da redução de seus depósitos compulsórios abaixo dos limites legais. Note-se que a posição dos bancos estaduais era especialmente problemática. Estes bancos eram responsáveis por grande parte das dívidas contraídas através da Resolução nº 63 por governo estaduais e municipais, além das empresas destes. Na prática, eles tiveram que segurar a inadimplência de seus estados. Um bom exemplo disto foi o BANERJ, grande repassador de créditos externos ao Metrô do Rio de Janeiro. A partir dos problemas

(101) ACERTADO Pagamento à Indústria de Base. Gazeta Mercantil, São Paulo, 23 de fevereiro de 1984. FINAME Recebe 17 Linhas de Crédito para Empresas Estatais. Gazeta Mercantil, São Paulo, 23 de fevereiro de 1983.

financeiros deste, o BANERJ é que teve que honrar seus empréstimos^(102).

Este problema só encontrou encaminhamento em maio de 1984, quando as operações através da Resolução nº 63 foram retiradas da base de cálculo da Resolução nº 831 e foi regulamentada a rolagem das dívidas vencidas. Através das Resoluções nº 923 e 926 foi concedida autorização aos bancos para que eles refinanciassem amortizações e juros vencidos e não-pagos em 1983 e o principal do vencido e a vencer em 1984. Isto seria realizado com o saque de recursos depositados no Banco Central, nos termos da Circular nº 230 ou pela contratação de créditos da fase II da renegociação da dívida. A preocupação com o controle monetário levou as autoridades econômicas a bloquear a liberação destes recursos até janeiro de 1985, a partir de quando seriam liberados aos bancos, em parcelas. Já aos bancos estaduais foi permitido que os recursos sacados fossem imediatamente usados na liquidação de empréstimos de liquidez ou na recomposição dos depósitos compulsórios. Muitos problemas colocaram-se, entretanto, quanto à remuneração devida pelo Banco Central por estes depósitos. A princípio o Banco Central propôs uma remuneração de 6% acima da correção monetária. Os bancos discordaram devido à disparidade em relação aos recursos captados no mercado, correção monetária mais 20% ao ano, na melhor das hipóteses. O impasse só foi solucionado quando o Banco Central concordou em remunerar estes depósitos pela correção cambial adicionada aos juros e encargos originalmente contratados entre o banco repassador e o tomador final. Embora os bancos tenham aceito a fórmula, que lhes proporcionava a correção cambial mais cerca de 16% ao ano, a diferença em relação ao custo de captação dos CDB que, de fato, lastreavam as operações, seria informalmente imputado aos tomadores finais dos recursos. Note-se que, além desta comissão de 3 a 4% que as entidades públicas seriam obrigadas a pagar, o esquema acabou criando nova conta denominada em moeda estrangeira no passivo do Banco Central. E, também, necessário notar que toda a operação foi montada no sentido de beneficiar os bancos repassadores. Para as entidades do setor público tratava-se apenas da legalização do que já estava ocorrendo na prática, colaborando

(102) Há informações de que a inadimplência chegava em abril de 1984 a mais de Cr\$ 400 bilhões. SETOR público poderá rolar até 90% dos empréstimos vencidos. Gazeta Mercantil, São Paulo, 4 de maio de 1984. BC AUTORIZA a rolagem também de parcela dos juros, Gazeta Mercantil, São Paulo, 10 de maio de 1984.

muito pouco para a solução dos seus problemas financeiros (103).

O equacionamento dos créditos externos através da Resolução nº 63 significou, também, um esvaziamento da Resolução nº 831. Isto veio se somar à retirada do crédito do FINAME e do BNH, à qual já nos referimos. Deste modo, a Resolução nº 831 passou a ser aplicada apenas aos créditos do BNDES (exceto FINAME), Fundo de Assistência Social (FAS) e empréstimos bancários diversos em moeda nacional. Sua abrangência foi reduzida a cerca de 15% do que fora no início. Isto, entretanto, não significou a desmontagem do aparato de controle, apenas serviu para atenuar os seus efeitos mais perversos, como os atrasos de pagamento junto ao setor privado e a inadimplência no tocante aos créditos de 63. Toda a estrutura de contenção ao endividamento público, interno e externo, continuou a existir, baseada nas autorizações para operações de crédito, regulamentadas pela Resolução nº 818, e na atuação do COMOR que, pelo menos até meados de 1984, foi bastante efetiva (104). Adotou-se, inclusive, nova medida restritiva sobre os bancos estaduais e seus respectivos estados. A Resolução nº 905, de 5 de abril, limitou os créditos, exclusive repasses, dos bancos estaduais à média diária dos depósitos da administração direta e indireta no banco, nos últimos seis meses.

Apesar de toda a restrição ao endividamento do setor público, as metas acertadas com o Fundo sobre as necessidades de financiamento do setor público, nos conceitos nominal e operacional, só foram cumpridas nos dois primeiros trimestres de 1984 mediante a utilização de ajustes contábeis de final de período. No primeiro trimestre, frente ao temor de que não se conseguisse evitar o estouro das metas, especialmente a nominal, que foi afetada pela inflação acima do previsto, as autoridades econômicas efetuaram uma capitalização da Siderbrás e da Eletrobrás, transformando o que seria contabilizado como dívida para com o Banco do Brasil em capital. Isto se deu porque, através do Aviso 6B 588, o Banco do Brasil cobriu

(103) BC AUTORIZA rolagem da dívida contraída via Resolução nº 63. Folha de São Paulo, São Paulo, 18 de maio de 1984.

(104) OLIVEIRA, J.C. Reordenamento Financeiro do Governo Federal: Implicação da Lei Complementar nº 12. Brasília, 1986, mimeo, p. 19 e 20. SETOR Público poderá rolar até 90% dos empréstimos vencidos. Gazeta Mercantil, São Paulo, 4 de maio de 1984.

dívidas externas destas duas "holdings" desde 1981. Até dezembro de 1983 estas dívidas externas saldadas pelo Banco do Brasil, acumularam Cr\$ 2.164 trilhões. Como, em 1983, o Tesouro Nacional transferiu recursos fiscais às Autoridades Monetárias, em parte para cobrir esta conta, procedeu-se a uma operação contábil. As dívidas foram anuladas dos passivos da Siderbrás e da Eletrobrás, transformando-se em aportes de capital do Tesouro. A Siderbrás foi capitalizada em Cr\$ 1.404 trilhão e a Eletrobrás em Cr\$ 760 bilhões. Por isso, as necessidades de financiamento da Eletrobrás, no primeiro trimestre, caíram de Cr\$ 1.380 trilhão para Cr\$ 540 bilhões. Já no caso da Siderbrás, o déficit de Cr\$ 1.176 trilhão transformou-se em superávit de Cr\$ 460 bilhões. Note-se que este aporte de capital não aparece como despesa, porque o Tesouro Nacional transferiu os recursos correspondentes em 1983 e a expansão de crédito foi realizada pelo Banco do Brasil também naquele ano (105).

No fechamento dos números do setor público para o segundo trimestre novos problemas se colocaram, não só pelo lado da inflação acima do previsto, mas pelo lado dos gastos efetivos. Para contornar o não cumprimento das metas para o segundo trimestre as autoridades econômicas tentaram negociar a fórmula de contabilização da dívida pública. Sustentavam que deveria ser computado apenas o valor efetivamente recolhido. Este valor era inferior à soma dos valores de face dos títulos, devido ao deságio na colocação das ORTN monetárias (106). A recusa do FMI levou à utilização de dois outros artifícios que acabaram viabilizando o cumprimento das metas para o setor público. Em primeiro lugar, no mês de junho efetivou-se uma grande contenção de despesas a nível da administração direta do Governo Federal. Cerca de Cr\$ 600 bilhões tiveram sua liberação postergada para julho (107). De outro lado, o Tesouro por meio de nova capitalização, assumiu uma dívida de Cr\$ 500 bilhões da Siderbrás para com o BNDES. A União assumiu a responsabilidade de saldar esta dívida entre 1985 e

(105) EXCEDENTE fiscal aliviará siderurgia. Gazeta Mercantil, São Paulo, 9 de março de 1984. DAIN, S. & AFONSO, J.R. O Setor Público e as Finanças Públicas na América Latina: o caso do Brasil, Rio de Janeiro, mimeo, p. 49. O GOVERNO capitaliza as estatais. Gazeta Mercantil, São Paulo, 3 de abril de 1984.

(106) BRASIL sugere ao FMI mudar a contabilização da Dívida Pública. Gazeta Mercantil, São Paulo, 4 de junho de 1984.

(107) SECRETARIA DE ECONOMIA E PLANEJAMENTO-SP. Boletim de Conjuntura Econômica, nº 11, São Paulo, julho, 1984, p. 38.

2004. Com isto, foi satisfeita a meta acertada com o FMI (108).

O primeiro semestre terminou com alguns indicadores que merecem destaque. O crédito do Banco do Brasil retraiu-se 22,1%, em termos reais. O crédito do Banco Central aos exportadores de manufaturados também caiu, em termos reais, 38,1%. As transferências do Orçamento Geral da União ao Orçamento Monetário elevaram-se a Cr\$ 3,79 trilhões, muito mais do que havia sido programado, mesmo tendo em vista a aceleração da inflação. Com isto, acabou havendo um pequeno resgate de títulos públicos, embora já em junho a tendência estivesse se revertendo. As metas monetárias foram ultrapassadas em muito. A base monetária avançou 32,4%, contra os 13,5% programados. Os meios de pagamento cresceram 38%, frente aos 11,9% previstos inicialmente.

2.2.5. Final de Mandato e Afrouzamento da Política Restritiva

O segundo semestre de 1984 iniciou-se com a perspectiva de novas e duras negociações com o FMI, devido ao insucesso no combate à inflação. A busca do controle monetário foi novamente aprofundada. Logo a 1^a de agosto tomou-se uma série de medidas neste sentido. O mais penalizado foi o crédito agrícola, que tradicionalmente pressiona a política monetária no segundo semestre. Foi reduzido o volume de crédito de custeio e os bancos privados foram autorizados a cobrar juros de mercado no que excedesse as suas exigibilidades para com o crédito agrícola. Isto implicou, além da redução do volume de crédito oficial, o encarecimento do custo efetivo do crédito, composto entre taxas subsidiadas e de mercado. Também no sentido de reduzir a expansão de suas operações ativas o Banco Central passou aos bancos comerciais toda a responsabilidade pelo crédito à exportação. Além disso, o Banco Central procurou elevar a capacidade de absorção de títulos públicos pelo mercado com a expansão do limite de títulos, com relação ao

(108) UNISQ adquire ações da Siderbrás e cumpre meta do déficit público. Gazeta Mercantil, nº 12, São Paulo, setembro, 1984, p. 51 e 52.

capital de cada instituição financeira. Em 21 de agosto, outra medida no sentido de aumentar a competitividade dos títulos públicos. Os CDB passaram a ter prazo mínimo de 180 dias, ao invés de 90 dias, como vinha sendo desde o início do ano (109).

Seria, entretanto, a reunião do Conselho Monetário Nacional de 12 de setembro que daria forma mais acabada à política econômica para o restante do ano. A Resolução nº 960 determinou que os recolhimentos compulsórios sobre os depósitos a prazo de bancos comerciais, de investimento e desenvolvimento se elevasse de 10% para 22%, devendo esta diferença ser aplicada em títulos públicos. As entidades de previdência e as seguradoras tiveram elevado o nível de suas reservas técnicas que deveria ser aplicado em títulos públicos. Visou-se, assim, abrir significativos mercados cativos para facilitar a rolagem e a expansão da dívida pública. Foram, também, congelados os depósitos em moeda estrangeira, para que por aí não se fizesse uma nova pressão sobre a execução monetária. Esta, obviamente, se colocaria, devido ao aumento dos juros internos e à segurança quanto ao câmbio (110). Complementarmente, a política fiscal auxiliaria mais uma vez o controle monetário. As transferências do Orçamento Fiscal ao Monetário deveriam subir dos Cr\$ 5,8 trilhões planejados a Cr\$ 8,8 trilhões. Isto seria viabilizado com um corte de gastos de cerca de Cr\$ 2 trilhões, e com uma nova colaboração compulsória dos assalariados. A tabela de retenção do Imposto de Renda na fonte, para o segundo semestre, foi corrigida em níveis bem inferiores aos alcançados pelos índices de preços (III).

(109) SECRETARIA DE ECONOMIA E PLANEJAMENTO-SP. Boletim de Conjuntura Econômica, nº 12, São Paulo, setembro, 1984, p. 51 e 52. BANCO CENTRAL DO BRASIL, Informativo Mensal, nº 49, Brasília, agosto, 1984, p. 8 e 9.

(110) No caso dos depósitos da Circular nº 230 o congelamento seria até o final do ano. Idem, Informativo Mensal, nº 50, Brasília, setembro, 1984, p. 6 e 7.

(III) A Portaria nº 91, de 9 de maio de 1984, do Ministério da Fazenda reajustou as tabelas para o cálculo da retenção do Imposto de Renda na fonte em 50%, para vigorar a partir de 1º de julho, frente à inflação acumulada no ano de 71,12, medida pelo INPC.

Nesta reunião do Conselho Monetário foram adotadas, também, várias medidas que há tempos o FMI advogava. Além da privatização de todo o crédito à exportação e de parte do crédito agrícola, outras medidas foram tomadas: o IOF sobre importações de petróleo foi eliminado, estabeleceu-se para 1^o de maio de 1985 a extinção do crédito-prêmio do IPI aos exportadores, iniciou-se a liberalização do comércio externo de produtos agrícolas e limitou-se a necessidade de exame de similaridade e insuficiência de produção nacional para importação com prazo de financiamento acima de um ano.

A "6^a Carta de Intenções" (112), assinada em 21 de setembro reafirmava a disposição das autoridades brasileiras em controlar a moeda para deter o processo inflacionário. Havia uma referência explícita ao compromisso de limitar o crescimento da base monetária em 95%. Levando em conta a nova projeção com respeito à inflação, 194%, esta meta significaria um aprofundamento da contração da liquidez real. AO lado disto, reestimava-se o superávit operacional do setor público de 0,3% do PIB para 0,55% do PIB, com o intuito de "reestabelecer a coerência entre os objetivos da política monetária e a desejada acumulação de reservas internacionais"⁽¹¹³⁾. Isto é, para melhorar o setor externo, que era o único que ia bem, advogava-se comprometer ainda mais as questões internas. Além da reafirmação habitual da fé no liberalismo econômico e no livre comércio as autoridades comprometiam-se em promover, ainda em 1984, uma reforma financeira, consubstanciada na transformação do Banco Central em uma instituição de tipo clássico, passando funções de fomento para o Banco do Brasil e outras esferas governamentais.

As metas de contenção monetária, acertadas com o Fundo, eram absolutamente inconciliáveis com o crescimento das reservas internacionais que vinha ocorrendo. A característica geral no segundo semestre do ano foi a pressão expansionista por parte do setor externo. Frente a esta pressão, o Banco Central promoveu uma brutal contração de suas operações ativas e uma enorme colocação líquida de títulos públicos. Embora seja verdade que os pagamentos por conta do Governo Federal chegaram a Cr\$ 3.3 trilhões, no

(112) BRASIL, "6^a Carta de Intenções". In: IEI-UFRJ, Boletim de Conjuntura Industrial, vol. 4, n^o 4, Rio de Janeiro, setembro, 1984, p. 77 a 93.

(113) Idem, ibidem, p. 81.

ano - com destaque para a conta-trigo e para o pagamento de dívidas do IAPAS - não podem caber dúvidas quanto à raiz do descontrole monetário. As operações do setor externo resultaram em pressão expansionista líquida de Cr\$ 14,9 trilhões no ano, ou seja, 57,2% dentre o total de fatores de expansão da base.

No esforço de contenção monetária do último trimestre o "open-market" foi sobre-utilizado, o que gerou grandes tensões no mercado financeiro. Embora as autoridades econômicas tenham procurado usar de artifícios como adiamento de gastos ou postergação das restituições do Imposto de Renda, além do anúncio de medidas rígidas sobre as estatais para que elas saldassem seus compromissos de Avisos 6B 588, o "open market" é que foi o elemento nuclear da política monetária. Ao final do ano, o total de títulos públicos liquidamente colocados no mercado atingiu a marca de Cr\$ 9,8 trilhões, cifra bem próxima da variação da base monetária no ano. Não bastasse a necessidade de abrir espaço para colocar títulos novos em tal dimensão, a política de dívida pública enfrentou, também, outros problemas. Um deles foi criado pelo próprio governo ao proceder, no primeiro semestre à troca de ORTN cambiais por monetárias. Para facilitar a operação, o Banco Central colocou títulos de prazo decorrido, que venceriam ainda em 1984. Deste modo, o volume de títulos a rolar no segundo semestre era enorme. Outro problema deveu-se à troca de governo, a se realizar em março de 1985. O mercado passou a cobrar uma remuneração bem maior para compensar a incerteza com respeito à postura da nova administração sobre a dívida pública (114). Em verdade, isto era indicador que os próprios agentes do mercado financeiro julgavam aquela situação, de desenfreada especulação financeira, insustentável. As dificuldades acabaram contornadas da pior forma possível, abertura de mercados cativos, aumento de todas as taxas de juros, elevação do custo da dívida e concentração de vencimento de títulos no primeiro semestre de 1985. Tratava-se, é certo, de completar o Governo Figueiredo da maneira que fosse possível.

(114) ANDIMA, Carta Andima, nº 47, Rio de Janeiro, dezembro, 1984, p. 12.

O saldo de final de ano da política monetária foi desastroso sob todos os aspectos. De nada adiantou a violenta retração real dos créditos do Banco do Brasil, em quase 30%, relativamente ao ano anterior, e do Banco Central. Nem a brutal colocação de títulos conseguiu segurar a base monetária. Os meios de pagamento expandiram-se em 203,5%. Embora sejam níveis próximos aos índices de inflação, isto não significa que a política tenha sido passiva. Pelo contrário, embora o controle sobre os agregados monetários tenha fracassado, o sentido geral da política monetária prevaleceu, com a manutenção de juros elevadíssimos durante quase todo o ano e o significativo estreitamento da liquidez real. Ao final de 1984, o saldo da dívida pública federal junto ao público havia sofrido um incremento real de 68,2%, em relação a dezembro de 1983, fixando-se na marca de Cr\$ 49,8 trilhões. Quanto a isto, cabe, também, o registro da crescente participação de instituições não-financeiras no carregamento das carteiras de títulos, revelando o aumento da participação destes agentes no circuito especulativo de curto prazo montado a partir da política monetária (115).

A ativa política de dívida pública e a pressão por ela exercida sobre o mercado financeiro, com forte repercussão sobre a taxa de juros, fez com que se intensificasse o debate sobre a estatização do crédito. Advogava-se que a grande presença do estado, como demandante de crédito, elevava as taxas de juros, expulsando ou inibindo o setor privado, o famoso efeito "crowding-out". Esta presença seria, pois, o grande entrave à recuperação da economia. A análise dos dados sobre a evolução do crédito nos anos oitenta comprova a veracidade da afirmação de que as entidades públicas aumentaram, em muito, sua participação no total de empréstimos. De 1980 a 1984 os empréstimos do sistema financeiro ao setor cresceram em média 10,7% ao ano, em termos reais. Estes mesmos créditos decresceram em 5,5% ao ano no que toca ao setor privado. Dentre os bancos comerciais oficiais, o setor governamental não-financeiro evoluiu de 39,6% do total das operações de crédito, em 1978, para 67,4%, em 1984. Ao contrário, o setor privado no mesmo período, caiu de 57,7% para 25,5%. A alteração de posição relativa, com referência aos bancos comerciais privados, também foi dramática. Entre 1978 e 1984, o setor governamental cresceu, dentre as operações de crédito, de 1,9% para 25,2% do total. O inverso ocorreu ao setor privado, caindo de 94,1% a 64,8%. Houve, sem dúvida, um forte crescimento dos empréstimos ao setor público, ao contrário do que ocorreu

(115) Idem, ibidem, p. 5 e 6.

ao setor privado (116)

A idéia de que o setor privado estivesse sendo expulso pela ganância do setor público por novos empréstimos não resiste, entretanto, a um mínimo de reflexão sobre as transformações que o ajustamento recessivo impôs ao sistema financeiro. Deve-se atentar para o fato de que a redução na demanda por crédito do setor privado tem a ver com uma estratégia microeconômica usada pelas empresas frente ao patamar alcançado pelos juros. Um conjunto expressivo de empresas conseguiu realizar uma reestruturação em sua estrutura patrimonial, liquidando dívidas e passando a realizar aplicações no próprio sistema financeiro. Várias empresas conseguiram fazê-lo mediante créditos oficiais para saneamento financeiro, racionalização da produção, redução de estoques ao nível mínimo e, especialmente, utilização do poder de mercado para repassar o ajuste aos consumidores e compradores, via elevação do "mark up", ou aos outros elos da cadeia produtiva. Note-se, que esta conduta das empresas privadas não seria modificada apenas por uma retração do endividamento do setor público. O espaço assim aberto não seria ocupado pelo setor privado, em razão de que a taxa de juros permanecia alta por ser um componente essencial do programa de ajustamento, não porque o setor público estivesse pressionado excessivamente a oferta de crédito (117)

Sem dúvida, os últimos meses do ano de 1984 foram caracterizados por grande dubiedade no comando da política econômica. De um lado, diversas medidas foram tomadas em estrita concordância com as imposições do FMI, tendo em vista as negociações para a nova carta de intenções, a ser assinada em dezembro. Assim, deu-se prosseguimento aos estudos para efetivação da reforma bancária, com a separação entre o Banco Central e o Banco do Brasil, liberalizou-se o comércio externo de uma extensa série de produtos e a utilização do Aviso 6B 588, cuja eliminação havia sido prometida

(116) TAVARES, M.C., ALMEIDA, J.S.G. & TEIXEIRA, A. Op. cit., p. 84 a 107.

(117) Idem, ibidem, p. 69 a 83.

ao Fundo, sofreu forte regulamentação (118). Entretanto, de outro lado, muito pouco restava de compromisso com as metas acertadas com o FMI. O governo tentou a todo custo, finalizar diversas obras para inaugurá-las antes da posse do novo governo.

Pode-se dizer que a contenção dos gastos públicos foi efetiva apenas no primeiro semestre. Ao final do ano, as transferências do orçamento fiscal ao monetário chegaram a Cr\$ 5,8 trilhões, mesma cifra planejada no início do ano com expectativa inflacionária bem inferior. Os entendimentos de setembro com o FMI, que fixavam estas transferências em Cr\$ 8,8 trilhões, também não foram cumpridos. No tocante às empresas estatais, a necessidade de agilizar as obras de Tucuruí, Itaipu e Açominas, dentre outras, levou a Secretaria do Planejamento a conceder grande número de autorizações para endividamento (119). Note-se que os recursos contratados junto a bancos externos só ficavam disponíveis depois de 150 dias, prazo no qual ficam depositados nos termos da Resolução nº 479. Para antecipar estes recursos as estatais pagaram a empreiteiras e fornecedores com recibos destes depósitos as dívidas antigas, abrindo espaço para novos contratos ou compras, ou fizeram novas despesas. Empreiteiras e fornecedores descontaram estes recibos junto aos bancos. Mas note-se que esta operação só foi possível porque votos do CMN ou comunicações do Ministro da Fazenda liberaram estes recibos das normas do Decreto-lei nº 2169, de 29 de outubro de 1984. Por este decreto-lei, qualquer liberação de recursos depositados nos termos da Resolução nº 479 só é feita depois de comprovado que as empresas não têm nenhum débito com o Banco do Brasil relativamente aos Avisos 6B 588 e MF 30. Note-se, também, que no momento em que a empresa estatal deveria saldar suas dívidas para com o Banco do

(118) O Decreto-lei nº 2169, de 29 de outubro de 1984, estabeleceu duras sanções às empresas que não quitassem em 30 dias qualquer dívida externa saldada pelo Banco do Brasil através do Aviso 6B 588. A inobservância disto implicaria em indisponibilidade de todos os créditos do devedor junto à rede bancária e multas sobre os saldos devedores, além de correção monetária. ESTATAIS pressionadas a quitar 6B 588. Folha de São Paulo, São Paulo, 30 de outubro de 1984.

(119) FALTA revisão dos Orçamentos para conclusão da nova carta. Gazeta Mercantil, São Paulo, 3 de dezembro de 1984.

Brasil, os recursos já teriam sido usados para contratar novas obras. Calcula-se que, por meio deste mecanismo, houve uma liberação de recursos às estatais de US\$ 500 milhões entre dezembro de 1984 e março de 1985. A luz de fatos como este, fica mais fácil compreender porque os investimentos das estatais caíram bem menos que os 20% inicialmente previstos (120).

Embora descumprindo, na prática, os acordos com o Fundo, as autoridades econômicas assinaram a 7ª Carta de Intenções em 20 de dezembro de 1984. Sem dúvida, as metas ali contidas para primeiro e segundo trimestres de 1985, assim como a transgressão dos tetos fixados para 31 de dezembro de 1984, não importavam muito à equipe econômica, dado que as conversações em torno do "waiver" e de um inevitável "Adendo" teriam que ser realizadas pelo novo Governo. É interessante, contudo, analisar alguns pontos desta nova carta para saber o que o FMI desejava da economia brasileira no último ano do programa de ajustamento. Os tetos para expansão da base monetária e dos meios de pagamento seriam de 60%. Novamente o Orçamento Monetário contaria com transferências do Tesouro de cerca de 2% do PIB, mas a inovação era a fixação de metas para transferências dos superávits das empresas estatais às Autoridades Monetárias. Quanto à meta para as necessidades de financiamento do setor público, no conceito operacional, previa-se superávit de nada menos que 2,9% do PIB. Calculava-se também, uma inflação de 120% ao final do ano.

O ano de 1984 iludiu aos mais diversos analistas econômicos. Nem a inflação cedeu com o arrocho monetário-fiscal-salarial, nem a política econômica baseada nesta tríade contracionista levou o País a uma nova queda do PIB. O produto cresceu 5,7%, liderado pela indústria que aumentou sua produção em 6%. Não há dúvida de que o dinamismo das exportações de manufaturados foi o fator que surpreendeu a todos. O comportamento das vendas externas refletiu-se, logo no primeiro trimestre, nos índices de produção de bens intermediários e de capital. Este dinamismo, aliado ao aumento da renda do setor agrícola, que passou a se converter em gastos internos, colocou em marcha a reversão das expectativas empresariais e de gasto pessoal e efeitos multiplicadores sobre a cadeia de relações inter-industriais que, no segundo semestre, já repercutiram sobre as indústrias de bens não-duráveis e, depois, duráveis. Note-se que os salários

(120) Embora os dados do Capítulo III mostrem queda nos investimentos, à época, noticiou-se que eles teriam crescido 1,7%. ESTATAIS: confusão de US\$ 500 milhões. Gazeta Mercantil, São Paulo, 21 de maio de 1985.

acompanharam este crescimento negando, na prática, o Decreto-lei nº 2065(121).

O setor externo foi novamente o ponto alto da economia em 1984. Conseguiu-se significativa recomposição das reservas internacionais, ao nível de US\$ 7 bilhões, devido ao superávit do Balanço de Pagamentos. A conta de transações correntes, após muitos anos, apresentou superávit de US\$ 166 milhões. Isto foi viabilizado pelo estuendo crescimento do saldo comercial que atingiu US\$ 13,1 bilhões, superando todas as previsões. As exportações atingiram US\$ 27 bilhões, com crescimento de 23,3% em relação a 1983. As vendas externas foram puxadas pelos produtos industrializados com crescimento de 37,3% tendo sido realizadas em grande parte para o mercado norte-americano. Quanto às importações, houve queda de 9,8% no valor importado que chegou a US\$ 1,39 bilhões. As maiores reduções nas compras no mercado externo ocorreram com o petróleo e bens de capital (122). Em verdade, o grande trunfo das autoridades econômicas nas negociações com o FMI e os bancos credores era, justamente, o saldo comercial. A complacência do Fundo quanto ao estouro das metas, especialmente da política fiscal, só pode ser explicado pelo fato de que o Brasil cumpria o fim último do ajustamento: a geração de superávits comerciais para o pagamento dos juros externos.

(121) SOUZA, F.E.P. "Da Crise à Expansão uma Trajetória Ameaçada". In: PRESENÇA, nº 5, São Paulo, Caetés, janeiro, 1985, p. 20 a 28.

(122) SECRETARIA DE ECONOMIA E PLANEJAMENTO-SP, Análise de Conjuntura Econômica - Retrospectiva do Ano de 1984, nº 14, São Paulo, 1985, p. 24 a 28. BANCO CENTRAL DO BRASIL, Relatório Anual 1984, vol. 21, Brasília, 1985, p. 73 a 83.

2.3. A Política Econômica na Nova República

2.3.1. Dornelles e a Verdadeira Austeridade

Talvez a principal mudança na política econômica, em 1985, tenha sido o novo ambiente onde ela teve que ser conduzida. A autonomia que tivera Delfim Netto na implementação do ajuste recessivo seria inimaginável no novo quadro político. A começar da constituição do ministério, onde a área econômica comportava ministros de posições tão diversas quanto Francisco Dornelles no MINIFAZ e João Sayad na SEPLAN-PR. O impedimento de Tancredo Neves e o advento de um governo de legitimidade duvidosa, como o de José Sarney, ampliou ainda mais os condicionamentos a que a política econômica teria que satisfazer. Efetivamente, a parcela ortodoxa da área econômica, capitaneada por Francisco Dornelles e Antonio Carlos Lemgruber do Banco Central, sempre torpedeada pela Secretaria do Planejamento, não conseguiu viabilizar seu programa de austeridade, embora tenha dado o tom da política econômica de março a junho. E isto se deu pelo descolamento de um programa deste tipo da realidade de uma economia que vinha em firme crescimento, depois de uma recessão bastante aguda.

Logo a 18 de março, as primeiras medidas econômicas ajustaram-se perfeitamente à palavra de ordem do governo Sarney: "É proibido gastar". As principais medidas foram as seguintes: a) o Decreto-lei 2276 elevou em 10% o corte de 15% sobre o Orçamento Geral da União que houvera sido estabelecido pelo Decreto-lei nº 2212 de 31 de dezembro de 1984; b) foi restabelecido o controle de preços e serviços pelo CIP e os preços industriais tiveram seus reajustes suspensos por 30 dias; c) foi decidida rigorosa fiscalização quanto ao cumprimento da Resolução nº 991, que estabeleceu o teto de 90% do principal para rolagem das dívidas do setor público; d) os dirigentes de estatais inadimplentes para com o Banco do Brasil sofreriam punições; e) as operações de fomento do Banco Central foram suspensas por 90 dias e f) foram proibidas expansões nas operações ativas dos bancos oficiais federais por 60 dias, devendo os recursos serem

utilizados na compra de títulos públicos. Embora tivessem, no mesmo momento, sido constituído várias comissões de estudo para reformas, setoriais, este pacote deixou claro que a política econômica do novo governo seria a reedição daquela implantada por Delfim Netto nos últimos anos (123).

A primeira reunião do Conselho Monetário Nacional, a 21 de março, só veio reforçar o caráter contencionista da "nova" política econômica. A Resolução nº 1000 aumentou de 20% para 40% a margem de utilização livre das reservas bancárias. A Resolução nº 1001 alterou os critérios de indexação, igualando as correções monetária e cambial à média geométrica da inflação nos últimos 3 meses, medida pelo IGP. Ao lado disto, criou-se a ORTN com prazo de 1 ano, papel que seria utilizado na rolagem da dívida pública, enquanto as LTN seriam responsáveis apenas pelos ajustes de liquidez. A razão última deste conjunto de medidas foi, sem dúvida, reduzir os riscos para o mercado financeiro, facilitando a utilização do "open market" na política monetária restritiva que seria implementada. Como a correção monetária só era conhecida ao final do mês, do "overnight" sofria bruscas variações em caso de erro nas previsões quanto ao índice de preços, o que produzia forte instabilidade no mercado. As novas regras reduziram sensivelmente os riscos e garantiriam espaços para a utilização das LTN de 35 dias, dado o conhecimento prévio do rendimento das aplicações pós-fixadas. Nos primeiros meses, o congelamento de preços públicos e o controle dos privados propiciaram uma queda da inflação para menos que 8%. De outro lado, a correção monetária ia a mais que 10%, propiciando altos lucros ao mercado financeiro e fortes perdas aos agentes endividados, especialmente ao setor público. A grande afluência de recursos para o mercado financeiro possibilitou a rolagem de grande quantidade de títulos vencidos no primeiro semestre, herança da administração anterior (124).

(123) GOVERNO coloca em prática seu Plano de Austeridade. Folha de São Paulo. São Paulo, 19 de março de 1985. SECRETARIA DE ECONOMIA E PLANEJAMENTO-SP Boletim de Conjuntura Econômica, nº 15. São Paulo, abril-maio, 1985, p. 3 a 5.

(124) Idem. Ibidem, pp. 35-37.

O pronunciamento do Ministro Dornelles na Câmara dos Deputados, a 8 de maio, colocou claramente os traços gerais do seu diagnóstico sobre a economia brasileira, bem como a terapia mais indicada. A política fiscal, no entender do ministro, era elemento central dos problemas da economia, como reflete o seguinte trecho: "A dificuldade em gerir as finanças do País, notadamente as finanças das empresas estatais, tem resultado em endividamento crescente, elevação dos juros reais, desemprego e inflação. A espiral inflacionária é consequência preponderante do financiamento do déficit de 'caixa' do governo através da emissão de moeda". A principal tarefa da política econômica seria, portanto, fazer frente a um enorme déficit de caixa, estimado em Cr\$ 84,9 trilhões. As formas de fazê-lo seriam: aumento da receita pública, elevação da dívida pública, emissão de moeda e redução de despesas. A programação era de que a emissão de moeda desse sua colaboração consoante a meta de contenção da expansão monetária em não mais que 150% no ano, frente à inflação prevista em 200%. O incremento da dívida pública não deveria exceder Cr\$ 10 trilhões para não haver pressão sobre a taxa de juros. Quanto aos aumentos de receita, seriam marginais com aumento da tributação sobre o mercado financeiro.

Caberia ao corte de gastos o principal papel na contenção do déficit. Seria esta a saída mais "racional" no entender de Dornelles. Para ele, "a eliminação do desequilíbrio nas empresas estatais (Cr\$ 20 trilhões) corresponderia a uma redução em seus dispêndios globais da ordem de 8%, aproximadamente. No conjunto dos Estados e Municípios, a um corte de gastos de cerca de 10% e no sistema previdenciário a aproximadamente 7,5%⁽¹²⁵⁾. Seriam Cr\$ 32,7 trilhões a cortar. Note-se que Dornelles já havia começado a colocar em prática esta política, antes do seu pronunciamento. Em 17 de abril, o Banco Central enviou circular a todos os agentes financeiros, determinando o bloqueio das contas de todos os inadimplentes junto ao Banco do Brasil, através dos avisos 6B-588, MF-30 e MF-09. Pretendia fechar, assim, uma via de grande pressão das empresas estatais, estados e municípios sobre as Autoridades Monetárias, o honramento dos avais do Tesouro ao endividamento externo das entidades do setor público, além dos empréstimos-pontê entre a negociação de recursos e a sua liberação. Note-se que tratava-se de fazer cumprir o Decreto-lei nº 2169, que fora baixado em 29 de outubro de 1984, para satisfazer o FMI, mas

(125) PRONUNCIAMENTO de Francisco Dornelles na Câmara dos Deputados, dia 8 de maio de 1985.

nunca havia sido acionado (126)

As medidas de restrição ao setor público prosseguiram com a limitação à expansão do crédito às entidades públicas e com sanções de ordem administrativa. Os Decretos nº 91270 e nº 91271, de 29 de maio, determinaram a responsabilização dos dirigentes de estatais por transgressões ao Orçamento SEST e proibiram as entidades estatais de conceder avais, fianças ou garantias. A Resolução de nº 1010, de 23 de maio, proibiu as instituições financeiras de renovar mais que 90% do principal de suas operações com o setor público. A Resolução nº 1012, de 14 de maio, elevou o limite para rolagem da dívida do setor público de 90% para 100%. Embora esta medida significasse melhoria das condições, relativamente à Resolução nº 991, baixado pelo governo anterior, as duas resoluções combinadas mantinham estreitos limites ao endividamento do setor público. Colocaram-se novamente os problemas de inadimplência de entidades públicas.

A preocupação básica da política econômica comandada por Dornelles e Lemgruber era a de realizar uma política monetária contracionista que, junto ao controle de preços, especialmente públicos, revertesse as expectativas inflacionárias. Mas, para controlar a moeda, era necessário ter sob rígido domínio a política fiscal. Esta perspectiva é que explica a mudança de conceito quanto ao déficit público. O conceito de Déficit de Caixa do Governo Federal, criado pela equipe de Dornelles não mede o impacto do setor público sobre o crédito em geral como o conceito Necessidades de Financiamento do Setor Público não-Financeiro (NFSP) do FMI, ele toma apenas o rebatimento do setor público sobre as contas das Autoridades Monetárias⁽¹²⁷⁾, desprezando dívidas para com o sistema bancário e o setor privado não-financeiro. Embora imperfeito para medir o impacto do setor público sobre o crédito, o conceito de Dornelles adequava-se perfeitamente ao controle da moeda e tinha grande semelhança com o Orçamento Monetário. Além disto, ele possuía uma vantagem adicional frente ao NFSP, nominal ou operacional, a dívida pública ficada liberada para auxiliar na política monetária ativa, enquanto isto não seria possível se o déficit fosse medido

(126) DORNELLES bloqueia depósitos das estatais. Folha de São Paulo, São Paulo, 18 de abril de 1985.

(127) Aliás, erroneamente, toma necessidades de recursos criadas pelo setor privado.

pelo conceito do FMI, dado que a própria dívida pública é um dos componentes do NFSP. Portanto, o próprio conceito de déficit público que passaria a ser utilizado pela nova administração trazia em si, uma unidade entre a política fiscal e a monetária no sentido de promover uma contenção monetária realmente "eficiente".

As posições liberais e monetaristas do Ministro Dornelles encontravam forte apoio no Banco Central. Exemplo singular disto foi a questão das taxas de juros. A discussão sobre o elevadíssimo patamar em que elas se encontravam desde o início do ajuste recessivo foi, desde o princípio da nova gestão, objeto de grandes controvérsias. Já em março, o diretor da Dívida Pública, José Júlio Senna expôs sua visão sobre o assunto: "Os juros são altos devido ao déficit público ... O nível dos juros exerce a importante função de explicitar o conflito existente entre o déficit fiscal e a política monetária que se deseja imprimir ... O único caminho é o controle do déficit público, de preferência pela redução de gastos" (128). Portanto, a intervenção do Banco Central não poderia alterar a taxa de juros sem o controle da política fiscal. Ainda mais, o nível de taxa de juros, relativamente ao déficit público, era elemento crucial frente à restrição externa: "reduzir as taxas de juros de modo artificial resultaria não apenas em mais inflação, mas, talvez principalmente, numa séria crise cambial em poucos meses. De fato, na ausência de estímulos à poupança doméstica haveria fuga de capitais" (129).

A equipe econômica também buscou entrar em entendimentos com o FMI. Foi cancelado, entretanto, o programa de financiamento ampliado que vigoraria até 1985, devido às dificuldades que se colocariam em face do descumprimento das metas contidas na sétima carta de intenções, especialmente quanto às metas das políticas monetária e fiscal. O NFSP operacional, além de não chegar ao superávit de 0,55% do PIB, somou déficit de 1,7% do PIB. Estas dificuldades fizeram com que se optasse pela negociação de um crédito "stand by" de 18 meses. As negociações foram, contudo, bastante complexas. O FMI tinha grandes preocupações com "o afrouxamento do ajuste que se tornou aparente em meados de 1984 e

(128) SENNA, J.J. "Notas para uma Política de Open Market". In: ANDIMA, Carta Andima, nº 50, Rio de Janeiro, março, 1985, p. 3-4.

(129) Idem, loc. cit.

continuou em 1985* (130) e desejava que fosse implementado um profundo choque fiscal, que "seria condição necessária para enfrentar o problema da inflação e garantir o crescimento sustentado da economia" (131). Por trás desta afirmação existia, entretanto, a avaliação de que era necessária uma recessão para controlar a inflação e recolocar as condições para o crescimento ou, como dizia o chefe da missão do Fundo: "não seria melhor uma queda da atividade econômica com certo espaço de tempo do que conviver com a estagflação?" (132).

A posição dos negociadores brasileiros era um pouco distinta da assumida pela equipe anterior. Embora o Ministério da Fazenda e o Banco Central também desejassem uma dura contenção fiscal e até uma recessão, se fosse necessário, as condições políticas em que o Governo se situava eram outras. Os agentes econômicos não aceitavam a reversão do crescimento, especialmente numa situação em que as contas externas mantinham-se sob controle. De outra parte, havia uma diretriz governamental de só assinar compromissos com metas exequíveis. As metas que o Fundo queria impor eram substancialmente mais duras que as pretensões do governo brasileiro. Só para se ter uma idéia, o Fundo desejava um superávit operacional de 4% do PIB e uma expansão da base monetária de 120% para 1985 (133).

(130) Relatório do "staff" ao "board" do Fundo. Transcrito em: FMI estimou em 3,5% o crescimento do Brasil este ano. O Globo, Rio de Janeiro, 6 de outubro de 1985.

(131) Idem. ibidem.

(132) GOVERNO diz ao FMI que rejeita recessão e não esconderá números. Gazeta Mercantil, São Paulo, 29 de maio de 1985.

(133) O FMI pede choque fiscal ao Brasil. Gazeta Mercantil, São Paulo, 31 de maio de 1985.

2.3.2. A Derrota da Ortodoxia

Muito mais problemáticos que as negociações com o FMI, eram os percalços que a política econômica enfrentava internamente. Até maio, foi possível controlar a expansão da base monetária em 24,7%, contra o IGP de 61,6%, à custa de grande colocação líquida de títulos públicos para enxugar a expansão de liquidez proporcionada pelo setor externo. Mas, em junho, nem a ativa política de "open market" e taxa de juros elevados, nem a contração dos gastos fiscais, conseguiram segurar os agregados monetários. A base cresceu 13% e os meios de pagamento 18,1%. Os gastos com a safra agrícola vieram se somar à pressão das contas externas. Os problemas do Comind e do Banco Auxiliar, o saneamento do Sul Brasileiro e a instabilidade do sistema financeiro colocavam sérios entraves à condução de uma política monetária tão ortodoxa quanto a desejada pelo Banco Central.

As dificuldades com a política monetária e a dívida pública eram tão grandes que o Banco Central demorou muito a introduzir a liberalização do mercado a que se propusera desde o início. Os mercados cativos para títulos públicos, constituídos a partir da obrigatoriedade de aplicação por parte de fundos de renda fixa, seguradoras e entidades de previdência privada, só começaram a ser reduzidos em junho. O recolhimento compulsório em títulos públicos sobre os depósitos a prazo teve uma redução quase simbólica, em maio, de 22% para 20%. Além disso, a prometida liberação da emissão de CDB de 90 dias limitou-se aos papéis pré-fixados e a política econômica se viu obrigada a aumentar a tributação sobre o mercado financeiro como forma de combater o déficit público. Note-se que um elemento básico de apoio à política monetária e de dívida pública no período era dado pelo congelamento de preços das empresas estatais que viabilizava que a inflação ficasse abaixo dos 8%. Como a correção monetária era superior a 10%, devido à regra da média geométrica, a colocação de títulos ficava imensamente beneficiada pelo afluxo de recursos em busca desta remuneração (134).

(134) SECRETARIA DE ECONOMIA E PLANEJAMENTO-SP. Boletim de Conjuntura Econômica, nº 16. São Paulo, junho-julho, 1985, p. 41 a 43. BANCO CENTRAL DO BRASIL, Informativo Mensal, Brasília, 1985, vários números.

Na questão do corte de gastos, o Ministério da Fazenda e o Banco Central encontraram dura resistência da Secretaria do Planejamento. A principal divergência, quanto à condução da política econômica, colocada pelo ministro João Sayad referia-se à discussão sobre a relação entre dívida e déficit público. Dado o acúmulo de dívidas em mãos do setor público, a tese defendida pela SEPLAN era de que a dívida é que seria a "causa causans" do déficit, e não o contrário, como sustentavam o Banco Central e o Ministério da Fazenda. E mais, além dos efeitos deletérios sobre a inflação, pela via dos custos financeiros, a manutenção da taxa de juros em elevado patamar só faria realimentar o déficit. Revelava, assim, a SEPLAN uma análise com respeito à natureza do déficit público diferente das que colocavam na perduliedade do setor público sua raiz. No principal documento produzido pela SEPLAN em 1985, a tese de que a natureza do déficit seria financeira aparece claramente no seguinte trecho: "O desequilíbrio do setor público apresenta assim uma dimensão financeira crucial. Os pagamentos de juros, conforme estimativas atuais, absorvem nada menos que 20,5% da receita global do setor público ... Dos Cr\$ 91 trilhões de juros, 65% devem-se à dívida externa e 35% à dívida interna" (135). Colocava-se como primeiro elemento no equacionamento das contas do setor público "equalizar a taxa de juros real interna à externa" (136). Depois da estabilização de preços internos a ser buscada com o rompimento da inércia inflacionária, o programa de combate ao déficit público culminaria com a renegociação, em bases favoráveis, da dívida externa. Embora o corte de gastos fosse necessário, a SEPLAN sustentava que só um projeto onde ele se mesclasse à queda dos juros e à elevação das receitas poderia ser aceitável, tendo em vista a manutenção do crescimento econômico.

Não foi apenas ao nível do discurso que a SEPLAN colocou-se em posição antagônica à defendida pelo Ministério da Fazenda e pelo Banco Central. Embora tivesse em seu poder grande parte dos instrumentos de política econômica, o Ministério da Fazenda não tinha justamente o controle das estatais, que seriam o principal alvo do corte de dispêndios públicos. Nas negociações com respeito aos cortes, cujos números seriam apresentados ao FMI, que eram cruciais à coerência da política fiscal com a

(135) SEPLAN-PR, "Diretrizes Gerais de política Econômica. Notas para o 1º PND da Nova República". In: Revista da Economia Política, vol. 5, nº 3, São Paulo, Brasiliense, 1985. p. 143.

(136) Idem. ibidem, p. 146.

política monetária que o Banco Central vinha implementando, a SEPLAN resistiu ao corte linear de gastos, habitual do período de Delfim Netto e reduziu ao limite do possível a amplitude das medidas.

Só no início de julho foi implementando o pacote de medidas fiscais que reduziria o déficit público, ou seja, depois de dois meses do discurso de Dornelles na Câmara, quando a necessidade de cortes foi tratada como imperiosa. Este conjunto de medidas só foi decidido depois que José Sarney instituiu um árbitro para mediar os constantes conflitos entre a SEPLAN e o Ministério da Fazenda, o assessor especial Luis Paulo Rosenberg. Ao final das discussões o Ministério da Fazenda colheu duros reveses. O primeiro deles, deu-se no seu intento de não corrigir a tabela de retenção do Imposto de Renda na fonte para os assalariados. Como o INPC acumulou 80,3% no primeiro semestre, esta medida significaria um grande influxo de recursos para o caixa do Tesouro no segundo semestre, um gigantesco empréstimo compulsório dos assalariados para o Governo. A segunda derrota ocorreu na questão dos preços das estatais, era de interesse de Dornelles que eles não fossem reajustados para postergar seu impacto sobre a inflação, mas os aumentos foram efetuados. O tão sonhado corte das estatais não chegou à metade das pretensões do Ministério da Fazenda. Note-se, inclusive, que o investimento das estatais cresceu 7% reais no primeiro semestre (137)

Seria, entretanto, no mercado financeiro que a política econômica ortodoxa do Banco Central e do Ministério da Fazenda sofreria sua maior derrota e acabaria inviabilizada. A regra de indexação instituída pela Resolução nº 1001 não experimentou problemas enquanto a correção monetária esteve acima da inflação. Porém, em julho, o IGP superou a correção monetária por estreita margem. Em agosto isto se repetiria de forma dramática. A correção, por todos conhecida, seria de 8,2%, pela média geométrica, enquanto imaginava-se que o IGP poderia chegar aos 15%. O processo de fuga de capitais das aplicações pós-fixadas foi traumático para um sistema financeiro onde alguns grandes conglomerados financeiros encontravam-se à beira do colapso. No tocante aos depósitos de poupança, o volume de saques foi tão grande que o Banco Central tentou elevar os

(137) EX-MINISTRO acumula mais derrotas que vitórias. Folha de São Paulo, São Paulo, 27 de agosto de 1985. SECRETARIA DE ECONOMIA E PLANEJAMENTO-SP Boletim de Conjuntura Econômica, nº 16, São Paulo, junho-julho, 1985. p. 45 a 52 e 98.

Juros das aplicações para compensar as perdas com a correção monetária. A política de dívida pública enfrentou o mesmo problema, o qual tentou contornar com a elevação dos juros a 22% acima da correção monetária na colocação de DRTN. Apesar do Banco Central sustentar que a taxa não poderia cair por causa do elevado déficit público e porque era a taxa definida pelo mercado, a manutenção desta situação era incompatível com a sistemática de operação da dívida pública e de seu carregamento pelas instituições financeiras. Com o "overnight" a 21,5% acima da correção monetária as instituições passaram a incorrer em grandes prejuízos no carregamento de suas carteiras que foram constituídas com títulos cuja rentabilidade era de 17,5% acima da correção. Instituições de grande porte pararam de comprar títulos para forçar a queda das taxas e a mudança na política do Banco Central. A esta altura, julho e agosto, a posição do Banco Central era tão complexa que os boatos sobre a estatização do sistema como única solução para a crise, ganharam grande intensidade. Isto ficava agravado pelo enorme volume de títulos a vencer em setembro, fruto da política de encurtamento do perfil da dívida implementada no primeiro semestre (138).

A administração de Lemgruber e Senna foi especialmente perversa no tocante à dívida pública. Ao final de julho a política monetária extremamente ativa, efetivada nos primeiros meses da Nova República foi responsável por um crescimento real de 93% no estoque de títulos em poder do público. Este índice teria sido ainda maior em agosto, se o Banco Central não tivesse tido sua atuação obstaculizada pela recusa de grandes instituições em comprar mais papéis. Não resta dúvida que isto se deveu à inconsistência entre a política monetária perseguida e uma série de outras questões da política fiscal, do mercado financeiro e da política de crédito. Em primeiro lugar há que se notar que, embora Dornelles tenha conseguido pequena redução real nos dispêndios orçamentários da União, não teve força para impor a austeridade desejada, especialmente nos gastos com a política agrícola, o IAPAS e os subsídios ao trigo e ao açúcar. Em segundo lugar, o nível em que a taxa de juros foi colocada e as tensões criadas, a partir de julho, pela regra de correção monetária prejudicaram, em muito, o sistema financeiro, já abalado pela liquidação do Sul Brasileiro, Habitasul e Brasilinvest. A ajuda financeira do Banco Central impôs-se, em várias oportunidades, para salvar outras instituições. A política monetária acabou tendo que se subordinar a isto.

(138) *Idem*, Boletim de Conjuntura Econômica, nº 17, São Paulo, agosto, 1985, p. 36.

A mais dramática pressão sobre a execução da política monetária vinha, entretanto, do setor externo, que foi, de longe, o mais importante fator de expansão da base monetária, chegando, no período de janeiro a julho a 46,6% do total, ou Cr\$ 22,7 trilhões. Dentre os itens desta conta, há que se notar que o saldo líquido das operações do setor privado foi contracionista, muito ao contrário das operações do setor público que foram expansionistas em Cr\$ 35,96 trilhões (139). Os pagamentos das dívidas externas das empresas e entidades públicas tiveram impacto expansionista de Cr\$ 20,6 trilhões. Em parte isto se deveu ao elevado número de avisos de prioridade de crédito que a SEST concedeu às empresas estatais ao final do Governo Figueiredo. Com a intensa luta pelos empréstimos externos, várias empresas que haviam recorrido aos empréstimos-ponte MF-30 não conseguiram saldá-los por se recusarem a pagar comissões extras ou por serem preteridas pelos bancos credores. Estes acontecimentos fizeram com que o "relending", reempréstimo dos recursos da fase I e II da renegociação da dívida externa fosse um dos pontos centrais na discussão da fase III(140). Uma segunda fonte de pressão expansionista referia-se aos encargos dos depósitos em moeda estrangeira no Banco Central. O terceiro grande veículo de pressão expansionista foi o saque de depósitos registrados em moeda estrangeira efetuados através da Resolução nº 430 e da Circular nº 230, especialmente esta última, que é referente aos repasses via Resolução nº 63. Com boa segurança quanto à paridade cambial e a elevadíssima taxa de juro interna, a melhor opção para capital de giro passou a ser a captação de repasses de recursos externos da 63. Em julho, os saques destes depósitos em dólares no Banco Central chegaram a um montante cerca de 70% superior à variação da base monetária. O Banco Central enxugava esta nova liquidez com colocação de mais títulos, forçando ainda mais os juros e incentivando novos saques. O controle

(139) *Idem*, ibidem, p. 38.

(140) A situação era tão grave que através do Aviso nº 591 de 3 de maio de 1985, a SEPLAN estabeleceu que os créditos externos através da Lei nº 4131 só poderiam ser captados no montante de gastos programados para o ano. CORTES nos créditos externos. Gazeta Mercantil, São Paulo, 8 de julho de 1985. GOVERNO muda regras do relending. Gazeta Mercantil, São Paulo, 22 de julho de 1985.

monetário, numa situação destas, era absolutamente inviável (141)

Ao final de agosto, sitiados por todos estes problemas Dornelles e Lembruger caíram, sem conseguir implementar a política de contenção que advogavam. Em verdade, tal política colocava-se contra o movimento real da economia, que agora crescia impulsionada pelo aumento da massa salarial, e carecia de razão de ser, dado que o superávit comercial garantia a estabilidade do "front" externo. Afrontava também os agentes econômicos que mal saíam de uma recessão de três anos. Além disso, seria impossível sustentar uma política recessiva num quadro onde um governo carente de legitimidade buscava ampliar seu leque de apoio e diferenciar-se da Velha República.

A posse de Dilson Funaro no Ministério da Fazenda e Fernão Bracher no Banco Central marcou a unificação da área econômica em torno de idéias semelhantes às defendidas, desde março, pela SEPLAN. A concepção que passou a comandar a política econômica tinha uma visão sobre a taxa de juros bastante diferente da anterior. Julgava que havia um bom espaço para reduzir as taxas, sem que isto fosse prejudicial à rolagem e colocação adicional de títulos públicos ou que fosse uma medida "artificial". Isto foi comprovado, na prática, logo no primeiro leilão de títulos da nova administração, com queda da remuneração das ORTN de 21,5% para 16,5% além da correção monetária. Outro elemento crucial da nova política foi a mudança da fórmula de correção monetária. A Resolução nº 1047, de 29 de agosto, instituiu que a indexação passasse a se dar com base no IGP do mesmo mês. Isto colocou fim aos enormes problemas causados pela sistemática anterior. A política para o "overnight" foi definida com a fixação da taxa, líquida do IR, ao mesmo nível da remuneração da caderneta de poupança, logrando estancar a sangria de recursos que o Sistema Financeiro da Habitação vinha sofrendo (142)

(141) AUTORIDADE Monetária está numa armadilha, diz corretor. Folha de São Paulo, São Paulo, 13 de julho de 1985. CARNEIRO, R. & MIRANDA, J.C. "Os Marcos Gerais da Política Econômica". In: CARNEIRO (org.) Política Econômica da Nova República, Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1986, p. 7 a 26.

(142) SECRETARIA DE ECONOMIA E PLANEJAMENTO-SP, Boletim de Conjuntura Econômica, nº 18, São Paulo, setembro, 1985, p. 45-47. CMH decide alterar o cálculo da correção monetária, Folha de São Paulo, São Paulo, 30 de agosto de 1985.

Também foram promovidas modificações no que tange às contas do setor externo, que tanto vinham pressionando a política monetária. Com relação aos saques de depósitos dos bancos, nos termos da circular nº 230, referentes a operações de repasse de crédito externo pela Resolução nº 63, aumentou-se o prazo entre o pedido de liberação e a disponibilidade dos recursos e acabou a possibilidade de pré-fixação da correção cambial (143). Entretanto, o mais eficiente meio de sustar o saque excessivo que vinha ocorrendo foi a própria modificação da fórmula de correção monetária e cambial, que passou a ser igual ao IGP e a queda dos juros internos. Mudanças substanciais também foram operadas no que diz respeito ao "relending". As autoridades, pressionadas pelos bancos internacionais, concederam prorrogação do prazo para empréstimos de recursos da fase II, até 17 de fevereiro de 1986. Contudo, a partir de 1º de outubro, somente o setor privado teria acesso a estes recursos, para obstaculizar o pagamento de comissões ilegais, por parte de entidades do setor público, aos bancos. A rolagem das dívidas do setor público ficou por conta do Banco do Brasil, através do Aviso MF-30. Com o objetivo de evitar problemas para a gestão monetária, foi estabelecido o teto de US\$ 100 milhões mensais para o saque destes recursos (144). Apesar destes acertos, os problemas do mercado financeiro, no restante do ano, não foram poucos. Uma prolongada greve dos bancários, a rolagem de grande quantidade de títulos que venciam no último quadrimestre, a liquidação do Comind, do Auxiliar e do Maisonave, as expectativas sobre o recrudescimento da inflação em novembro e a troca de indexador foram os principais elementos estabilizadores. Note-se, também, que, em setembro, finalmente, ganhou equacionamento o problema das dívidas vencidas da Nuclebrás e da Siderbrás junto às instituições financeiras, referentes a operações do FINAME e a repasses através da Resolução nº 63.

(143) O benefício fiscal de isenção do Imposto de Renda já havia acabado com o pacote fiscal de 4 de julho. MUDAM as normas de repasse de dólares pela Resolução nº 63. Gazeta Mercantil, São Paulo, 3 de outubro de 1985.

(144) AS NORMAS para o reempréstimo dos recursos externos depositados no Banco Central. Gazeta Mercantil, São Paulo, 19 de setembro de 1985. BC: Quarentena para as Estatais. Gazeta Mercantil, São Paulo, 26 de agosto de 1985.

O Banco do Brasil efetuou o pagamento de Cr\$ 1,5 trilhão em quatro parcelas a partir de outubro (145).

As mais importantes medidas adotadas ao final do ano, relacionaram-se à política fiscal. Ao lado da racionalização dos gastos, as autoridades econômicas buscaram a recomposição da capacidade de financiamento do estado. O Pacote Fiscal, consubstanciado na Lei nº 7450, aprovada em 23 de dezembro teve como objetivos principais, defender a arrecadação do Imposto de Renda e do IPI frente ao processo inflacionário, deslocar a base tributária do Imposto de Renda para as altas rendas pessoais, o grande capital e o mercado financeiro e criar condições favoráveis ao crescimento do investimento e punitivas à atividade especulativa (.146). Além disto, a reforma tributária de emergência, consubstanciada na Emenda Constitucional nº 27, de 28 de novembro, realizado sob forte pressão de estados e municípios, serviu para recompor, em parte, as condições financeiras destes poderes. Deve-se destacar que a receita tributária, no ano de 1985, experimentou crescimento real de 17,5% com substancial elevação do Imposto de Renda e grande colaboração do IPI, agora revigorado com o crescimento da atividade econômica e a extinção do crédito-prêmio aos exportadores (147).

(145) ARMANDO esquema para pagamento da dívida. Gazeta Mercantil, São Paulo, 26 de junho de 1985. SECRETARIA DE ECONOMIA E PLANEJAMENTO-SP, Boletim de Conjuntura Econômica, nº 18, São Paulo, setembro, 1985, p. 48.

(146) OLIVEIRA, F.A. & BIASOTO Jr., G. "As Finanças Públicas da Nova República". In: CARNEIRO, R. (org.), op. cit., p. 141-175.

(147) BANCO CENTRAL DO BRASIL, Informativo Mensal, Brasília, janeiro, 1986, p. 5-6.

Com respeito à atividade econômica, 1985 foi palco de uma mudança qualitativa na forma de crescimento. Depois da redução do impulso expansivo das exportações, no início do ano, o crescimento ganhou novo fôlego a partir de meados do ano, impulsionado pela expansão da massa salarial, pela transformação em consumo dos saques da caderneta de poupança, no momento em que esta aplicação era corrigida abaixo da inflação, e pela descompressão dos gastos públicos (148). Frise-se que a recuperação não afetou o saldo comercial, que se manteve em US\$ 12,5 bilhões, tendo sido a queda de 5% nas exportações compensada pela queda das importações (149). O fato desabonador foi a mudança do patamar inflacionário que, ao final do ano, alcançou o nível de 15% mensais. Isto se deveu, em grande parte, ao choque de oferta agrícola e a movimentos especulativos favorecidos pela quebra da safra e pela debilidade da política de estoques reguladores (150). Dominada a questão externa, através dos superávits, e retomado o crescimento, a inflação encabeçava a lista de problemas econômicos.

(148) SUZIGAN, W. "A Indústria Brasileira em 1985/86: o Desempenho e Política". In: CARNEIRO, R. (org.), Op. cit., p. 7-26.

(149) SOUZA, F.E.P. "Desempenho e Perspectivas do Balanço de Pagamentos: 1985/86". In: CARNEIRO, R. (org.), Op. cit., p. 237-258.

(150) BUAINAIN, A.M. & SOUZA F.P., H.M. "A Trajetória Recente da Agricultura: da Recessão à Recuperação". In: CARNEIRO, R. (org.), Op. cit., p. 63-98.

3. Conclusões

A restrição externa foi, sem dúvida, o elemento que marcou a economia brasileira na primeira metade da década de oitenta. Neste período, o País experimentou um forte processo recessivo e conheceu a vulnerabilidade externa ocasionada pelo padrão de crescimento da década anterior. O ajustamento à nova situação externa foi traumático, mas possibilitou a geração de expressivos superávits comerciais e da retomada do crescimento. A instabilidade atravessada pelo mercado financeiro, as incertezas quanto ao câmbio, a escalada inflacionária, os problemas da dívida pública e da gestão monetária e a fragilidade financeira do estado perduraram por todo o período, e ainda hoje, assolam o País. O padrão de financiamento da economia foi rompido com as descontinuidades cambiais e a crise do sistema de crédito internacional.

Desde meados de 1980 a 1985, o conteúdo geral da política econômica foi sempre recessivo. Após o insucesso do experimento heterodoxo de Delfim Netto, a economia brasileira foi obrigada a realizar um "ajustamento voluntário" às novas condições externas. A restrição monetária e creditícia, juntamente com a elevação dos juros propiciou uma forte queda do produto interno, em 1981, e o estancamento da queda de reservas mediante o incremento do endividamento externo. No ano seguinte, a política econômica mostrou-se um pouco menos contracionista, respeitando o calendário eleitoral, o que implicou ligeiro crescimento. A crise do sistema financeiro internacional rompeu, entretanto, o frágil equilíbrio dos fluxos financeiros externos que se havia conseguido. A crise do padrão de financiamento externo da economia brasileira, que vinha em marcha acelerada desde 1979, já era absolutamente explícita.

A partir do final de 1982, a economia brasileira foi levada a promover o aprofundamento do ajustamento, agora compulsório e supervisionado pelo FMI. A política econômica passou a ter como objetivo central a geração de significativos superávits comerciais, para compensar a parcela de juros não refinanciada pelos banqueiros internacionais. Aos olhos do Fundo, a diretriz básica da política econômica deveria ser a redução da absorção interna. O ajustamento interno propiciaria o equilíbrio externo. Neste sentido, a diminuição do consumo interno, especialmente através da

contensão dos salários e do déficit público, seria crucial.

Apesar do comprometimento das autoridades brasileiras com metas e critérios de desempenho, constantes das cartas de intenções, parece que elas acreditavam na flexibilidade da avaliação do Fundo. A mádesvalorização e o processo recessivo, entretanto, não satisfizeram ao FMI. O descumprimento das metas acertadas para o primeiro trimestre do programa de ajustamento foi punido com a suspensão dos desembolsos dos créditos do próprio organismo e do sistema bancário privado. Só a partir daí, as metas e os critérios passaram a ser discutidos de forma séria. Ao lado disto, o Fundo exigiu medidas concretas que comprovassem a disposição brasileira para com o ajustamento. A nova lei salarial, a restrição creditícia ao setor público e a eliminação de subsídios e créditos subsidiados só podem ser entendidas neste quadro de crescente submissão ao FMI.

Embora todo o período tenha sido marcado por políticas contracionistas, pode-se dizer que entre meados de 1983 e de 1984 a política econômica atravessou o seu momento de máximo alinhamento às determinações do Fundo. Nesta época, o setor público foi fortemente controlado - através da Resolução nº 831 e da atuação do COMOR - e os salários experimentaram dura restrição, consubstanciada no Decreto-lei nº 2065. Note-se que, no início de 1984, tentou-se operar um choque monetário-fiscal para reverter o quadro inflacionário, mas problemas no mercado financeiro e no "open-market" inviabilizaram-no.

A partir do segundo semestre de 1984, iniciou-se uma etapa de afrouxamento da política econômica. Amparada pelo equacionamento da posição externa, através dos superávits comerciais, a política fiscal mostrou-se mais permissiva, inclusive em função da aceleração de obras ao final do Governo Figueiredo. A política salarial também acabou burlada na prática, dado o avanço da recuperação econômica. Mesmo o compromisso com as metas acertadas com o FMI foi completamente esquecido.

O início da Nova República não foi caracterizado por um novo enfoque das questões econômicas. A facção hegemônica da equipe econômica, comandada por Francisco Dornelles, partiu da premissa de que a política implementada pela administração anterior não fora suficientemente ortodoxa. A rigidez monetária e fiscal seria, agora, efetivamente realizada. De outro lado, os acordos com o FMI seriam prosseguidos, apenas com nova a diretriz de que os compromissos fossem factíveis. No entanto, tal política ia contra

o movimento real da economia. Dornelles não conseguiu realizar uma política monetária suficientemente contracionista e, muito menos, conter o déficit público e os gastos das estatais. Colheu, apenas uma grave crise na gestão da dívida pública.

Como se pode notar, a questão do déficit público teve papel de grande relevância nas políticas de ajustamento da economia brasileira. O déficit foi sempre culpado pelos insucessos da política econômica, ora por promover o desequilíbrio externo, ora por descontrolar a política monetária ou forçar a elevação das taxas de juros. No entanto, a política econômica, operada sempre no curtíssimo prazo, não deu conta de equacionar a relação do déficit público com o endividamento externo e com a questão da dívida pública e da gestão monetária. Tratar disto, ou seja, da crise do padrão de financiamento do setor público, especialmente em sua face externa, é o objetivo do capítulo que se segue.

CAPÍTULO III

DÍVIDA EXTERNA E DÉFICIT DO SETOR PÚBLICO

O objetivo central deste capítulo é discutir a relação entre a estatização da dívida externa e o desequilíbrio financeiro que assola o setor público nos anos oitenta. Para tanto, realizar-se-á, primeiramente, uma análise da renegociação da dívida externa e do refinanciamento das unidades microeconômicas neste novo contexto. Atenção especial será dada aos mecanismos que acabaram transformando o Banco Central no principal depositário dos recursos externos e à restrição creditícia interna ao setor público, que jogou sobre as Autoridades Monetárias grande parte do ônus do refinanciamento de entidades públicas inadimplentes. Em segundo lugar, será analisado o crescimento do passivo externo ao setor público, em especial do Banco Central e dos grandes grupos estatais. Por fim, será realizada uma tentativa de mensuração do impacto dos encargos externos sobre o déficit público - em suas diferentes versões, as finanças das empresas estatais e a dívida pública.

3.1. Renegociação Externa e Tomadores Internos

O processo de renegociação da dívida externa, imposto pelos credores em 1982, trouxe significativas alterações no que toca ao movimento interno de créditos de origem externa. Exemplo singular disto é que a concretização de contratos de empréstimo entre agentes internos e bancos internacionais foi, desde 1983, muito inferior aos recursos disponíveis, que eram os créditos renegociados nos termos dos projetos 1 e 2 das fases I e II da renegociação externa. Note-se que não mais se tratava do esquema usado desde finais da década de setenta, onde o Banco Central acabava sendo o tomador efetivo dos recursos através dos depósitos registrados em moeda estrangeira. Na nova forma, os créditos não eram assumidos formalmente por agentes internos, mas ficavam depositados no Banco Central à espera de tomadores finais. Sem dúvida, esta nova maneira de responsabilização do Banco Central pelo endividamento externo teve grande relação com o desenho geral da renegociação da dívida externa.

Os acordos de refinanciamento da dívida externa brasileira limitaram-se aos números do Balanço de Pagamentos, ou seja, aos débitos externos do País como um todo, enquanto os contratos individuais de

empréstimo continuaram em vigor. Os projetos 1 e 2 da renegociação tomaram por base o valor global das amortizações junto a bancos privados, a vencer no ano, além de uma parcela dos juros que o superávit comercial planejado não conseguiria cobrir. Os contratos individuais não foram objeto de nenhum tipo de revisão ou refinanciamento. Permaneceram intocados, em todos os seus termos. Isto quer dizer que, do mesmo modo que antes da crise cambial, qualquer agente endividado junto a credores externos tinha que honrar seus pagamentos de principal, juros e outros encargos nos mesmos prazos do contrato original. A renegociação da dívida externa caracterizou-se, portanto, por uma ruptura entre o refinanciamento do País e a rolagem dos contratos individuais de empréstimo.

É interessante notar que, no caso dos contratos individuais reproduziu-se o falseamento das operações de mercado, como ocorreu quanto à própria renegociação. Nesta última, foram evitadas formas como a capitalização dos juros ou o reescalonamento dos pagamentos. Ao contrário, buscou-se manter a aparência de que o mercado continuava operando, mediante a sistemática de conceder novos créditos contra o vencimento dos antigos (1). Algo semelhante ocorreu aos contratos de empréstimo entre bancos internacionais e tomadores finais internos. Estes contratos continuaram em vigor, assim como a negociação de recursos para sua rolagem continuou a depender de negociações entre o tomador interno dos recursos e o banco credor externo. Portanto, nesta órbita mantinham-se, em princípio, os mecanismos tradicionais de funcionamento do mercado (2).

Como visto no Capítulo I, as fases I e II da renegociação da dívida externa junto aos bancos privados internacionais deram origem a quatro projetos, por onde foram canalizados os recursos creditícios. Os projetos 3 e 4 diziam respeito aos créditos comerciais e interbancários de curto prazo. Interessam-nos, aqui, entretanto, os projetos 1 e 2, que se referiam aos créditos de mais de 360 dias. O primeiro deles atinha-se aos recursos novos que ingressariam para cobrir parte dos juros a vencer. Já o segundo, disciplinava o refinanciamento das amortizações.

(1) Ver Capítulo I e LANBONI, C.G. A Crise do Desenvolvimento, Rio de Janeiro, José Olympio, 1985, p. 45 a 52.

(2) BC REGULA acesso ao Jumbo. Gazeta Mercantil, São Paulo, 27 de abril de 1984. AS NORMAS para o reempréstimo de recursos externos depositados no BC. Gazeta Mercantil, São Paulo, 19 de setembro de 1985. COMO usar os recursos depositados no BC. Gazeta Mercantil, São Paulo, 23 de maio de 1983.

Através da Resolução nº 813, e das Circulares de nºs 769 e 770, todas de 6 de abril de 1983, o Banco Central regulamentou a utilização interna dos recursos contratados através dos projetos 1 e 2 da Fase I da renegociação da dívida. O texto era bastante claro, no seu primeiro item, "os recursos relativos a empréstimos externos, desembolsados por instituições financeiras e ingressados no País sem a simultânea vinculação a mutuários previamente identificados, serão mantidos em depósitos em contas abertas pelo Banco Central em nome dos respectivos credores e nas mesmas moedas ingressadas". No segundo item, afirmava-se que as parcelas do principal das obrigações financeiras com vencimentos em 1983, baseadas em operações com instituições financeiras do exterior, e de mais de 360 dias, deveriam ser objeto de depósito em contas em moeda estrangeira, em nome de bancos credores externos, assim que o mutuário recolhesse a contra-partida em moeda nacional de suas obrigações externas ao Banco Central. Estavam excluídos desta sistemática: os bônus de colocação pública no mercado internacional, os "commercial papers" e obrigações junto a, ou garantidas por governos ou entidades governamentais. Os valores registrados nestas contas poderiam ser liberados, por seus titulares, para aplicações em operações de empréstimo a tomadores finais internos. Importante observar que nestes empréstimos a tomadores finais deveriam ser obedecidos encargos e prazos mínimos de carência e amortização idênticos aos negociados nos projetos para a dívida global. As operações eram livres, podendo ser os recursos aplicados em empréstimos através da Lei nº 4131, repasses pela Resolução nº 63 ou financiamento de importações, mesmo que, no caso de refinanciamento de amortizações, o crédito original tivesse sido de outro tipo. Idêntica sistemática foi utilizada no tocante aos recursos de longo prazo ingressados nos termos da fase II da renegociação. A regulamentação, neste caso, foi feita através da Resolução nº 899 e das Circulares nºs 852 e 853, todas de 29 de março de 1984.

Os recursos do refinanciamento da dívida Junto ao Clube de Paris também foram objeto deste tipo de procedimento. A Resolução nº 890 instituiu que 95% de todas as dívidas junto a governos e entidades governamentais, ou garantidas por eles, até o final de 1984, deveriam ser depositadas em contas em moeda estrangeira em nome dos respectivos credores. Apenas os restantes 5% seriam objeto de fechamento efetivo de câmbio e remessa ao exterior.

Por esta via, acabaram sendo criados novos depósitos em moeda

estrangeira no passivo do Banco Central, que ficaram conhecidos como "Depósitos de Projetos". Ou seja, cada banco credor passou a dispor, no Banco Central, de uma conta onde estavam depositados os recursos emprestados ao Brasil, mas sem tomador final naquele momento. Note-se que esta sistemática não ocorreu por acaso. Muito pelo contrário, no telex enviado pelo Brasil a 1.114 bancos credores, logo após a reunião de 20 de dezembro de 1982, o esquema já estava desenhado. No telex, que foi a primeira comunicação sobre os projetos que comporiam a renegociação lia-se: "todos os tomadores dos setores público e privado pagarão as dívidas afetadas, no vencimento, ao Banco Central no equivalente em cruzeiros dessa mesma dívida. O Banco Central abrirá contas em favor dos credores de tais dívidas na moeda dos mesmos débitos ... Tais contas serão obrigações do Banco Central avalizadas pela República. O montante das contas pode ser retirado de quando em quando somente para facilitar empréstimos a tomadores brasileiros do setor público e do setor privado coerentes com as políticas econômicas concordadas entre a República e o FMI" (3). Abriu-se assim, um campo de arbítrio aos credores, na medida em que, se não desejassem, não reemprestariam os recursos, deixando-os em depósito no Banco Central.

Em verdade, esta nova sistemática de internalização dos recursos creditícios externos conduziu a um aprofundamento do processo de estatização da dívida externa. Se durante os anos setenta as novas captações de empréstimo concentraram-se crescentemente nas entidades do setor público, em especial nas empresas estatais, nos anos oitenta foi o próprio Banco Central que se viu cada vez mais envolvido no processo. Com o advento destes depósitos, o Banco Central passou a ser depositário de grande volume de recursos, tanto ingressos novos como refinanciamentos de amortizações, que eram recursos novos apenas do ponto de vista formal.

O crescente envolvimento do Banco Central no processo de endividamento não era mais que o indicador de que o processo de estatização da dívida externa atingia seu ápice. A dívida deixara de ser relativa aos tomadores finais para ser uma dívida do governo brasileiro para com os credores. Neste sentido, é interessante observar a mudança nos termos da garantia prestada pelo País. Em dezembro de 1982, na primeira comunicação aos bancos internacionais sobre os termos da renegociação comunicava-se

(3) O TELEX para 1.114 bancos. Gazeta Mercantil, São Paulo, 27 de dezembro de 1982.

que "toda a dívida afetada dos devedores do setor público ainda não avalizada pela República será garantida pela República" (4). Sob a pressão dos bancos os novos recursos, que ingressariam nos termos do projeto 1, a garantia existiria para todo o empréstimo, ao setor privado ou ao público, como fica claro no seguinte trecho do acordo firmado em fevereiro de 1983: "Pelo valor recebido, a República Federativa do Brasil como primeiro devedor e não meramente como fiador garante bom por aval absoluto, incondicional e irrevogavelmente o pagamento devido e pontual do principal, prêmio, se houver, e juros na Nota Promissória do Banco Central do Brasil na qual esta garantia incondicional é endossada de acordo com os termos estabelecidos"(5).

Assim, o governo brasileiro acabou por assumir, formalmente, a responsabilidade direta pelo endividamento externo público e privado. Já desde o final dos anos setenta o papel do governo brasileiro na gestão do endividamento vinha crescendo, tanto pelo incentivo a agentes internos quanto pela negociação direta do Banco Central e de autoridades econômicas com bancos credores. A renegociação marcou a culminância deste processo. O governo brasileiro assumiu a condução das negociações com o bloco de bancos credores e passou a ser avalista formal dos recursos. De outro lado, o Banco Central, abrindo contas em nome de bancos estrangeiros assumiu, ele próprio, a posição do tomador dos créditos externos.

3.1.1. O Reempréstimo dos Recursos Externos ("Relending")

A renegociação da dívida externa deu cores completamente novas ao processo de endividamento externo de empresas e outros agentes econômicos internos. A partir de 1983, o volume de recursos externos disponíveis passou a ser dado exclusivamente pelo processo de renegociação. Todos os potenciais tomadores internos de recursos externos passaram a se sujeitar

(4) Idem.

(5) OS PRINCIPAIS itens do projeto 1. Gazeta Mercantil. São Paulo, 24 de fevereiro de 1983.

ao limite de oferta dado pelos recursos novos ingressantes através do projeto 1, das fases I e II da renegociação, e pelo refinanciamento das amortizações vincendas em cada ano, nos termos do projeto 2. Esta última fonte de crédito externo passava a ser disponível a medida em que os tomadores originais dos recursos depositassem o contra-valor em cruzeiros de suas obrigações externas no Banco Central. Configurava-se a existência de um fundo rotativo de recursos externos para empréstimo a tomadores internos dentro do Banco Central, onde o poder liberatório continuava com os bancos credores.

Os agentes internos, endividados junto a fontes externas de crédito, precisavam, na falta de recursos próprios, rolar seus compromissos externos. Para ter acesso aos recursos depositados no Banco Central, os procedimentos eram semelhantes aos vigentes até 1982: a empresa que necessitasse de créditos teria que negociar diretamente com os bancos credores para que estes liberassem os recursos em depósito no Banco Central. Como o setor público é que mais necessitava de recursos, devido ao endividamento pretérito e à restrição ao crédito interno, ficou acertado nas negociações que o Banco Central enviaria listas trimestrais aos bancos, nas quais constariam as entidades públicas autorizadas a realizar captações externas e os limites a que cada uma teria direito. Os bancos, entretanto, teriam toda a liberdade para utilizar seus recursos conforme seus interesses e limites de concentração por tomadores individuais. Esta sistemática ficou conhecida por "relending", no sentido de que a negociação entre um tomador final interno e um banco credor não envolvia a entrada de divisas (6). Ao contrário, na nova fase, tratava-se do reempréstimo de créditos que já estavam no País, no Banco Central, mais especificamente. Note-se que, uma renegociação que contemplasse também a rolagem dos contratos individualizados não daria espaço ao surgimento do "relending".

(6) BC RELACIONA as estatais que participam do Jumbo. O Estado de São Paulo, São Paulo, 8 de março de 1983. BANCOS querem liberdade para fornecer recursos. Gazeta Mercantil, São Paulo, 15 de março de 1983.

No entanto, prevaleceu a sistemática do "relending", dando, origem à cobrança de reciprocidades e comissões extras por parte dos bancos credores. Frente à necessidade de recursos de empresas estatais e da administração direta de estados e municípios, diversos bancos estrangeiros passaram a cobrar, aos interessados em novos créditos externos, comissões em cruzeiros, além daquelas já especificadas nos projetos da renegociação da dívida. Estas comissões variavam entre 0,25% e 8%, dependendo do tomador final e das oportunidades de negócios secundários por ele propiciadas. Embora empresas privadas, em má situação financeira, também tenham sido obrigadas a pagar tais comissões, foi o setor público o maior prejudicado⁽⁷⁾.

As entidades públicas foram particularmente afetadas pela nova sistemática de captação de recursos externos. Antes de entabular negociações junto aos bancos externos, as entidades públicas tinham que passar por um complicado trâmite burocrático, com o objetivo de obter o "aviso de prioridade" junto à Secretaria do Planejamento. Somente de posse desta autorização governamental é que a entidade poderia passar ao segundo momento da busca de crédito externo, a luta com outros órgãos e empresas públicas ou privadas, para ter acesso aos empréstimos dos bancos que se dispunham a sacar os recursos depositados no Banco Central. Neste leilão é que ganhava corpo a cobrança de comissões extras. Diga-se que, em algumas ocasiões, o próprio descontrole da máquina governamental facilitava esta prática. No final do Governo Figueiredo, por exemplo, a ânsia de completar obras deu lugar a uma super-emissão de "avisos de prioridade". Isto causou um grande excesso de demanda por créditos externos. A escassez relativa de recursos propiciou incidência ainda maior das comissões ilegais em 1985, tendo elas chegado a quase 10% do valor do contrato legal, em certos casos (8).

(7) BC deixará de pagar IR sobre remessas de juros em julho. Gazeta Mercantil, São Paulo, 8 de maio de 1984.

(8) Note-se que o único incentivo aos bancos credores para efetuar o reempréstimo dos recursos ao setor público, seria a obtenção dos recibos de pagamento do Imposto de Renda - que podem ser descontados do imposto devido no país do banco credor. No entanto o Banco Central passou a fornecer estes recibos. Deste modo, muitos dos recursos passíveis de "relending" ficaram depositados no Banco Central até que este se tornasse o tomador final do crédito, o que se daria em meados do ano posterior ao de cessão dos empréstimos. TAXA extra varia de 0,3% a 3% ao ano. Gazeta Mercantil, São Paulo, 13 de abril de 1983. BANCOS estrangeiros cobram taxa extra para fornecer recursos. Gazeta Mercantil, 12 de abril de 1983.

Sendo as entidades públicas as tomadoras em pior situação, abateu-se sobre elas a mais pesada parte das distorções causadas pela sistemática do "relending". Sofreram, especialmente, as empresas e órgãos da administração em posição de caixa mais frágil e, portanto, em piores condições de barganha junto ao credor externo. A própria forma de pagamento das comissões extras acabava problematizando ainda mais as atividades de cada entidade pública. Como não seria possível declarar o pagamento de tais comissões, o procedimento geralmente utilizado envolvia o adiantamento do pagamento da comissão por uma empreiteira ou fornecedor. Esta antecipação seria reembolsada mediante a sobre-valorização de obras contratadas ou equipamentos adquiridos pela entidade pública. Logicamente, a comissão acabava entrando na contabilidade como investimento (9). Deste modo, em função do peso dos contratos de empréstimo, os dados sobre investimento público, no período, devem envolver certa superestimação.

A questão do "relending" ganhou tanto destaque, em 1985, que passou a ser um dos principais pontos de discussão na renegociação da dívida externa. Embora tivesse havido grande pressão para que o governo brasileiro permitisse que o refinanciamento das amortizações vencidas em 1985 fosse também passível da sistemática do "relending", antes mesmo de qualquer acordo externo, isto não ocorreu (10). Além disso, a Carta-circular nº 1280 do Banco Central estabeleceu, em 18 de setembro de 1985, novas regras para o reempréstimo. O acesso do setor público estava vedado, enquanto empresas privadas poderiam ter acesso aos recursos da fase II até 17 de fevereiro de 1986. Contudo, com o objetivo de manter o controle monetário, foi estabelecido teto mensal de US\$ 100 milhões para o saque de recursos (11).

(9) SECRETÁRIO diz que Prefeitura não paga 'por fora' a bancos. Folha de São Paulo, São Paulo, 5 de julho de 1985.

(10) CREDITORES querem a reabertura das operações de relending. Gazeta Mercantil, São Paulo, 21 de agosto de 1985.

(11) As entidades públicas, dado o fim do "relending" passaram a contar com o Aviso MF-30 para o refinanciamento de suas dívidas. Ver AS NORMAS para o reempréstimo de recursos depositados no BC. Gazeta Mercantil, São Paulo, 19 de setembro de 1985. BC QUARENTENA: para as estatais. Gazeta Mercantil, São Paulo, 26 de agosto de 1985.

3.1.2. Setor Público e Restrição Creditícia

O setor público brasileiro sofreu o impacto da crise do endividamento de forma muito semelhante ao próprio País. Aliás, não poderia deixar de ser assim, de vez que as diversas entidades públicas detinham em final de 1982, quase 70% do estoque de dívida externa brasileira. A mesma restrição ao padrão de financiamento que se antepunha à economia brasileira, passava a se colocar às empresas estatais e à administração direta. A sensível queda da disponibilidade de recursos externos, para o refinanciamento dos juros devidos pelo País, também significaria um entrave à continuidade da vigência do padrão de financiamento do setor público, que vinha dando grande lugar ao financiamento externo. A escassez de recursos de origem externa teria que ser coberta por disponibilidades próprias das entidades públicas, por substituição por financiamento de origem interna ou por recursos das Autoridades Monetárias e do Tesouro Nacional.

Sem dúvida, a geração de recursos próprios para o pagamento do serviço da dívida externa foi muito inferior ao necessário. O comportamento das receitas de entidade públicas tendeu a agravar a situação. A primeira metade da década de oitenta foi especialmente adversa para as empresas estatais do ponto de vista de seus preços. Como pode ser verificado através da Tabela III.1., os principais preços públicos não conseguiram acompanhar a inflação. Esta defasagem teve sua raiz justamente na condução da política macroeconômica durante o ajustamento externo. O controle dos preços públicos era um dos poucos instrumentos de que o governo dispunha para conter a espiral inflacionária. Em vários momentos ele foi usado, seja como em 1983, para barrar o déficit nominal, seja em finais de 1984, ou março de 1985, para impedir a mudança de patamar que as expectativas inflacionárias anunciavam. De outro lado, note-se, que o atraso das tarifas públicas foi um elemento importante na competitividade de diversos itens de nossas exportações, ao favorecer a relação câmbio-custos. No tocante à administração direta federal, aos estados e aos municípios os problemas de receita não foram menores. O processo recessivo e a escalada inflacionária impuseram forte queda real à arrecadação tributária global. A carga tributária bruta caiu 9,5% entre 1981 e 1984 (12).

(12) BONELLI, R. & REIS, E.J. Dívidas e Déficits: Projeções Preliminares para o Médio Prazo, São Paulo, Econometric Society, 1987, mimeo, p. 7 a 9.

TABELA III.1
 GRUPOS ESTATAIS: DEFASAGEM ACUMULADA DE PREÇOS
 Índice de Preços Setoriais em Relação ao IGP*
 1980/1985

GRUPOS	ANOS						
	1980	1981	1982	1983	1984	1985	MEDIA 80-85
SIDERBRAS	(7,0)	(15,0)	(10,1)	(12,0)	(26,8)	(21,7)	(15,4)
ELETOBRAS	(19,0)	(17,7)	(19,8)	(26,0)	(28,0)	(27,8)	(22,9)
PETROBRAS	(4,5)	0,5	(5,5)	5,0	10,4	(37,1)	(10,3)
TELEBRAS	(5,9)	(13,9)	(16,3)	(34,3)	(42,5)	(52,0)	(27,5)
PORTOBRAS	(23,1)	(17,2)	(2,5)	(9,0)	(17,7)	(1,3)	(11,8)
CVRD	(2,6)	(8,8)	(3,3)	(19,0)	(28,3)	(14,9)	(12,8)

FORTE: SEST.

* Os valores negativos significam os pontos percentuais em que os preços do setor ficaram abaixo da evolução do IGP - Coluna 2.

A substituição das fontes externas de recursos creditícios por financiamento interno também era inviável. Como analisado no Capítulo II a equipe técnica do FMI tinha grandes temores de que ocorresse o "crowding-out" do setor privado pelo setor público, ou seja, de que o setor público, para não deter seu ritmo de atividade, invadisse o mercado de crédito interno oferecendo altas taxas de juros, expulsando o setor privado. O relatório do "staff" ao "board" do FMI, de 11 de fevereiro de 1983, já colocava claramente que o setor público deveria recorrer ao crédito externo, enquanto o crédito interno estaria reservado ao setor privado. O trecho que segue é bastante explícito: "Apesar da significativa melhora projetada nas finanças das empresas estatais, suas necessidades de financiamentos externos, em 1983, estão próximas do triplo do ano passado. Existe o reconhecimento de que o acesso limitado do Brasil ao mercado internacional de capital afetará principalmente os tomadores privados; empresas estatais, por outro lado, estarão utilizando suas vantagens de serem capazes de oferecer melhores garantias (frequentemente governamentais) e vincular seus empréstimos, de forma mais estreita, à execução de um projeto específico. Dessa maneira, as fontes domésticas de recursos estarão liberadas para uso do setor privado (13). Note-se, contudo, que mesmo que não houvessem políticas contrárias ao endividamento interno do setor público, não seria possível substituir o financiamento externo pelo interno. O passivo externo era, já em 1983, absolutamente desproporcional em relação à oferta de recursos creditícios internos.

A posição financeira das empresas e entidades públicas só interessou aos gestores da política econômica sob o ponto de vista do controle do déficit público. O propósito fundamental de manter o déficit dentro dos limites acertados com o FMI estava acima de quaisquer outras considerações. A restrição creditícia foi elemento básico na viabilização deste objetivo, não apenas por ser uma forma de conter os gastos efetivos mas, principalmente, pelo tipo de mensuração das necessidades de financiamento do setor público não-financeiro que toma as fontes de financiamento, ou seja, abaixo da linha. A exigência de autorizações da SEPLAN para busca de financiamento junto ao sistema financeiro interno, regulamentado pela Resolução nº 818, a fixação de limites mensais para a expansão do crédito ao setor público, Resolução nº 831, e a criação do COMOR, foram os pilares da

(13) FMI "Relatório do Staff". In: GALVÊAS, E. A Crise Mundial e a Estratégia Brasileira de Ajustamento do Balança de Pagamentos. Brasília, Senado Federal, 1983, p. 127.

política de contingenciamento ao crédito interno para o setor público (14).

As repercussões desta restrição ao endividamento interno foram bastante perversas às empresas estatais e entidades públicas em geral. A inadimplência do setor público para com os bancos comerciais, repassadores de recursos do BNH, do FINAME e de operações nos termos da Resolução nº 63 foi de grande monta, com impacto especialmente duro sobre os bancos estaduais. De outro lado, criou-se, em diversos momentos, uma situação insustentável nos atrasos de pagamento das entidades públicas para com empreiteiras e empresas de material elétrico e bens de capital. Como visto no Capítulo II, estes atrasos assumiram dimensão tão dramática que tiveram que ser equacionados através de intervenções do Governo Federal. O Banco Central, através da Resolução nº 923, viabilizou um esquema de resgate da inadimplência do setor público, quanto aos empréstimos através da Resolução nº 63, junto aos bancos comerciais. Já o Banco do Brasil acabou, em nome do Tesouro, honrando dívidas de empresas estatais, estados e municípios para com o setor privado não-financeiro. Note-se que a política de restrição ao endividamento interno do setor público não foi implementada apenas durante o período de monitoramento da economia brasileira pelo Fundo. As Resoluções nºs 991, de dezembro de 1984, 1010 e 1012 de maio de 1985, também colocavam limites à rolagem dos créditos internos do setor público, embora não tivessem um conteúdo tão restritivo quanto o da Resolução nº 831, que pretendia reduzir o volume da dívida em termos reais, ou seja, fazer com que as entidades públicas saldassem parte de suas dívidas. Portanto, não apenas o financiamento interno não poderia tomar o lugar do financiamento externo, mas a sua própria rolagem encontrava severas restrições.

Os encargos do grande estoque de dívida externa foram, sem dúvida, o maior problema enfrentado pelas entidades públicas. É importante notar que o acúmulo destas dívidas não esperou o "setembro negro" para manifestar-se. Já em fevereiro de 1982, o Decreto-lei nº 1928 estabeleceu

(14) Note-se que antes de 1983 a restrição ao crédito interno para o setor público foi usada especialmente com o intuito de direcionar as estatais ao mercado financeiro internacional e não, como neste caso, para conter seus gastos.

que as entidades do setor público que não pagassem suas obrigações externas teriam suas contas congeladas em todas as instituições financeiras^(15). Obviamente, tal atitude do executivo guardava íntima relação com a inadimplência do setor público, que acabava coberta pelo Banco do Brasil em nome do Tesouro. Nesta operação o Banco do Brasil expandia a base monetária nos termos da conta-movimento, para honrar os avais do Tesouro Nacional aos contratos de endividamento de entidades do setor público. Esta sistemática, conhecida como Aviso 6B 588, foi criada, em 1967, para dar conta de eventuais inadimplências do setor público. Em janeiro de 1982, o Aviso 6B 588 ganhou grande dimensão, para nos anos subsequentes, tornar-se um dos principais fatores de expansão da base monetária.

A partir de 1983, toda uma complexa estrutura foi montada, pela Secretaria do Planejamento, para o controle do endividamento externo das entidades públicas. Estas, somente poderiam tomar novos empréstimos externos mediante "aviso de prioridade", inclusive nos casos de refinanciamento de amortizações. Para conseguir estes "avisos de prioridade" as entidades públicas percorriam um penoso trâmite burocrático para averiguação quanto à posição financeira da entidade solicitante e aos gastos permitidos pelos orçamentos públicos. Não raro, este processo experimentava influências não exatamente técnico-contábeis, mas de caráter político. Somente de posse do "aviso de prioridade" uma entidade poderia iniciar negociações junto a bancos credores externos para captar créditos através da Lei nº 4131 ou financiamento de importações. Estas negociações realizavam-se especialmente junto a representações de bancos estrangeiros instaladas no Brasil. Neste momento é que tinha lugar a cobrança de comissões extras em cruzeiros sobre o "relending" de recursos externos depositados no Banco Central. Note-se que, em 1983, o principal determinante da cobrança de tais comissões foi o reduzido volume de recursos que os bancos colocaram à disposição para operações de "relending", dada a remuneração mínima garantida pelo Banco Central aos depósitos. Já em final de 1984 e início de 1985, outro elemento impulsionou as comissões para níveis mais elevados. Ao final do Governo Figueiredo grande quantidade de avisos de prioridade foi concedida, com vistas ao encerramento de diversas obras. A partir disto, exerceu-se fortíssima pressão de demanda sobre os recursos

(15) PRIORIDADE ao credor externo. Gazeta Mercantil. São Paulo, 19 de fevereiro de 1982.

externos. O leilão dos créditos externos acabou elevando comissões e deixando sem recursos várias entidades autorizadas ao endividamento, o que também foi rebater sobre as autoridades monetárias.

Em verdade, foram, efetivamente, as Autoridades Monetárias que receberam a maior parte do impacto referente ao serviço da dívida externa das entidades públicas. A via pela qual isto se deu foi a obrigação do Tesouro Nacional de honrar os avais concedidos à grande maioria dos contratos de endividamento externo do setor público. O que já vinha ocorrendo no início de 1982, ganhou grande escala a partir do esgotamento do fluxo de recursos externos, em setembro do mesmo ano. Depois disto, somente em abril de 1983 foi definida nova regulamentação de acesso aos empréstimos ingressantes através do projeto 1 e ao refinanciamento de amortizações relativo ao projeto 2, ambos da fase I da renegociação. Durante este semestre de paralisação do crédito externo as entidades públicas contaram, para o pagamento de amortizações e juros da dívida externa, com recursos próprios e, especialmente, com o Aviso GB 588, pelo qual o Banco do Brasil, como agente do Tesouro Nacional, honrava os avais concedidos (16). Note-se que não poderia haver controle na utilização deste mecanismo pelas entidades públicas, dado que a oferta de crédito externo direto era nula.

Em agosto de 1983, o Ministério da Fazenda criou um novo instrumento para controlar a inadimplência das empresas estatais, o Aviso MF 30. Este instrumento caracterizava-se por ser um empréstimo-ponte, um adiantamento a entidades públicas que, embora tivessem obtido "aviso de prioridade de endividamento externo", não haviam conseguido ter acesso aos créditos. Isto poderia advir tanto de dificuldades nas negociações do "relending" quanto da retenção obrigatória, junto ao Banco Central, dos recursos externos nos termos da Resolução nº 479. Deste modo, cada adiantamento efetuado pelo Banco do Brasil, através do Aviso MF 30 teria que ser saldado mais cedo ou mais tarde. A dimensão e recorrência dos pagamentos de juros e amortizações do endividamento externo fizeram com que o Aviso MF 30 se tornasse uma espécie de fundo rotativo de recursos onde o saldo devedor das entidades públicas para com o Banco do Brasil permaneceu sempre elevado. O Aviso MF 30 foi substituído pelo MF 09, em fevereiro de 1984, que conservou as características de seu antecessor.

(16) BB Paga dívidas das estatais. Gazeta Mercantil, São Paulo, 9 de março de 1983.

A diferença crucial entre o Aviso MF 30 e o Aviso GB 588 foi exatamente o estabelecimento de uma correspondência entre as autorizações de gasto e o envolvimento da Autoridade Monetária na rolagem do endividamento. O Aviso GB 588 era utilizado pelas entidades públicas de modo geral, muitas delas, mesmo de posse dos recursos para saldar o serviço de sua dívida externa, entravam em inadimplência como forma de preservar sua posição de caixa e aumentar sua capacidade de gasto. A criação do Aviso MF 30 deu-se para separar as entidades cujos cronogramas financeiros e orçamentos implicavam em necessidade de obtenção de recursos externos, das empresas que deveriam conter seus gastos para efetuar a liquidação de suas dívidas. Assim, ao mesmo tempo em que foi criado o Aviso MF 30 para as entidades previamente autorizadas a buscar operações de "relending", foi estabelecido o endurecimento no tratamento daquelas entidades que incorressem em inadimplência e, não autorizadas ao endividamento externo, fizessem uso do Aviso GB 588. Na situação anterior não existiam condições de diferenciar as inadimplências dentre entidades autorizadas a se endividar ou não (17).

Todo este processo de regulação sobre a gestão da posição financeira das entidades públicas centralizou na Secretaria do Planejamento a decisão de quais seriam as entidades a fazer jus aos "avisos de prioridade". Além disso, o Aviso MF 30 possibilitou que o Banco do Brasil se responsabilizasse pelo serviço de dívidas externas não avalizadas pelo Tesouro, desde que tivessem recebido "aviso de prioridade" para captação de crédito externo, da Secretaria do Planejamento. Neste jogo não cabem dúvidas quanto aos determinantes das concessões de avisos de prioridade ou MF-30. O Estado de São Paulo foi particularmente afetado no processo. De um lado, grande parte das operações de crédito externo das empresas do Estado foram realizadas com o aval do tesouro paulista, o que as impedia de utilizar o Aviso GB 588. De outro lado, havia grande dificuldade para obtenção de "avisos de prioridade" o que constrangia ainda mais a posição financeira das estatais estaduais e as impedia de recorrer ao Aviso MF 30. A inadimplência das estatais paulistas acabou por se tornar grande peso nas despesas orçamentárias do Estado. Em 1983, os avais chegaram a demandar

(17) COMO o BC vai controlar as estatais. Gazeta Mercantil, São Paulo, 2 de dezembro de 1983.

um volume de recursos equivalente a cerca de 50% dos gastos com o funcionalismo durante o ano (18).

O rompimento do padrão de financiamento das entidades públicas vigente até 1982, com a escassez de recursos externos, acabou por jogar sobre o Tesouro Nacional e as Autoridades Monetárias, em especial estas últimas, o ônus do processo de reciclagem dos recursos. Como pode ser visto através da tabela III.2, as Autoridades Monetárias e o Tesouro Nacional assumiram de 1981 a 1985, encargos externos, devidos por entidades públicas, num montante de cerca de US\$ 11,4 bilhões, US\$ 4,7 bilhões dos quais, cobertos pelo Tesouro Nacional. Nos anos oitenta o processo de endividamento das empresas estatais levado a cabo nos anos setenta para sustentação do Balanço de Pagamentos, acabou por reverter-se contra as Autoridades Monetárias e o Tesouro Nacional, na forma de cobertura da insolvência externa de ampla gama de entidades públicas sobre-endividadas.

Não resta dúvida de que a paralisação do refinanciamento de parte dos juros devidos colocaria graves dificuldades à posição financeira das entidades públicas, mas há que se ressaltar o expressivo papel desempenhado pela forma que assumiu a renegociação da dívida externa. Sob o manto da liberdade de escolha, de cada banco credor, na definição de seus empréstimos a tomadores internos dos créditos renegociados, teve curso um complexo processo. Além das comissões extras cobradas pelos bancos credores na concessão de crédito, grande parte dos recursos permaneceu depositado no Banco Central. Ao mesmo tempo, o Banco do Brasil era obrigado a cobrir a inadimplência das entidades públicas que não tinham acesso justamente a estes recursos em depósito. Não cabem dúvidas, também, de que o "relending" acabou sendo um mecanismo bastante vantajoso para os bancos credores, devido à cobrança de comissões e reciprocidades. Isto ficou claro nas negociações da fase III dos acordos com os bancos privados, onde ele foi um dos principais pontos em discussão. Nas prorrogações da fase II

 (18) Informações prestadas pelo então secretário da Fazenda do Estado de São Paulo, João Sayad, e por sua assessoria, davam conta de que o governo federal não concedia às estatais paulistas nem avisos de prioridade nem avais para contratação de crédito externo, além de todas as restrições embutidas na Resolução nº 831. Esta situação estaria levando o tesouro estadual a uma situação de asfixia. Ver: A CRISE das estatais de São Paulo. Folha de São Paulo, São Paulo, 22 de maio de 1983. ESTATAIS paulistas devem Cr\$ 1 trilhão. Gazeta Mercantil, São Paulo, 11 de abril de 1984. DÍVIDA é insustentável, diz Sayad. Folha de São Paulo, São Paulo, 9 de fevereiro de 1984.

TABELA III.2

EVOLUCAO DA COBERTURA DA INADIMPLENCA EXTERNA DAS ENTIDADES PUBLICAS
(1979-1985)

US\$ Milhoes (3)

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
A. AVISO MF 30 E SIMILARES (1) DE ESTADOS, MUNICIPIOS E ESTATAIS	-	1	503	- 503	1751	892	4016
B. AVISO MF 30 E SIMILARES DO GOVERNO CENTRAL	-	-	-	-	-	618	280
C. TRANSFERENCIAS DO TESOURO PARA COBERTURA DE AVISOS MF 30 E SIMILARES (2)	7	475	1173	713	2613	21	12
D. RENDAS DE MF 30 E SIMILARES PAGAS PELO SETOR PUBLICO AO GOVERNO CENTRAL	-	-	-	-	-	291	596
TOTAL (A+B+C+D)	7	476	1676	210	4564	1240	3712

FONTES: BONTEMPO, H.C. Transferencias Externas e Financiamento do Governo Central, Rio de Janeiro, CEMEI-FGV. 1987.

NOTAS: 1) Estao incluidos Avisos GB 588, MF 09 e MF 87.

2) Transferencias ao Banco Central para o pagamento de juros de bonus e do syndicated loan de 1979 tambem estao incluidas, mas sao pouco significativos.

3) Fluxos em cruzeiros convertidos pela taxa media anual de cambio.

as pressões para a abertura do "relending" das amortizações automaticamente refinanciadas de 1985, também eram recorrentes (19). Note-se que, se tivesse ocorrido uma renegociação que garantisse aos tomadores internos dos créditos externos, acesso aos recursos da renegociação, uma parcela do desequilíbrio teria sido atenuada, na medida em que pelo menos estes recursos estariam efetivamente disponíveis para as entidades públicas.

Cabe, portanto, concluir que o processo de rolagem do estoque de dívidas acumulado pelas entidades públicas contou com o decisivo envolvimento do governo federal, por meio das Autoridades Monetárias e do Tesouro Nacional. A inadimplência das entidades públicas rebateu nas Autoridades Monetárias como pressão por expansão da moeda. Por vezes, como em 1983, quando o Tesouro Nacional transferiu recursos específicos para cobrir o Aviso 6B 588, os gastos orçamentários é que arcaram com o ônus do serviço do endividamento do setor público. Já em 1984 e 1985, foi o endividamento interno que possibilitou às Autoridades Monetárias o resgate de dívidas externas de empresas e órgãos públicos. Nesta operação, as entidades endividadas deixaram de contrair nova dívida externa para se tornarem devedoras das Autoridades Monetárias que, por seu turno, venderam títulos públicos para viabilizar a expansão de crédito sem prejudicar a execução da política monetária.

3.1.3. A Transferência da Dívida Externa Privada ao Banco Central

Desde os anos setenta, o Banco Central assumiu expressiva quantidade de dívidas junto a fontes externas de crédito, originalmente captadas por tomadores privados. Inicialmente, este envolvimento da Autoridade Monetária destinava-se a dar garantias aos agentes internos de que haveriam formas de fugir a divergências entre a correção monetária e a

(19) CREDORES querem a reabertura das operações de relending. Gazeta Mercantil, São Paulo, 21 de agosto de 1985.

cambial que porventura ocorressem. A intenção última era de incentivar a contratação de recursos externos, diminuindo os riscos embutidos nas operações de crédito externo para os tomadores privados. Nos anos oitenta, com a crise do endividamento, a potencialização das incertezas quanto à paridade cambial levou os agentes privados a usarem mais que nunca os mecanismos colocados à disposição pela política econômica. Sem dúvida, as facilidades concedidas ao setor privado pelo Banco Central tiveram relevante papel no seu tão propalado ajustamento.

Ainda nos anos setenta, para aumentar a atratividade dos recursos externos, o Banco Central abriu a possibilidade de efetivação dos Depósitos Registrados em Moeda Estrangeira (DRME). Em 1974, por meio da Circular nº 230, os bancos foram autorizados a depositar junto Banco Central os recursos externos, captados através da Resolução nº 63, ainda não repassados a tomadores finais. Até ali, estes eram aplicados na compra de LTN, de acordo com a Circular nº 180, de 1972. A nova sistemática deu grande segurança ao banco repassador dado que, enquanto ele não encontrasse tomadores finais, o empréstimo captado estaria em depósito no Banco Central, que pagaria os juros e o Imposto de Renda, assumindo ainda, o risco cambial. Em junho de 1977, esta prerrogativa foi estendida aos tomadores de empréstimos diretos. A Resolução nº 432 permitiu o depósito do contra-valor em cruzeiros do endividamento externo, até o limite contratado junto à fonte estrangeira. O sentido desta concessão aos tomadores de recursos externos foi o de possibilitar uma forma de "hedge" ao passivo externo dos agentes internos. Com esta regalia, os tomadores potenciais de novos recursos externos, muito necessários do ponto de vista do Balanço de Pagamentos, teriam maior segurança em efetivar novas captações. Cabe frisar que os recursos depositados junto ao Banco Central, nos termos da Circular nº 230 e da Resolução nº 432, eram absolutamente voluntários e os saques ocorriam conforme a decisão de seus titulares, a não ser em períodos onde, por razões de política monetária, o Banco Central congelou estes depósitos. Note-se que entidades públicas também podiam realizar depósitos de acordo com estes dois instrumentos.

Mas não apenas de depósitos voluntários constituíam-se os Depósitos Registrados em Moeda Estrangeira. Por diversas vezes foram estabelecidos depósitos compulsórios sobre recursos externos. As motivações principais foram o disciplinamento do efeito da entrada de créditos externos sobre a gestão monetária e o desincentivo ao endividamento externo, através

do aumento de seu custo. A Resolução nº 595, de 16 de janeiro de 1980, estabeleceu a retenção de 75% do contra-valor em cruzeiros dos créditos externos, com a liberação em três partes iguais em 60, 90 e 150 dias, a partir da efetivação do depósito. Esta norma vinha se sobrepor às Resoluções nºs 479 e 497, de 1978, que estabeleciam a retenção integral de empréstimos externos com liberações em 150, 160 e 120 dias. A Circular nº 600, de 22 de janeiro de 1981, estabeleceu normas para o depósito compulsório de recursos captados por sociedades de "leasing" e arrendamento mercantil. No período mais recente, duas outras modalidades de depósito compulsório foram criadas. A primeira delas foi a Resolução nº 851, de 29 de agosto de 1983, que, ao centralizar o câmbio, fez com que todos os cruzeiros referentes a pagamentos comerciais ou financeiros ao exterior fossem recolhidos ao Banco Central. De outro lado, a Resolução nº 923, de 17 de maio de 1984, discutida no Capítulo II, atinha-se à rolagem dos empréstimos não pagos pelo setor público no que toca aos créditos relativos à Resolução nº 63 (20).

Devido ao seu volume, e ao caráter voluntário, cabe maior atenção aos DRME derivados da Circular nº 230 e da Resolução nº 432. Até o momento em que não se verificaram descontinuidades cambiais eles permaneceram como meros seguros de câmbio aos seus titulares. No entanto, a partir da máxidesvalorização de 1979, os DRME passaram a ter papel essencial no processo de arbitragem das perdas devidas aos problemas com o setor externo. Os encargos de parte do endividamento externo privado foram efetivamente transferidos ao Banco Central. Exemplo disto, foi o largo conhecimento prévio da máxidesvalorização de 1979 que proporcionou ao setor privado a chance de fugir à descontinuidade cambial, limpando passivos dolarizados antes que ela se efetivasse.

(20) Note-se que os depósitos da Resolução nº 851 não são contabilizados como depósitos em moeda estrangeira. Já os depósitos da Resolução nº 923, assim como outros depósitos compulsórios, o são.

Com a crise do endividamento do final de 1982, o setor privado utilizou-se novamente das facilidades concedidas pelo Banco Central. De setembro de 1982 até a decretação da maxidesvalorização, em fevereiro de 1983, verificou-se forte movimento de depósito junto ao Banco Central. Frente à expectativa de decretação de uma nova maxi, os agentes privados usaram todos os meios disponíveis para anular dívidas externas de seus passivos. As empresas que não dispunham de recursos próprios para efetuar depósitos junto ao Banco Central correram ao mercado de crédito doméstico, mesmo com elevada taxa de juros, pressionada, inclusive, por este tipo de demanda. Durante todo o ano, permaneceu alta a propensão dos agentes privados à efetuação de depósitos junto ao Banco Central, devido às discrepâncias entre as correções monetária e cambial e aos temores quanto a uma nova maxi. Entre final de 1982 e final de 1983, os DRME do setor privado subiram de US\$ 4,6 bilhões para US\$ 6,9 bilhões, tendo, provavelmente alcançado níveis superiores durante o ano de 1983.

É importante frisar, entretanto, que não foi esta a única forma de "hedge" cambial para as empresas privadas. Frente à intensa busca de recursos creditícios internos, para efetivação de DRME, o Banco Central possibilitou às empresas a realização do "hedge" de seus passivos através de ORTN com cláusula de opção pela correção cambial. Com isto, além de "salvar" as empresas, o Banco Central buscava facilitar a rolagem da dívida interna. Contudo, o Banco Central acabou favorecendo uma ativa onda especulativa contra o câmbio e arcou com o ônus da maxi do mesmo modo que o ocorrido com o DRME. Ainda mais, às empresas de menor porte, certamente as que menos estavam protegidas contra a maxi, o Banco Central proporcionou facilidades fiscais e grande flexibilidade na renegociação dos atrasos de pagamento de créditos nos termos da Resolução nº 63 (21), o auxílio público ao setor privado ainda contou com amplos recursos do BNDES através do programa de saneamento financeiro das empresas.

(21) REGULAMENTADOS os refinanciamentos da maxidesvalorização. Gazeta Mercantil, São Paulo, 8 de abril de 1983.

Nos anos oitenta, verificou-se, portanto, um processo de transferência do ônus do endividamento externo do setor privado ao setor público. Através de várias formas, especialmente os depósitos efetuados nos termos da Circular nº 230 e da Resolução nº 432, as Autoridades Monetárias acabaram assumindo parcela da dívida originalmente captada pelo setor privado. O passivo dolarizado das Autoridades Monetárias contou, sem dúvida, com expressiva colaboração dos DRME e o ajustamento financeiro das empresas privadas foi bastante facilitado pelas possibilidades concedidas pelo Banco Central quanto à fuga aos efeitos das máxidesvalorizações.

3.1.4. Os Tomadores Internos de Crédito Externo durante a Crise do Endividamento

Não há dúvida de que, do ponto de vista dos tomadores internos de créditos externos, a crise do padrão de financiamento externo do País levou ao aprofundamento de tendências que já se faziam presentes na segunda metade da década de setenta. Os agentes privados vinham tendo cada vez mais restrições à busca de crédito externo, seja em moeda, através da Lei nº 4131 ou da Resolução nº 63, seja pela via do financiamento de importações. A ruptura da paridade cambial com a maxi de 1979 e os problemas vividos pelo setor externo da economia brasileira, a partir de 1982, só vieram tornar a empresa privada ainda mais avessa ao crédito externo. De outro lado, as entidades públicas, que haviam sido utilizadas, até 1982, para compensar a retração das captações privadas passaram, a partir de 1983, a não buscar o crédito externo em razão da política de rolagem do endividamento externo, mas sim, pelas suas próprias necessidades de caixa, frente à asfixia que os custos financeiros, resultantes do próprio acúmulo de dívidas pretérito, da defasagem tarifária e da restrição ao endividamento interno. Como poderá ser comprovado, o volume de recursos captados sofreu forte redução devido aos problemas da sistemática do "relending", mas o setor público não deixou de ser o grande captador de recursos externos, tendo até aumentado sua participação relativa.

- As Captações Diretas através da Lei nº 4131

A exemplo do que ocorreu nos anos setenta, os empréstimos em moeda tiveram papel decisivo na captação de recursos externos na primeira metade desta década. Sua magnitude suplantou, por boa margem, outras formas de endividamento ou os ingressos de capital de risco. A principal forma de captação de empréstimos em moeda também foi, nesta primeira metade da década, seguindo o ocorrido nos anos setenta, o endividamento nos termos da Lei nº 4131. Esta lei, que remonta aos anos sessenta, regulamentou captações diretas de entidades jurídicas internas junto a bancos ou outras fontes de crédito internacionais.

Como se sabe, nos anos setenta, o processo de captação de recursos externos através da Lei nº 4131 teve decisiva importância para a sustentação da liquidez externa da economia brasileira, submetida ao crescente ônus representado pelos juros do endividamento e a desequilíbrios de ordem comercial (22). A captação de recursos creditícios externos teve nas empresas estatais seus principais agentes, a partir da retração dos tomadores privados, em meados da década. A utilização das empresas públicas para captar os recursos necessários ao fechamento das contas externas do País foi, também, funcional aos bancos e às próprias empresas. Aos bancos era essencial delimitar um cliente tomador de empréstimos e seu projeto de investimento. As estatais, empenhadas num pesado programa de investimentos, contar com boa oferta de crédito externo era essencial. Esta solidariedade de interesses foi sendo minada ao final da década. Na virada dos anos oitenta, o peso do serviço da dívida externa das empresas estatais, e do País, passava a exigir novos projetos de investimento, para obtenção do aval do Tesouro e dos créditos externos, no intuito de rolar as obrigações que iam vencendo. No entanto, num clima já acentuadamente recessivo ficou cada vez mais difícil a apresentação de projetos economicamente viáveis.

(22) DAVIDOFF CRUZ, P. Dívida Externa e Política Econômica - a Experiência Brasileira nos Anos Setenta. São Paulo, Brasiliense, 1984, cap. 3.

A crise do endividamento, em setembro de 1982, veio dar as cores devidas ao perverso processo de endividamento externo em que o País e as empresas, especialmente públicas, haviam incorrido. A partir dos acordos de renegociação e da recessão inerente ao processo de ajustamento externo ficou claro o que já se apresentava de forma latente, que também para as entidades públicas não se tratava mais de endividamento para investimento, mas sim para reciclagem da dívida acumulada nos anos anteriores. O próprio Ministro do Planejamento admitiu que a era da renegociação trouxe determinações completamente diversas ao endividamento: "Estava encerrada a etapa da renegociação atomizada dos compromissos internacionais via mercado e iniciava-se o período da renegociação centralizada entre o governo e a comunidade financeira internacional, com a mediação do FMI. Nesta etapa, créditos são concedidos em função da adequação global da política de ajustamento estrutural do País e não mais com base no mérito de projetos isolados" (23).

O complexo processo de avaliação federal dos contratos de empréstimo externo, e dos projetos de investimento a eles concernentes, para concessão de aval do Tesouro Nacional, foi sepultado em 1983. Através do Decreto-lei nº 2070, de 15 de dezembro de 1983, o Governo Federal foi liberado para conceder garantias do Tesouro a contratos de empréstimo externo para rolar dívidas contraídas por quaisquer entidades públicas. Com isto, os projetos específicos de investimento tornaram-se desnecessários. Deste modo, o processo que exigiu das empresas estatais a apresentação de projetos fantasmas de investimento, para obtenção de aval do Tesouro ao endividamento, deixou de ter sentido (24).

A análise dos dados individualizados sobre os tomadores de recursos externos, através da Lei nº 4131, que será realizada a seguir, não poderia prescindir de um correto entendimento dos marcos gerais em que se moveu o processo de endividamento externo, na primeira metade dos anos oitenta. Este processo foi marcado por três características. A primeira delas foi a brutal retração do investimento ocorrida a partir de 1980. A queda de 30% da formação bruta de capital fixo entre 1980 e 1984 espelha

(23) INTEGRA do depoimento de Delfim. O Estado de São Paulo. São Paulo, 18 de maio de 1984.

(24) GARANTIA do Tesouro a todos os empréstimos. Gazeta Mercantil. São Paulo, 16 de dezembro de 1983.

bem este fato. De outro lado, a premência de fazer frente ao serviço da dívida acumulada na década anterior teve, certamente, papel decisivo nas novas captações de créditos junto a fontes externas, o que esteve, entretanto, condicionado à disponibilidade efetiva de recursos, dado que nem todos os bancos credores desejavam efetuar o reempréstimo de seus depósitos no Banco Central. Por fim, as expectativas quanto à evolução do câmbio jogaram papel de grande destaque na decisão acerca do endividamento externo. É certo que a norma foi a fuga aos empréstimos externos empreendida especialmente pelos agentes privados.

O ano de 1983 marcou profunda inflexão no ritmo de captação de créditos externos nos termos da Lei nº 4131. Através da tabela III.3. pode-se verificar que o volume de recursos captados caiu, em 1983, a 36,5% do que fora no ano anterior. Depois disto, somente em 1985 é que foi recuperado o nível de 1982. Mas, mesmo isto se deveu a um artifício de que trataremos mais à frente. Na verdade, além dos aspectos apontados no parágrafo anterior, a redução da disponibilidade de crédito externo ao País e as falhas na sistemática do "relending" foram determinantes desta queda, dado que, mesmo se as empresas privadas não estivessem dispostas a incorrer no risco cambial, as entidades públicas, vivendo graves problemas de caixa, não teriam outra opção.

A trajetória de crescimento da participação do setor público nas captações diretas através da Lei nº 4131, verificada a partir de meados dos anos setenta, não só foi mantida, mas também ganhou números e fatos ainda mais marcantes. A Tabela III.3 mostra os dados das captações efetuadas pelos diferentes tipos de empresas tomadoras, segundo a origem de seus capitais. A participação do setor público chegou próxima ao nível de 90%, em 1984 e 1985, marca bem superior aos 73,8% verificados em 1982. Quanto ao setor privado, vale destacar dois aspectos, além da queda de suas captações a 10% do total. O primeiro deles é a forte retração das captações das empresas de capital externo, a partir de 1983, com a manutenção de um patamar, em termos quantitativos, bastante estável nos três últimos anos. As facilidades fiscais concedidas à conversão da dívida em capital de risco, tratadas no Capítulo I, e estratégias próprias das empresas devem explicar, em parte, este fenômeno. Em segundo lugar, é importante registrar o avanço das captações de empresas privadas nacionais, em 1985, para o que concorreu, sem dúvida, a redução do risco cambial, devida à consolidação do saldo comercial.

TABELA III.3

EMPRESTIMOS EM MOEDA (LEI No. 4131) - CAPTAÇÕES BRUTAS DISCRIMINADAS PELA PROPRIEDADE DO CAPITAL
1979-1985

US\$ Milhoes

	1979/80		1981		1982		1983		1984		1985	
	VALOR	%	VALOR	%	VALOR	%	VALOR	%	VALOR	%	VALOR	%
SETOR PRIVADO	1565,8	23,3	2311,1	30,4	2202,8	26,2	768,7	25,1	759,0	12,0	972,1	11,3
Privado Nacional	365,2	5,1	427,7	5,6	559,4	6,6	158,8	5,2	127,2	2,0	329,2	3,8
Privado Externo	1200,5	18,2	1883,4	24,8	1643,4	19,6	609,9	19,9	631,8	10,0	642,9	7,5
Internacionais	864,2	12,3	1459,9	19,2	1298,2	15,5	473,5	15,4	447,7	7,1	376,1	4,4
Estrangeiras	28,0	0,5	61,3	0,8	0,0	0,0	25,3	0,8	49,9	0,8	202,8	2,4
Conglomerados	129,4	2,0	164,1	2,2	281,7	3,3	90,0	3,0	114,0	1,8	64,0	0,7
Joint Ventures	180,9	3,4	198,1	2,6	63,5	0,8	21,1	0,7	20,2	0,3	0,0	0,0
SETOR PÚBLICO	5164,9	76,7	5285,5	69,6	6196,3	73,8	2297,6	74,9	5589,6	88,0	7636,1	88,7
TOTAL	6730,7		7596,6		8399,1		3066,3		6348,6		8608,2	

FONTE: DAVIDOFF CRUZ, P. *Dívida Externa e Política Econômica*, São Paulo, Brasiliense, 1984, capítulo 3 (para os dados de 1979 a 1981).

Registros efetuados junto a Fiscalização e Registro de Capitais Estrangeiros (FIRCE), do Banco Central do Brasil (para os dados de 1982 a 1985).

A participação das captações diretas dos macrossetores de atividade do setor público pode ser visualizada através da Tabela III.4. Os setores de energia e transportes não perderam participação relativa, tendo até chegado a ganhar grande evidência em 1984 e 1983, respectivamente. Isto, contudo, não se deveu ao aumento quantitativo das captações, mas à maior resistência à queda que estes macrossetores apresentaram. É verdade que os investimentos nas hidrelétricas de Tucuruí e Itaipu foram significativos, mas os investimentos do setor elétrico caíram, em termos reais 14% ao ano, em 1983 e 1984. Ao lado disso, as despesas financeiras elevaram-se, em 1983, a 49% do total das aplicações do setor elétrico. Resulta daí que, as captações de créditos externos e o recurso ao Aviso GB 588, intensivamente utilizado em 1983, tiveram no endividamento pretérito seu determinante fundamental. No setor de transporte, fatos similares ocorreram. Os macrossetores de petroquímica e telecomunicações tiveram comportamento diametralmente oposto, as captações caíram à zero a partir de 1983, no primeiro caso, e de 1984, no segundo. No caso da petroquímica operou-se uma mudança no comportamento da Petrobrás, semelhante à verificada em empresas privadas, no sentido da fuga do endividamento externo. Seus investimentos, que se expandiram no período, foram realizados crescentemente a base de recursos próprios viabilizados pelo aumento dos preços do petróleo em níveis ligeiramente superiores aos da inflação. Seu capital próprio girou em torno de 70% de suas fontes de recursos entre 1980 e 1983.

Os macrossetores de siderurgia e mineração também tiveram papel de destaque. No caso do setor siderúrgico, apesar de estarem sendo realizados investimentos do estágio III da CSN e da COSIPA, a trajetória das captações deve ser creditada, em sua maior parte, às expressivas despesas financeiras com o serviço da dívida, especialmente externa. Neste sentido, a sensível queda de captação ocorrida em 1983 foi, certamente, devida à falta de acesso aos créditos. O forte uso dos Avisos GB 588 neste período e o retorno ao patamar quantitativo de captações de 1979/80 comprovam-no. No que toca ao setor de mineração, note-se que sua importância obrigou a efetivação do seu destaque do item Outros, no qual foi contabilizado até 1981. Este é o caso onde a relação entre o endividamento e a busca de fundos para o investimento é mais clara. O projeto Carajás e os ligados ao alumínio, voltados fortemente para exportação, já dispunham de financiamento externo assegurado, grande parte do qual fornecido pelas

TABELA III.4

EMPRESTIMOS EM MOEDA (LEI No. 4131) - CAPTACOES BRUTAS DISCRIMINADAS POR MACROSETORES DE ATIVIDADE
1979-1985

US\$ MILHOES

	1979/80		1981		1982		1983		1984		1985	
	VALOR	%	VALOR	%	VALOR	%	VALOR	%	VALOR	%	VALOR	%
SETOR PUBLICO	5164,9	76,7	5285,5	69,6	6196,3	73,8	2297,6	74,9	5589,6	88,0	7636,1	88,7
Energia	1403,4	21,8	2009,5	26,5	2368,2	28,2	789,5	25,7	3034,5	47,8	1896,8	22,0
Siderurgia	645,6	9,2	317,0	4,2	445,0	5,3	23,0	0,7	510,9	8,0	634,9	7,4
Petroquimica	191,9	3,3	522,0	6,9	751,4	8,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Transportes	336,9	5,0	994,4	13,1	1048,7	12,5	904,2	29,5	758,7	12,0	787,5	9,1
Telecomunicacoes	269,0	4,2	15,0	0,2	284,7	3,4	34,5	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Interm. Financeira	622,8	9,7	429,3	5,7	317,0	3,8	110,0	3,6	326,5	5,1	2054,3	23,9
Adm. Publica	1286,1	18,6	657,1	8,6	505,4	6,0	170,6	5,6	824,5	13,0	1677,3	19,5
Mineracao (1)	0,0	0,0	0,0	0,0	386,1	4,6	220,8	7,2	130,1	2,0	292,8	3,4
Outros (1)	409,2	5,4	341,3	4,4	89,8	1,1	45,0	1,5	4,4	0,1	292,5	3,4
SETOR PRIVADO	1565,8	23,3	2311,1	30,4	2202,8	26,2	768,7	25,1	759,0	12,0	972,1	11,3
Agrop./Silvic.	49,1	0,7	35,7	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	19,2	0,3	102,1	1,2
Mineracao	253,8	3,8	100,2	1,3	214,9	2,6	0,0	0,0	13,4	0,2	130,0	1,5
Ind. Transformacao	819,6	12,2	1600,6	21,1	1305,4	15,5	461,2	15,1	574,6	9,1	409,0	4,8
Ind. Construcão	62,1	0,9	21,0	0,3	35,8	0,4	16,2	0,6	0,0	0,0	75,0	0,9
Infra-estrutura	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Interm. Financeira	197,6	3,0	265,6	3,5	331,7	3,9	124,5	4,1	100,0	1,6	9,8	0,1
Comercio/Servicos	152,3	2,2	175,2	2,3	315,0	3,8	166,8	5,3	51,8	0,8	232,0	2,7
Diversos	31,3	0,5	112,8	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	14,2	0,1
TOTAL	6730,7		7596,6		8399,1		3066,3		6348,6		8608,2	

FONTE: Idem.

(1) Entre 1979 e 1981 as captacoes do setor Mineracao foram contabilizadas no item Outros.

empresas associadas à CURD na ALUNORTE, na ALBRAS e na VALESUL (25)

Especial destaque cabe a dois macrossetores de atividade, intermediação financeira e administração pública. Em 1985, a intermediação financeira chegou a captar inusitados US\$ 2054,3 milhões, ou 23,9% do total geral. Esta cifra sobrepassou, em muito, o total captado pelo BNDES, tradicionalmente o grande tomador de recursos por esta via. Isto se deveu ao fato de que, em junho de 1985, o Banco Central captou US\$ 1723 milhões, referentes à sobra do "relending" concernente aos recursos da Fase I da renegociação, cujo prazo para repasse expirou-se em setembro de 1984. Estes recursos foram transformados num fundo do Banco Central, o PROREX, para socorro a devedores públicos inadimplentes. Contudo, no passivo do Banco Central ocorreu apenas uma mudança na denominação dos mesmos depósitos. Outro destaque deve ser dado à administração pública. Também em 1985, houve extraordinária expansão das captações, devida especialmente à tomada de recursos por parte de Governos Estaduais e Prefeituras, que captaram US\$ 1082,1 milhões.

Em 1984, ocorreram fatos extremamente atípicos no que toca ao endividamento externo através da Lei nº 4131. Em novembro deste ano, três certificados de registro não trouxeram a notificação dos valores dos empréstimos efetivados. Este procedimento contraria não só a legislação vigente sobre o capital externo, mas também as rígidas normas da SEPLAN para autorização de captações de créditos junto a fontes externas. Este fato só ganha sentido se percebermos que os três tomadores destes créditos - Itaipu, ELETROBRÁS e SIDERBRÁS - estavam envolvidos com três obras que o Governo Figueiredo acelerou ao final de 1984: as hidrelétricas de Itaipu e Tucuruí e a AÇOMINAS. Note-se que estas três operações não foram incluídas nos números das Tabelas III.3. e III.4. Isto quer dizer que a participação real do setor público no total de captações foi ainda maior que os 88% que constam da Tabela III.3. (26)

(25) Sobre despesas financeiras das estatais, ver: WERNECK, R.L.F. Empresas Estatais e Política Macroeconômica, Rio de Janeiro, Campus, 1987, p. 65 a 97. A respeito do investimento e da posição financeira das estatais ver: AFONSO, J.R.R. A Empresa Estatal Produtiva no Brasil, Brasília, 1985, mimeo.

(26) ELETRONORTE levanta empréstimo para concluir hidrelétrica. Gazeta Mercantil. São Paulo, 10 de outubro de 1984. ESTATAIS deverão investir menos. Gazeta Mercantil. São Paulo, 30 de outubro de 1984.

A captação de créditos externos por macrossetores de atividade do setor privado também pode ser analisada através da Tabela III.4. A violenta retração do volume captado pelo setor privado teve na redução da captação de empréstimos externos por parte de empresas da indústria de transformação um dos seus fatores determinantes. Em 1985, estas empresas captaram volume de recursos cerca de 75% inferior ao captado em 1981. Nos anos de 1982 e 1983, a intermediação financeira desfrutou de boa posição entre os tomadores privados. As empresas de "leasing" e arrendamento mercantil tiveram destacada atuação neste setor, forçadas, especialmente, pela própria política econômica que, através da Resolução nº 755, de 12 de agosto de 1982, condicionou a emissão de debêntures à contrapartida de captação de recursos externos. Esta exigência só foi revogada em 5 de abril de 1984, pela Resolução nº 907. Outro setor importante foi o de comércio e serviços, cujas captações ligaram-se, em parte, ao forte incremento das exportações e atividades afins.

A Tabela III.5 mostra a distribuição das captações dentre os gêneros da indústria de transformação. As empresas de material de transporte, minerais não-metálicos e química foram as que mais colaboraram no sentido de conter a queda das captações do setor privado, embora isto não se tenha dado de forma uniforme para o período. As captações dos gêneros de mecânica, metalurgia e produtos alimentícios, ao contrário, tiveram comportamento fortemente declinante. É forçoso notar que, tendo em vista o risco cambial latente, a tomada de recursos externos tornou-se, pelo menos em 1983 e 1984, caminho bastante temerário. Na verdade, a estratégia das empresas privadas, em geral, foi a da liquidação das dívidas em moeda estrangeira e não renovação dos créditos. Caso esta liquidação se desse sob a forma de DRME tanto melhor, posto que a empresa poderia efetuar o saque em caso de necessidade de recursos. Desta forma, a captação de créditos externos pela Lei nº 4131 acabou relacionando-se especialmente à estratégia financeira de empresas multinacionais e aos investimentos de empresas voltadas para o mercado externo que tinham no próprio faturamento um "hedge" contra a variação cambial. Além disto, não há como esquecer que o período caracterizou-se pela profunda contração dos investimentos.

Estes fatos guardam relação com os indicadores de concentração das captações do setor privado, que podem ser analisados através da Tabela III.6. Em 1983 e, especialmente, em 1984, o número de tomadores de empréstimos responsáveis por 70% do total diminuiu substancialmente. Do

TABELA III,5

EMPRESTIMOS EM MOEDA (LEI No. 4131) - CAPTAÇÕES BRUTAS DISCRIMINADAS POR GÊNEROS DA INDÚSTRIA DE TRANSFORMAÇÃO
1979-1985

US\$ MILHÕES

	1979/80		1981		1982		1983		1984		1985	
	VALOR	%	VALOR	%	VALOR	%	VALOR	%	VALOR	%	VALOR	%
SETOR PRIVADO	1565,8	23,3	2311,1	30,4	2282,8	26,2	768,7	25,1	759,0	12,0	972,1	11,3
<u>Ind. Transformação</u>	819,5	12,2	1600,0	21,1	1305,4	15,5	461,2	15,0	574,6	9,1	409,0	4,8
Min. não Metálicos	64,9	1,0	101,5	1,3	263,5	3,1	115,3	3,8	14,4	0,2	14,2	0,2
Metalurgia	158,8	2,4	591,5	7,8	439,9	5,2	77,6	2,5	106,3	1,7	0,0	0,0
Mecânica	38,0	0,6	129,4	1,7	35,8	0,4	6,9	0,2	42,3	0,7	0,0	0,0
Mat. Elétrico/Comun.	26,5	0,4	72,3	1,0	31,4	0,4	10,0	0,3	0,0	0,0	63,7	0,8
Mat. Transp.	96,6	1,4	201,5	2,7	115,7	1,4	117,6	3,8	92,1	1,5	129,0	1,5
Papel/Papelão	25,5	0,4	21,4	0,3	136,4	1,6	0,0	0,0	67,5	1,1	39,4	0,5
Borracha	13,0	0,2	39,6	0,5	97,5	1,2	0,0	0,0	53,7	0,8	12,4	0,1
Química	288,9	4,3	226,6	3,0	37,1	0,4	96,9	3,2	171,5	2,7	33,7	0,4
Farmacêutica	0,0	0,0	37,2	0,4	33,6	0,4	18,5	0,6	0,0	0,0	43,5	0,5
Têxtil	15,8	0,2	21,4	0,3	57,4	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	18,1	0,2
Vestuarío	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Prod. Alimentícios	36,1	0,5	89,0	1,2	17,1	0,2	18,4	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Diversos	25,6	0,4	27,2	0,3	40,0	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Outros Gêneros	29,8	0,4	42,0	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	26,8	0,4	55,0	0,6
<u>Outros Setores</u>	746,2	11,1	710,5	9,3	897,4	10,7	307,5	10,0	184,4	2,9	563,1	6,5
SETOR PÚBLICO	5164,9	76,7	5285,5	69,6	6196,3	73,8	2297,6	74,9	5539,6	88,0	7636,1	88,7
TOTAL	6730,7		7596,6		8399,1		3066,3		6348,6		8608,2	

FONTE: Idem.

TABELA III.6

EMPRESTIMOS EM MOEDA (LEI No. 4131) - INDICADORES DE CONCENTRACAO DE CAPTACOES DO SETOR PRIVADO
1978 A 1985

DISCRIMINACAO	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
5 Maiores (% do Total)	26,6	27,0	28,6	26,1	27,9	28,1	40,0	24,5
10 Maiores (% do Total)	37,2	37,9	41,9	34,4	39,4	42,4	55,3	37,5
No. de Empresas Responsaveis por 70% do Total Captado.	79	58	35	81	45	35	20	36

FONTE: Idem.

TABELA III.7

EMPRESTIMOS EM MOEDA (LEI No. 4131) - OPERAÇÕES REALIZADAS ENTRE MATRIZ E FILIAL DE EMPRESAS DE CAPITAL EXTERNO
1979 a 1985

	US\$ 1						
DISCRIMINAÇÃO	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Operações Matriz/Filial (A)	173,3	187,3	182,5	232,7	168,5	190,6	177,0
Operações Totais das Empresas de Capital Externo (B)	1453,3	947,9	1883,4	1899,7	728,9	631,8	578,0
(A)/(B) %	11,9	19,8	9,7	12,2	23,1	30,2	30,6

FONTE: Ideia.

mesmo modo, os 5 e os 10 maiores tomadores privados foram responsáveis por grande parcela das captações. Em 1985, os indicadores voltaram a apontar níveis de concentração menos pronunciados, com a reversão das expectativas cambiais. A Tabela III.7 revela uma constância bastante forte nas operações de crédito entre matrizes e filiais, o que fez com que elas passassem a representar cerca de 30% do total captado por empresas de capital externo, dado o recuo destas últimas. Note-se, também, que nas conversações realizadas quando da renegociação da fase I as autoridades brasileiras faziam referência explícita às operações de empréstimo matriz-filial, num montante de US\$ 500 milhões. Estas evidências reforçam a idéia de que as estratégias das empresas internacionais são fator importante na determinação das captações privadas, muito embora não se deva esquecer que os incentivos fiscais à conversão de dívida em capital de risco também possam ter jogado seu papel.

Por fim, cabe destacar que a supremacia do setor público na repartição dos recursos captados através da Lei nº 4131 não foi questionada nem pelas medidas tomadas em setembro de 1985. A suspensão do relending para o setor público a partir de 1º de outubro de 1985 não se traduziu em modificações substantivas nas captações devido ao fato de que as negociações entre entidades públicas e bancos registrados até setembro continuaram valendo, tendo sido liberadas nos três últimos meses do ano.

- Captações Diretas para Repasse Através do Sistema Financeiro Interno (Resolução nº 63)

Através da Resolução nº 63 de 1967, os bancos estabelecidos em território nacional foram autorizados a realizar captações junto a fontes externas de crédito para repasse a tomadores internos. Isto deu condições a que um grande número de empresas tivesse acesso aos créditos de origem externa, rompendo as limitações colocadas pelas captações através da Lei nº 4131, devidas ao elevado volume mínimo requerido por transações diretas com bancos internacionais. Além disto, a Resolução nº 63 possibilitou a presença do sistema financeiro interno no circuito de endividamento externo. A operacionalidade desta forma de empréstimo em moeda é marcada pela possibilidade do banco interno fracionar o crédito obtido junto às fontes

externas, por grande número de tomadores finais internos, por prazos diferenciados. Estes tomadores finais é que assumem o risco cambial envolvido nos créditos. Note-se que a pesquisa que segue baseou-se nas captações dos bancos repassadores, devido à indisponibilidade de informações sobre os tomadores finais.

Nos anos oitenta, as chamadas operações 63 tiveram grande impulso devido a dois fatos. Em 1980, as entidades públicas foram autorizadas a captar empréstimos através da Resolução nº 63, o que lhes abriu nova fonte de recursos, intensivamente utilizada, até 1982, pela SIDERBRÁS, por prefeituras e governos estaduais e suas empresas. De outro lado, em dezembro de 1980, foi iniciada uma política de restrição quantitativa à expansão do crédito interno. Para estimular os empréstimos externos as operações de 63 não sofreram a imposição de limites. Além disso, os bancos foram incentivados pelas autoridades econômicas a buscar recursos, mesmo que para depositá-los junto ao Banco Central nos termos da Circular nº 230. Como pode ser verificado através da Tabela III.8, a captação de recursos nos termos da Resolução nº 63 foi muito expressiva até 1982⁽²⁷⁾.

A partir de 1983, o fluxo de recursos ingressantes através da Resolução nº 63 sofreu forte retração. O total de créditos captados por esta via, em 1983 e 1984, foi menos que 25% do efetivado em 1982, ano que já fora parcialmente influenciado pela crise do endividamento. Já em 1985, os créditos tomados através desta modalidade de empréstimo em moeda desceram a níveis quase desprezíveis, US\$ 357,4 milhões frente aos US\$ 5467,1 milhões captados em 1981. Há que se ressaltar, entretanto, que a redução nas captações não teve correspondência direta no que diz respeito à oferta de créditos a tomadores finais internos. Note-se que, dentro do "funding" dos bancos, os recursos externos aumentaram expressivamente. No passivo dos bancos comerciais privados, estes recursos evoluíram de 36,1%, em 1980, para 53,0%, em 1984, como parcela do total. No tocante aos bancos comerciais oficiais, no mesmo período a participação das operações cambiais

(27) Note-se que neste período, de 1980 a 1982, a Resolução nº 63 foi um novo modo de estatização do endividamento externo. Ver: DAVIDOFF CRUZ, P. Op. cit., p. 146 a 149.

TABELA III.B

EMPRESTIMOS EM MOEDA (RESOLUCAO 63) - INGRESSOS BRUTOS DE MOEDA SEGUNDO AGENTES REPASSADORES
1979 A 1985

US\$ MILHOES

	1979/80		1981		1982		1983		1984		1985	
	VALOR	%	VALOR	%	VALOR	%	VALOR	%	VALOR	%	VALOR	%
BANCOS COMERCIAIS	2021,5	79,7	4323,3	79,1	3557,0	80,2	782,4	75,0	706,7	68,8	156,4	43,8
Públicos	773,6	38,5	1251,2	22,9	705,6	15,9	129,5	12,4	114,8	11,2	67,2	18,8
Privados	1247,9	49,2	3072,1	56,2	2851,4	64,3	652,9	62,6	591,9	57,6	89,2	25,0
Nacionais	737,0	29,1	1855,4	33,9	1678,8	37,9	260,6	25,0	218,7	21,3	34,9	9,8
Estrangeiros	510,9	20,1	1216,7	22,3	1172,6	26,4	392,3	37,6	373,2	36,3	54,3	15,2
BANCOS DE INVESTIMENTO	495,6	19,5	898,8	16,4	734,0	16,5	164,3	15,8	209,9	20,4	155,2	43,4
Nacionais	89,8	3,5	345,0	6,3	142,0	3,2	9,2	0,9	3,0	0,3	36,3	10,2
Externos	405,8	16,0	553,8	10,1	592,0	13,3	155,1	14,9	206,9	20,1	118,9	33,2
Estrangeiros	257,0	10,1	451,8	8,3	492,5	11,1	91,9	8,8	159,7	15,5	89,4	25,0
Com Participacao	148,8	5,9	102,0	1,9	99,5	2,2	63,2	6,1	47,2	4,6	29,5	8,2
BANCOS DE DESENVOLVIMENTO	20,6	0,8	245,0	4,5	124,9	2,8	96,2	9,2	111,0	10,8	45,8	12,8
LEASING	0,0	0,0	0,0	0,0	20,0	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
TOTAL	2537,7		5467,1		4435,9		1042,9		1027,6		357,4	

FONTE: Idea.

subiu de 18,7% para 24,2% (28). Não há dúvida de que a disparidade entre a evolução do câmbio e a correção monetária, assim como a redução de outras fontes de recursos, tiveram forte influência neste fenômeno, mas os saques de depósitos registrados nos termos da Circular nº 230 parecem ter tido também, seu papel.

Em verdade, os bancos possuíam expressivos depósitos registrados nos termos da Circular nº 230, cerca de US\$ 3,0 bilhões em meados de 1983. Este volume era muitas vezes maior que a demanda interna por créditos de 63, que estava em nível reduzidíssimo devido ao temor quanto à evolução cambial. O empréstimo externo era evitado, mesmo com os altos níveis que o custo do crédito interno vinha atingindo. Além disto, a demanda por crédito em geral vinha experimentando expressiva redução. Note-se que várias formas de favorecer os repasses de 63 foram tentadas pelas autoridades econômicas. Dentre elas, a possibilidade de contratos com opção pela correção monetária para os tomadores finais, onde os bancos faziam o "hedge" do risco cambial com ORTN cambiais.

Se o setor privado não queria assumir dívidas pela 63, o setor público estava impedido, pela política econômica, não só de realizar operações novas, mas também de renovar parte das antigas. A restrição ao endividamento interno, que teve na Resolução nº 831 seu mais duro instrumento, acabou causando forte inadimplência das entidades públicas em suas operações 63. Como visto no Capítulo II, a situação criada só foi contornada com a viabilização da sistemática de rolagem dos débitos vencidos, através da Resolução nº 923. Note-se que, nesta regulamentação, o Banco Central dava possibilidade às instituições financeiras de sacar seus depósitos nos termos da Circular nº 230 ou efetuar captações novas de recursos da fase II da renegociação. A julgar pela pequena variação nas captações junto aos bancos credores, a utilização dos DRME deve ter sido o elemento essencial deste processo.

(28) TAVARES, M.C., ALMEIDA, J.S.B. & TEIXEIRA, A. Sistema Financeiro e Crédito no Brasil. Rio de Janeiro, 1985, mimeo, p. 92 a 107.

A evolução - involução no caso - das captações bancárias de empréstimos em moeda nos moldes da Resolução nº 63 pode ser analisada através da Tabela III.8. Os bancos comerciais, que até 1982 detinham 80% dos fluxos de crédito anuais, foram os grandes responsáveis pela queda das captações totais. Ao invés dos US\$ 4,0 bilhões anuais, captados em 1981 e 1982, os bancos comerciais passaram a ser tomadores de cerca de US\$ 700 milhões em 1983 e 1984, para, em 1985, descer aos US\$ 156 milhões. Dentre os bancos comerciais ocorreu, até 1984, um movimento muito claro de redução da participação dos bancos públicos - especialmente do Banco do Brasil - e dos bancos privados nacionais. Ao contrário, os bancos comerciais estrangeiros reduziram bem menos intensamente seu nível de captações, o que fez com que, em 1984, fossem tomadores de mais que a metade dos créditos totais captados pelos bancos comerciais. Em 1985, continuou a queda das captações de bancos privados nacionais e de bancos públicos, mas o comportamento dos bancos estrangeiros seguiu o mesmo rumo. A participação relativa dos bancos estrangeiros, em 1985, caiu à metade do que fora no ano anterior.

Em contrapartida à derrocada da participação dos bancos comerciais nas captações totais, os bancos de desenvolvimento e de investimento aumentaram sua parcela relativa. Impulsionada especialmente pelos bancos de investimento estrangeiros ou associados ao capital externo, a participação dos bancos de investimento cresceu, a partir de 1982, chegando, em 1985, a igualar a dos bancos comerciais. Já os bancos de desenvolvimento demonstraram forte resistência à queda de suas captações, o que lhes valeu o aumento na participação relativa. O envolvimento com as dívidas dos governos estaduais e de suas empresas foi determinante neste comportamento.

Não há, entretanto, como deixar de lembrar que um elemento importante a explicar a queda nas captações através da Resolução nº 63 e a retração dos bancos comerciais nacionais foi a própria renegociação da dívida externa. Uma parcela muito significativa dos recursos captados por bancos brasileiros, especialmente Banco do Brasil e BANESPA, era conseguida junto às agências destes bancos no exterior. Este processo já vigia desde os anos setenta, mas ganhou impulso em 1979, quando as próprias autoridades econômicas estimularam os bancos nacionais a entrarem no circuito financeiro internacional. Estas transações, entre agências de bancos brasileiros e suas matrizes, não eram mais que uma forma de transformar créditos captados a curtíssimo prazo, no interbancário, em empréstimos de

longo prazo, através da Resolução nº 63.

Com a crise cambial, este processo foi extremamente afetado. As agências de bancos brasileiros no exterior tiveram seus passivos associados à dívida brasileira em geral. Como visto no Capítulo I, os créditos interbancários foram o ponto mais complexo de toda a renegociação. A Tabela III.9 mostra os dados a respeito da captação de créditos através da Resolução nº 63 junto às agências de bancos brasileiros. A queda neste tipo de operação foi muito acentuada no segundo semestre de 1982 e no primeiro de 1983, quando nenhuma captação foi efetuada. Cabe destaque ao papel do Banco do Brasil. Várias vezes usado como elemento anti-cíclico nas flutuações das condições de liquidez do mercado internacional de crédito, o BB deixou de captar recursos no segundo semestre de 1982 (29). Como já comentado, ele mal conseguiu sobreviver ante sua transformação em captador de recursos de curtíssimo prazo para auxiliar o fluxo de caixa do Banco Central, nos momentos mais agudos da crise cambial. Também pode ser notado pela Tabela III.9, que apenas o BANESPA e o COMIND seguiram com captações relativamente elevadas.

- Financiamentos de Importações

Os financiamentos de importações são outra modalidade de ingresso de capitais de empréstimo. As Tabelas III.10 a III.14 apresentam os dados a elas concernentes, para a primeira metade dos anos oitenta. As informações, entretanto, não são atinentes a ingressos efetivos, mas sim a autorizações para efetivação de importações financiadas por prazos superiores a 360 dias, que podem ser realizadas, ou não, imediatamente. Assim, os dados aqui compilados possibilitam apenas uma análise da tendência da repartição dos financiamentos.

(29) TEIXEIRA, N.6. O Sistema Bancário Brasileiro e suas Transformações Frente à Crise Atual. Campinas, 1985. Tese de Doutorado, mimeo, p. 124 a 128. DAVIDOFF CRUZ, P. Op. cit., p. 132 a 138.

TABELA III.9

EMPRESTIMOS EM MOEDA (RESOLUCAO No. 63)
 CAPTACDES BRUTAS JUNTO A BANCOS BRASILEIROS OPERANDO NO EXTERIOR
 1979 a 1985

US\$ MILHOES

BANCO CREDOR	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Banco do Brasil (A)	144,5	681,0	626,0	34,5	-	-	4,0
Banespa	96,2	181,0	178,5	94,8	64,5	99,2	18,8
Banerj	-	-	-	24,8	-	2,1	-
Real	80,0	12,7	45,7	91,5	-	11,7	6,5
Safrá	3,7	-	6,0	16,3	-	2,1	2,9
Comind	23,5	19,7	9,0	8,0	11,0	20,1	12,6
Mercantil	-	-	5,0	-	-	7,0	-
Itau	-	5,0	5,0	15,0	-	5,1	-
Economico	-	20,0	23,0	55,5	-	0,8	-
Nacional	-	-	3,0	3,0	-	5,5	-
Doutros Bancos Privados				34,5	-	5,1	2,9
Total (B)	347,9	919,4	901,2	377,9	75,5	158,7	47,7
TOTAL DA RESOLUCAO No. 63 (C)	1574,5	3500,9	5467,1	4435,9	1042,9	1027,6	357,4
B/C	22,1	26,3	16,5	8,5	7,2	15,4	13,3
A/C	9,2	19,5	11,5	0,8	-	-	1,1

FONTE: Idem.

A Tabela III.10. permite visualizar a continuação, e até aprofundamento, da flagrante preponderância das captações do setor público, que chegaram, em 1985, a 92,3% do total. As autorizações para captações dos macrossetores de atividade do setor público podem ser analisadas através da Tabela III.11. Pode-se notar que os setores de energia e transportes tiveram grande importância, enquanto siderurgia, petroquímica e intermediação financeira ficaram em segundo plano. Destaque especial tem que ser dado à administração pública que passou de uma participação percentual de 15,8%, em 1980/81, para 47,9%, em 1984. Esta expansão deveu-se a autorizações para captações concedidas ao Ministério da Fazenda de US\$ 1840,2 milhões, US\$ 343,9 milhões e US\$ 823,0 milhões, em 1983, 1984 e 1985. Isto representou cerca de 70% do total de autorizações para importações financiadas nestes três anos. Em verdade, tratava-se de créditos relativos ao refinanciamento das obrigações junto ao Clube de Paris, que passaram ao Ministério da Fazenda, não sendo assumidos por tomadores finais. Embora esta operação não configure um real financiamento de importações, não se pode perder de vista que seu sentido foi justamente o de fazer o Governo assumir toda a responsabilidade sobre o endividamento, uma centralização da dívida, não em entidades públicas, mas no próprio Tesouro.

No setor privado, a derrocada do investimento não poderia ter outra repercussão sobre os financiamentos de importações que não sua retração. Interessante notar a expressiva queda das autorizações às empresas da indústria de transformação e que apenas os setores de mineração e comércio e serviços seguiram tendo alguma importância. A Tabela III.12 mostra que dentro da indústria de transformação apenas os gêneros de material elétrico e de comunicações e material de transportes, especialmente este último, conservaram certa participação no período recessivo, tendo, inclusive, ténue recuperação quantitativa em 1985.

As autorizações, durante 1983 e 1984, ao setor privado, concentraram-se em número diminuto de empresas. Como pode ser comprovado pela Tabela III.13., em 1983, os 10 maiores tomadores cobriram 94,2% do total captado. Em 1985, uma pequena retomada do investimento foi causadora de uma pronunciada desconcentração das autorizações. A Tabela III.14. mostra que as autorizações a financiamentos de importações, para operações entre matrizes e filiais, sofreram fortíssima queda, fato totalmente diverso do ocorrido com os empréstimos através da Lei nº 4131. Só em 1985 é que este tipo de operação voltou ao nível registrado em 1982. Frente à queda do

TABELA III.10

FINANCIAMENTO DE IMPORTAÇÕES - AUTORIZAÇÕES DISCRIMINADAS PELA PROPRIEDADE DO CAPITAL
1980 a 1985

US\$ MILHÕES

	1980/81		1982		1983		1984		1985	
	VALOR	%								
SETOR PRIVADO	881,10	17,7	521,41	10,0	340,02	7,9	211,80	10,4	211,00	7,1
Privado Nacional	342,00	6,9	228,58	4,4	210,68	4,9	55,79	2,7	58,60	2,0
Privado Externo	539,10	10,9	292,85	5,6	129,34	3,0	156,02	7,7	152,40	5,1
Internacionais	482,40	9,7	271,07	5,2	85,11	2,0	79,62	3,9	149,14	5,0
Estrangeiras	22,10	0,4	21,78	0,4	44,23	1,0	71,27	3,5	3,26	0,1
Conglomerados	34,60	0,7	0,00	0,0	0,00	0,0	0,00	0,0	0,00	0,0
Joint-Ventures	0,00	0,0	0,00	0,0	0,00	0,0	5,13	0,3	0,00	0,0
SETOR PÚBLICO	4086,60	82,3	4710,11	90,0	3955,41	92,1	1826,65	89,6	2757,30	92,9
TOTAL	4967,70		5231,52		4295,43		2038,45		2968,30	

FONTE: Idem.

TABELA.III.11

FINANCIAMENTO DE IMPORTACOES - AUTORIZACOES DISCRIMINADAS POR MACROSETORES DE ATIVIDADE
1980 a 1985

US\$ MILHOES

	1980/81		1982		1983		1984		1985	
	VALOR	%								
SETOR PUBLICO	4086,60	82,3	4710,11	90,0	3955,41	92,1	1826,65	89,6	2757,30	92,8
Energia	1887,20	38,0	759,68	14,5	803,48	18,7	560,47	27,5	805,90	27,2
Siderurgia	202,10	4,0	54,20	1,0	543,05	12,6	6,23	0,3	0,00	0,0
Petroquimica	407,70	8,2	413,59	7,9	123,31	2,9	72,27	3,5	104,90	3,5
Transportes	426,20	8,6	1267,88	24,2	125,83	2,9	67,56	3,3	214,00	7,2
Telecomunicacoes	0,00	0,0	206,88	4,0	4,84	0,1	0,00	0,0	5,90	0,1
Inter-financeira	255,20	5,1	441,28	8,4	314,12	7,3	110,10	5,4	227,80	7,6
Adm. Publica	784,50	15,8	1078,03	20,6	1973,61	45,9	977,22	47,9	1349,70	45,5
Mineracao (I)	0,00	0,0	428,44	8,2	67,17	1,6	32,80	1,6	47,40	1,6
Outros	123,70	2,6	60,13	1,1	0,00	0,0	0,00	0,0	1,70	0,1
SETOR PRIVADO	881,10	17,7	521,41	10,0	340,02	7,9	211,80	10,4	211,00	7,1
Agron./Silvic.	0,00	0,0	0,00	0,0	0,00	0,0	0,00	0,0	0,00	0,0
Mineracao	7,40	0,1	0,00	0,0	0,00	0,0	76,40	3,7	0,00	0,0
Ind. Transformacao	606,70	12,2	378,80	7,2	129,34	3,0	109,95	5,4	179,07	6,0
Ind. Construcão	48,30	1,0	14,24	0,3	0,00	0,0	0,00	0,0	3,40	0,1
Infra-estrutura	181,40	3,7	0,00	0,0	0,00	0,0	0,00	0,0	0,00	0,0
Inter. Financeira	0,00	0,0	0,00	0,0	0,00	0,0	0,00	0,0	0,00	0,0
Comercio/Servicos	0,00	0,0	128,36	2,5	210,68	4,9	25,46	1,2	28,53	1,0
Diversos	37,30	0,7	0,00	0,0	0,00	0,0	0,00	0,0	0,00	0,0
TOTAL	4967,70		5231,52		4295,43		2038,45		2968,30	

FONTE: Idem.

(1) Em 1980/81 as captacoes deste setor foram contabilizadas no item "Outros".

TABELA III.12
 FINANCIAMENTO DE IMPORTACOES - AUTORIZACOES DISCRIMINADAS POR GENEROS DA INDUSTRIA DE TRANSFORMACAO
 1980 A 1985

US\$ MILHOES

	1980/81		1982		1983		1984		1985	
	VALOR	%								
SETOR PRIVADO	881,10	17,7	521,41	10,0	340,02	7,9	211,80	10,4	211,00	7,1
IND. TRANSFORMACAO	606,70	12,2	378,80	7,2	129,34	3,0	109,95	5,4	179,07	6,0
Min. nao metalicos	7,30	0,1	15,19	0,3	0,00	0,0	0,00	0,0	0,00	0,0
Metalurgia	38,70	0,8	0,00	0,0	0,00	0,0	0,00	0,0	4,26	0,1
Mecanica	42,60	0,9	0,00	0,0	0,00	0,0	0,00	0,0	1,00	0,0
Mat. Eletrico/Comun.	29,30	0,6	67,71	1,3	70,82	1,6	28,93	1,4	65,27	2,4
Mat. Transporte	309,20	6,2	227,13	4,3	58,51	1,4	50,68	2,5	84,72	2,9
Papel/Papelao	14,70	0,3	0,00	0,0	0,00	0,0	0,00	0,0	0,00	0,0
Borracha	60,80	1,2	0,00	0,0	0,00	0,0	0,00	0,0	0,00	0,0
Quimica	83,30	1,7	7,06	0,1	0,00	0,0	30,33	1,5	0,00	0,0
Farmaceutica	0,00	0,0	0,00	0,0	0,00	0,0	0,00	0,0	1,14	0,0
Textil	15,60	0,3	11,00	0,2	0,00	0,0	0,00	0,0	7,50	0,2
Vestuario	0,00	0,0	0,00	0,0	0,00	0,0	0,00	0,0	3,12	0,1
Prod. Alimenticios	0,00	0,0	35,52	0,7	0,00	0,0	0,00	0,0	1,28	0,0
Diversos	5,20	0,1	15,19	0,3	0,00	0,0	0,00	0,0	0,00	0,0
Outros Generos	0,00	0,0	0,00	0,0	0,00	0,0	0,00	0,0	10,78	0,3
OUTROS SETORES	274,40	5,5	142,61	2,7	210,68	4,9	101,85	5,0	31,93	1,1
SETOR PUBLICO	4086,60	82,3	4710,11	90,0	3955,41	92,1	1826,65	89,6	2757,30	92,9
TOTAL	4967,70		5237,52		4295,43		2038,45		2968,30	

FORTE: Idem.

TABELA III.13

INDICADORES DE CONCENTRACAO DE CAPTACOES DO SETOR PRIVADO
1982 a 1985

DISCRIMINACAO	1982	1983	1984	1985
5 Maiores (% do Total)	35,9	79,6	60,7	47,6
10 Maiores (% do Total)	51,5	94,2	71,7	56,6
No. de Empresas respon- saveis por 70% do Total Captado	22	4	9	32

FONTE: Idem.

TABELA III.14

FINANCIAMENTO DAS IMPORTAÇÕES
 OPERAÇÕES REALIZADAS ENTRE MATRIZ E FILIAL DE EMPRESAS DE CAPITAL EXTERNO
 1982 A 1985

US\$ MILHÕES

DISCRIMINAÇÃO	1982	1983	1984	1985
Operações Matriz/Filial (A)	84,1	44,0	30,0	84,9
Operações totais das empresas de capital externo (B)	296,2	129,3	150,9	152,4
(A)/(B) %	28,4	34,0	19,9	55,7

FONTE: Idem.

total de autorizações ao capital externo, ocorreu sensível elevação na relação entre operações matriz-filial e autorizações totais às empresas de capital estrangeiro, que chegou a 55,7%, em 1985.

3.2. A Estatização do Endividamento Externo e o Crescimento da Dívida do Setor Público

O processo de estatização da dívida externa, que foi particularmente acentuado nos anos oitenta, teve decisiva participação no acúmulo de dívidas no passivo do setor público. Em verdade, este processo deu-se por três vertentes principais, que ganharam especial relevância quando da crise do endividamento. De um lado, a crescente participação de entidades públicas na captação de recursos externos, desde meados da década de setenta, teria que desembocar numa modificação na repartição do estoque de dívida, entre os setores público e privado. Por outro lado, o conhecido processo de transferência de dívidas externas, originalmente captadas pelo setor privado, às Autoridades Monetárias, também agiu no sentido de aumentar a participação pública no endividamento total. Por fim, a já aludida forma de que se revestiu o processo de renegociação da dívida externa, a partir de 1983, terminou por fazer do Banco Central o depositário de expressiva parcela dos recursos externos. Estes elementos foram, sem dúvida, decisivos nos grandes percalços financeiros atravessados pelo setor público na primeira metade dos anos oitenta.

A análise da "Dívida Líquida do Setor Público" (DLSP) pode ser bastante elucidativa. Por meio deste conceito de mensuração da posição patrimonial do setor público é possível aferir quantitativamente a dramaticidade do processo de estatização da dívida externa, nos anos oitenta, e sua relação com o crescimento do passivo total do setor público. Entretanto, antes de passarmos à apreciação dos dados é importante frisar alguns aspectos metodológicos. Os dados da DLSP referem-se ao setor público não financeiro, mas incluem as contas do Banco Central por sua íntima relação com as contas do Governo Federal, advindas da própria especificidade da Autoridade Monetária brasileira. De outra parte, é necessário notar que, com o fim da conta movimento, o endividamento de

entidades públicas para com o Banco do Brasil passou a ser contabilizado na DLSP ao lado das dívidas para com o sistema financeiro interno. Com isto, os Avisos 6B 588, MF 30 e MF 09 passaram a ser contabilizados como dívida das entidades públicas, exceto pelos adiantamentos do Banco do Brasil que foram ressarcidos pelo Tesouro Nacional. Além disto, cabe destacar que as dívidas em moeda estrangeira captadas junto a bancos repassadores, através da Resolução nº 63, encontram-se alocadas no financiamento interno (30).

A enorme expansão da Dívida Líquida do Setor Público, nos anos oitenta, pode ser visualizada através da Tabela III.15. Em dezembro de 1981 a dívida total era de US\$ 67.115 milhões. Em dezembro de 1985 ela atingiu US\$ 117.279 milhões, ou seja, houve um crescimento de 74,7%. Esta expansão foi comandada pelo endividamento público junto a fontes externas de crédito, cuja variação foi de 87,8%. O crescimento do endividamento interno foi bem mais modesto, atingindo 58,5%. Tal comportamento levou o endividamento externo a aumentar sua participação, no total da DLSP, de 55,5%, em 1981, para 58,1%, em 1985. A mesma tabela mostra, também, o espetacular crescimento da dívida do Governo Federal e do Banco Central que foi de 133,6%, entre 1981 e 1985. Com isto, a participação deste segmento do setor público, no total da dívida líquida, evoluiu de 27,3%, em 1981, para 36,5%, em 1985. Ao contrário, os outros dois blocos em que o setor público foi dividido tiveram participação declinante. Governos Estaduais e Municipais reduziram, durante o período, sua fatia na dívida total, de 15,5% para 12,5%. Do mesmo modo, as Empresas Estatais e Autarquias tiveram seu peso contraído de 57,2% para 51,0%. Nos dois casos, houve entretanto, substancial crescimento dos estoques de dívida. As Empresas Estatais e Autarquias, por exemplo, apresentaram uma expansão do endividamento, interno e externo, de 56%, chegando a dezembro de 1985 com um estoque de dívidas de nada menos que US\$ 59.893 milhões.

(30) Cabe registrar que optou-se pela apresentação dos dados em dólares. A outra forma de publicação da DLSP é realizada em cruzeiros correntes. Julgamos mais adequado o método utilizado, ao invés do deflacionamento em cruzeiros, devido ao intento da análise ter por preocupação essencial a dívida de natureza externa. Embora alguma distorção possa ocorrer, especialmente com a descontinuidade cambial, os resultados não seriam substancialmente afetados se a escolha tivesse recaído na outra opção. BANCO CENTRAL DO BRASIL. Brasil Programa Econômico, vol. 12, Brasília, agosto, 1986, p. 18 a 25. BANCO CENTRAL DO BRASIL, Informativo Mensal, nº especial, Brasília, Janeiro, 1986. TEIXEIRA, E. Dívida Líquida do Setor Público, São Paulo, 1987, mimeo.

TABELA III.15
 DIVIDA LIQUIDA DO SETOR PUBLICO
 1981 a 1985

US\$ MILHOES

	1981		1982		1983		1984		1985	
	VALOR	PART.	VALOR	PART.	VALOR	PART.	VALOR	PART.	VALOR	PART.
TOTAL GERAL	67115	100,0	86371	100,0	96522	100,0	103985	100,0	117279	100,0
Divida Interna	29882	44,5	38278	44,3	34531	35,8	40946	39,4	47365	40,4
Divida Externa	37233	55,5	48093	55,7	61991	64,2	63039	60,6	69914	59,6
GOVERNO FEDERAL E BACEN	18299	27,3	23519	27,2	35814	37,1	40890	39,4	42751	36,5
GOVERNOS ESTADUAIS E MUNI- CIPAIS	10434	15,5	14221	16,5	11777	12,2	12202	11,7	14635	12,5
EMPRESAS ESTATAIS E AUTARQUI- AS	38382	57,2	48631	56,3	48931	50,7	50893	48,9	59893	51,0
FLUXO ACUMULADO (DIV.TOTAL)			19256		10151		7463		13294	
FLUXO ACUMULADO/PIB (%)			6,8		4,8		3,5		6,0	
SALDO MEDIO DA DIVIDA			77118		91794		100505		111061	
SALDO MEDIO DA DIVIDA/PIB (%)			27,2		43,8		47,3		50,4	

FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL, *Brasil. Programa Economico*, vol. 12, Brasilia, agosto, 1986, pp. 36 e 37.

Importante frisar que esta expansão da DLSP não foi homogênea e que foi impulsionada ora pelo endividamento externo, ora pelo interno. O ano de 1982 foi o de maior incremento da dívida líquida, com crescimento de 28,6%. A partir daí, a expansão situou-se entre 7,7% e 12,8%. Diversamente do ocorrido em 1982, quando as dívidas externa e interna expandiram-se conjuntamente, em 1983 verificou-se grande desproporção. A dívida externa cresceu 28,9% e a interna contraiu-se em 9,8%. A partir de 1984, como reflexo da própria escassez de recursos externos, o endividamento interno comandou a expansão da DLSP. A tabela III.15 mostra, também, que o fluxo acumulado anual de endividamento durante o período de 1982 a 1984 foi fortemente decrescente, reduzindo-se de 6,8% a 3,5%, como proporção do PIB. Em 1985 este processo reverteu-se com a relação entre fluxo de endividamento e PIB indo a 6,0%.

A Tabela III.16 mostra a desagregação do endividamento externo e interno do Governo Federal e do Banco Central. Nos anos de 1983 e 1984 verificou-se fortíssimo crescimento do endividamento deste segmento do setor público. A dívida líquida do Governo Federal e do Banco Central passou de 27,2% da DLSP, em 1982, para 39,4%, em 1984. O principal determinante deste comportamento foi, sem dúvida, o crescimento da dívida externa registrada. Em 1983, este item do passivo governamental cresceu 203,1%, chegando a US\$ 16.922 milhões. Em 1984, este mesmo item expandiu-se 53,3%, chegando a US\$ 25.942 milhões, ou seja, 25% da DLSP. Tal incremento não se refletiu, entretanto, em expansão da dívida externa do Governo Federal e do Banco Central, em 1984, devido ao forte movimento de recomposição de reservas internacionais, cujo valor é descontado na contabilização da dívida externa líquida. Quanto à dívida interna, cabe destaque ao comportamento declinante, até 1983, de sua participação na DLSP. Isto ocorreu devido, principalmente, à redução da dívida mobiliária federal que caiu de 25,1% da DLSP, em 1981, para 15,2%, em 1983. As contas do setor externo da economia, especialmente a queda das reservas internacionais, propiciaram um resgate de dívida mobiliária junto ao público de US\$ 3.335 milhões, mesmo em meio a uma execução monetária contracionista, que reduziu a base monetária a pouco mais da metade do que fora em 1981. A partir de 1984, a dívida interna do Governo Federal e do Banco Central saltou do nível de 10% da DLSP em que se mantivera entre 1981 e 1983, para o patamar de 14,5%. Neste processo, o elemento decisivo foi, sem dúvida, a dívida mobiliária federal junto ao público que, entre 1983 e 1985 cresceu 80%, chegando neste último ano a US\$ 26.490 milhões, ou 22,5% da DLSP.

A desagregação do endividamento de Governos Estaduais e Municipais

TABELA III.16
 DÍVIDA LÍQUIDA DO GOVERNO FEDERAL E DO BANCO CENTRAL
 1981 A 1985

US\$ MILHOES

	1981		1982		1983		1984		1985	
	VALOR	PART.								
GOVERNO FEDERAL E BANCO CENTRAL	18299	27,3	23519	27,2	35814	37,1	48890	39,4	42751	36,5
1. DÍVIDA INTERNA	7237	18,8	7812	9,1	8568	8,9	15082	14,5	16908	14,4
1.1. OBRIGAÇÕES	26512	39,5	26905	31,1	19878	20,9	26342	25,3	33490	28,5
Div.Mobil.junto ao Público	16882	25,1	18036	20,9	14701	15,2	20172	19,4	26466	22,5
Despesas Fiscais no BB	1488	2,2	1076	1,2	839	0,9	995	0,9	1576	1,4
Base Monetária	7638	11,4	7745	9,0	3570	3,7	4017	3,9	4355	3,7
Dep. Diversos no BC	268	0,4	28	0,0	4	0,0	317	0,3	120	0,1
Emprest.menos Rec.junto ao SF	236	0,4	20	0,0	764	0,8	841	0,8	953	0,8
1.2. HAVERES	-19275	-28,7	-19093	-22,0	-11310	-11,7	-11260	-10,8	-16582	-14,1
Suprimento ao BB	-9150	-13,6	-8175	-9,4	-4319	-4,5	-5440	-5,2	-9966	-8,5
Específicos	-8	0,0	-4	0,0	-1046	-1,1	-2940	-2,8	-6777	-5,8
Não-específicos (conta movimento)	-9142	-13,6	-8171	-9,4	-3273	-3,4	-2500	-2,4	-3189	-2,7
Recursos Fiscais do TM no BB	-1811	-2,7	-1339	-1,5	-1758	-1,8	-1434	-1,4	-1785	-1,5
Cred. do BC as Inst.Financeiras	-6307	-9,4	-5618	-6,5	-3017	-3,1	-2784	-2,7	-2745	-2,3
Estoque de Trigo	-425	-0,6	-311	-0,3	-297	-0,3	-377	-0,3	-425	-0,3
Rec.de Fundos e Prog. no SF	-1858	-2,8	-2992	-3,5	-1536	-1,6	-1247	-1,2	-1241	-1,1
Previdencia Social	276	0,4	-650	-0,8	-383	-0,4	22	0,0	-500	-0,4
2. DÍVIDA EXTERNA	11062	16,5	15707	18,2	27246	28,2	25808	24,9	25843	22,1
Dívida Registrada	5494	8,2	5561	6,4	16922	17,5	25942	25,0	27040	23,1
Dep.Reg. em Moeda Estrangeira	12243	18,2	9615	11,1	11656	12,1	10815	10,4	9851	7,7
Dívida não-registrada	360	0,5	4016	4,7	2640	2,7	399	0,4	234	0,2
Reservas Internacionais	-7035	-10,4	-3485	-4,0	-3972	-4,1	-11348	-10,9	-10482	-8,9

FONTE: Idem.

pode ser visualizada através da Tabela III.17. O saldo da dívida líquida deste segmento expandiu-se 40,3% entre 1981 e 1985, chegando neste último ano a US\$ 14.635 milhões. A participação do endividamento de Governos Estaduais e Municipais caiu do patamar de 16% em que se mantivera em 1981 e 1982 para o de 12% nos três anos seguintes. Este comportamento é explicável pela queda do estoque de dívida interna de 13,2%, entre 1982 e 1985. A retração da dívida mobiliária e a queda do endividamento junto às instituições financeiras, exceto Banco do Brasil, foram elementos determinantes deste desempenho. Não resta dúvida de que as restrições ao endividamento das entidades públicas junto ao sistema financeiro interno e os limites à rolagem da dívida mobiliária, destacadas no Capítulo II, tiveram papel decisivo neste sentido. Quanto ao endividamento externo, houve um crescimento de 119,8% entre 1981 e 1985. No último ano, o estoque de dívida externa chegou a US\$ 4.729 milhões.

A Tabela III.18 mostra os dados desagregados da Dívida Líquida de Empresas Estatais e Autarquias, sendo que as primeiras representam, sem dúvida, a parte preponderante. O comportamento do endividamento deste segmento do setor público, em 1982, representou o fim de uma trajetória iniciada em meados dos anos setenta. Neste ano, a dívida das Estatais e Autarquias cresceu 26,7%. Em 1982, apenas o endividamento junto às instituições financeiras, que não o Banco do Brasil, cresceu 40,6%. Logicamente, dada a restrição quantitativa à expansão do crédito de origem interna, então vigente, foram as contratações de repasses de recursos externos, através da Resolução nº 63, os grandes responsáveis por este fluxo líquido de US\$ 5.279 milhões. Note-se que esta via de endividamento já fora bastante utilizada em 1981 (31). O recurso às captações diretas de crédito externo também teve grande importância. O fluxo líquido, ao final de 1982, registrou nada menos que US\$ 5.360 milhões, apesar da paralisação que o mercado de crédito internacional experimentou ao final do ano.

O ano de 1983 marcou uma decisiva ruptura deste acelerado ritmo de expansão do endividamento de Empresas Estatais e Autarquias. Na verdade, em 1983 e 1984 ocorreu uma quase estagnação do crescimento da dívida deste segmento do setor público, que só voltou a se expandir em 1985. No entanto, sem recuperar o peso na DLSP que tivera em 1981 e 1982. A evolução do estoque de dívida externa registrada, ou seja, financiamentos

(31) DAVIDOFF CRUZ, P. Dívida Externa e Política Económica, São Paulo, Brasiliense, 1984, p. 139.

TABELA III.17

DÍVIDA LÍQUIDA DE GOVERNOS ESTADUAIS E MUNICIPAIS
1981-1985

US\$ MILHOES

	1981		1982		1983		1984		1985	
	VALOR	PART.								
GOVERNOS ESTADUAIS E MUNICIPAIS	10434	15,5	14221	16,5	11777	12,2	12202	11,7	14635	12,5
DÍVIDA INTERNA	8283	12,3	11215	13,0	8763	9,1	8713	8,4	9906	8,5
Divida Mobiliaria	3252	4,0	4120	4,8	2732	2,8	2685	2,6	3202	2,7
Cart.Gov.Estadual e Empresas	-157	-0,2	-255	-0,3	-257	-0,2	-541	-0,5	-916	-0,7
Sistema Financeiro	5189	7,7	7351	8,5	6288	6,5	6568	6,3	7616	6,5
- Banco do Brasil	197	0,3	155	0,2	160	0,2	203	0,2	461	0,4
MF 30 e similares	-	-	-	-	83	0,1	238	0,2	526	0,5
Outras operacoes	197	0,3	155	0,2	78	0,1	-35	0,0	-65	-0,1
- Demais Instit.Finan.	4992	7,4	7195	8,3	6128	6,3	6356	6,1	7155	6,1
DÍVIDA EXTERNA	2151	3,2	3006	3,4	3014	3,1	3489	3,3	4729	4,0
Divida Registrada	2680	4,0	3058	3,5	3213	3,3	3787	3,6	5152	4,4
Dep.Registr.em Moeda Estr.	-529	-0,8	-52	-0,1	-199	-0,2	-298	-0,3	-423	-0,4

FONTE: Idec.

TABELA III.18

DIVIDA LIQUIDA DAS EMPRESAS ESTATAIS E AUTARQUIAS
1981/1985

US\$ MILHOES

	1981		1982		1983		1984		1985	
	VALOR	PART.								
EMPRESAS ESTATAIS E AUTARQUIAS	38382	57,2	48631	56,3	48931	50,7	50893	48,9	59893	51,0
DIVIDA INTERNA	14362	21,4	19251	22,3	17200	17,8	17515	16,5	20551	17,5
1) Sistema Financeiro	14472	21,6	18873	21,8	16894	17,5	17041	16,4	21079	18,0
1.1) Banco do Brasil	1465	2,2	586	0,7	2253	2,3	2992	2,9	7247	6,2
- Av. NF-30 e Similares	504	0,8	-	-	1668	1,7	2405	2,3	6133	5,2
- Consolidacao de dividas e Adiantamentos	-	-	-	-	-	-	-	-	628	0,6
- Outras operacoes	961	1,4	586	0,7	585	0,6	587	0,6	486	0,4
1.2) Demais Instituicoes Financeiras	13008	19,4	18287	21,1	14640	15,2	14048	13,5	13882	11,8
2) Empreiteiras e Fornecedores	764	1,1	1602	1,9	1017	1,0	838	0,8	378	0,3
3) Carteira Propria de Titulos	-874	-1,3	-1223	-1,4	-711	-0,7	-728	-0,7	-906	-0,8
DIVIDA EXTERNA	24020	35,8	29380	34,0	31731	32,9	33742	32,4	39342	33,5
1) Divida Registrada	32401	48,3	36883	42,7	38840	40,3	40840	39,2	45252	38,6
2) Divida nao Registrada	5606	8,4	4685	5,4	4077	4,2	3679	3,5	3028	2,6
3) Res. no. 63 do S. Publ. Financ.	-4151	-6,2	-4494	-5,2	-4139	-4,3	-3465	-3,3	-2888	-2,5
4) Lei no. 4131 do S. Publ. Financ.	-2624	-3,9	-2769	-3,2	-2528	-2,6	-2594	-2,5	-2383	-2,0
5) Dep. Reg. em moedas estrang. (exclui Resolucao 63)	-7212	-10,8	-4926	-5,7	-4519	-4,7	-4718	-4,5	-3747	-3,2

FONTE: Idem.

de importações de mais de 360 dias e empréstimos em moeda através da Lei nº 4131, apresentou crescimento bastante moderado entre 1982 e 1984, não mais que 10,7%. Somente em 1985 houve uma expansão mais acentuada, 10,8% em um só ano. Note-se também, que, dada a escassez de crédito externo, as estatais sacaram cerca de metade dos depósitos mantidos junto ao Banco Central, em moeda estrangeira, relativamente ao existente em 1981. Foi, entretanto, a dívida interna a maior responsável pela queda da participação das Empresas Estatais e Autarquias na DLSP. Entre 1982 e 1985 verificou-se crescimento do estoque de dívida interna de apenas 6,8%, com o que, em 1985, ela chegou a US\$ 20.551 milhões. Mas, em 1983 e 1984, o endividamento interno manteve-se bem abaixo disto, ao nível dos US\$ 17 bilhões. Não cabe dúvida de que este comportamento deveu-se à queda do endividamento junto às instituições financeiras, exclusive o Banco do Brasil, de US\$ 18.287 milhões, em 1982, para US\$ 13.882 milhões, em 1985. Em termos de participação na DLSP este item caiu de 21,1% para 11,8%, no mesmo período. A explicação deste fato só é possível a partir da rígida restrição ao endividamento interno das entidades públicas, da qual foram peças importantes a criação do COMOR e as Resoluções de nºs 818, 831, 991, 1010 e 1012 do Conselho Monetário Nacional, analisadas no Capítulo II. Não é demais lembrar que os créditos em moeda estrangeira captados junto aos bancos internos através da Resolução nº 63 estão contabilizados neste item da DLSP e também foram objeto de duras restrições (32).

A queda da dívida das Empresas Estatais e Autarquias para com as instituições financeiras foi bem superior à redução de sua dívida interna, devido ao crescimento do endividamento para com o Banco do Brasil. A expansão de quase 400% das dívidas de Empresas Estatais e Autarquias para com o Banco do Brasil, entre 1981 e 1985, derivou, quase exclusivamente, do crescimento da conta de Avisos MF 30 e 6B 588 que atingiu, em 1985, 5,2% da DLSP e um terço da dívida interna das Empresas Estatais e Autarquias. Note-se que estes avisos não são mais que formas de transformação do serviço da dívida externa em dívida interna, junto ao Banco do Brasil, como explicitado anteriormente. Porém, mesmo com esta transformação, a repartição entre dívidas externas e internas das estatais tem permanecido

(32) Pelo menos durante dez meses, os limites mensais ao crescimento do crédito de instituições financeiras internas ao setor público não possibilitavam nem o refinanciamento integral das amortizações. Isto se deu nos termos da Resolução nº 831.

razoavelmente estável. Embora não possa ser desprezado o problema tarifário da maioria das estatais não há como negar que o serviço da dívida externa acumulada no passivo das estatais é tão significativo que, além de fazer com que a dívida externa mantenha-se em crescimento, embora em ritmo bem mais modesto que antes de 1983, também determina que a dívida interna mantenha-se em expansão, ou no mínimo ao mesmo patamar, mesmo sob uma extraordinária restrição ao endividamento interno, imposta pela política econômica.

Por fim, há que se notar que o notável processo de estatização da dívida externa acabou por transformar o setor público no grande devedor externo da economia brasileira. A Tabela III.19 mostra que, em 1978, o setor privado era detentor de 49,4% do estoque de dívida externa líquida. O setor público não-financeiro não possuía mais que 41,1%. Já em 1979, esta última passou a 54,4% do total, para saltar do patamar de 60% para o de 70%, justamente de 1982 para 1983. Em 1985, nada menos que 76,4 do total da dívida externa líquida estava em poder do setor público não financeiro.

No entanto, a responsabilidade do setor público sobre o endividamento externo, em 1985, ia além destes 76,4%. A eles teriam que se somar: a dívida do setor público financeiro, em suas maior parte repassada a entidades públicas não-financeiras, os créditos contraídos junto ao sistema bancário interno através da Resolução nº 63 e a dívida do setor privado avalizada pelo Tesouro ou por entidades públicas. É justo considerar todos os US\$ 5.191 milhões de dívida externa do setor público financeiro como de responsabilidade pública, posto que, mesmo a parte repassada ao setor privado através da Resolução nº 63 é, em última instância, pública. Da dívida privada, cerca de US\$ 3,8 milhões (33) constituem-se de captações

(33) O estoque de captações efetuadas através da Resolução nº 63 era, ao final de 1985, de US\$ 12 bilhões descontados US\$ 3 bilhões em depósitos nos termos da Circular nº 230 e US\$ 5,2 bilhões captados pelo sistema financeiro público, tem-se que o estoque de dívidas pela 63 ainda em mãos do setor privado seria de, aproximadamente, US\$ 3,8 bilhões. Ver: Tabela III.22. e BANCO CENTRAL DO BRASIL, Relatório Anual 1985, vol. 22, Brasília, 1986.

TABELA III.19

EVOLUCAO DA DIVIDA EXTERNA DO SETOR PUBLICO E DO PRIVADO
1978 A 1985

US\$ MILHOES

	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
A DIVIDA EXTERNA TOTAL	50143	53986	62765	71406	82695	91041	99118	102016
B DIVIDA EXTERNA LIQUIDA TOTAL (1)	38248	44297	55852	64371	79210	87069	87770	91534
C DIVIDA EXTERNA DO SETOR PRIVADO	18876	16415	19223	20363	23854	18411	18672	16429
D DIVIDA EXTERNA PUBLICA TOTAL LIQUIDA (2)	15736	24104	31703	37233	48093	61991	63039	69914
E DIVIDA EXTERNA DO SETOR PUBLICO FINANCEIRO	3636	3778	4926	6775	7263	6667	6059	5191
C/B %	49,4	37,1	34,4	31,6	30,1	21,1	21,3	17,9
D/B %	41,1	54,4	56,8	57,8	60,7	71,1	71,8	76,4

FDNTE: Elaborado a partir de dados de: BONTEMPO, H.C. Transferencias Externas e Financiamento do Governo Central. Rio de Janeiro, CEMEI-FGV, 1987, p. 7.

NOTAS: 1 - Divida Externa total deduzidas as reservas.

2 - Liquida das reservas. Nao inclui o setor publico financeiro.

efetuadas pelos bancos internos, para repasse. Uma estimativa conservadora é de que 50% (34) destes recursos tenham como tomadores finais, entidades públicas, ou seja, US\$ 1,9 bilhão. A dívida privada avalizada era, em 1985, cerca de US\$ 1,2 bilhão (35). Incluindo estes elementos, a responsabilidade pública sobre a dívida externa, em 1985, iria a US\$ 78.225 milhões, ou seja, 85,5% da dívida externa líquida ou 76,6% da dívida externa, incluídas as reservas.

3.2.1. O Passivo Externo do Banco Central

A análise da Dívida Líquida do Setor Público permitiu visualizar que, dentre as diferentes esferas do setor público, o segmento constituído pelo Governo Federal e pelo Banco Central foi o maior responsável pela expansão da dívida. Este crescimento deveu-se ao acúmulo de dívida externa registrada - de mais de 360 dias - especialmente a partir de 1983 e ao incremento da dívida mobiliária junto ao público, a partir de 1984. É importante compreender os elementos que determinaram este comportamento.

(34) A fuga dos agentes privados dos créditos corrigidos pela variação do câmbio e a dependência de entidades públicas em pior situação financeira dos créditos de 63 justificam esta estimativa.

(35) BANCO CENTRAL DO BRASIL, Relatório Anual 1985, vol. 22, Brasília, 1986, p. 88.

Em primeiro lugar, há que se constatar que, a partir de 1983, o Banco Central passou a assumir papel essencial na renegociação da dívida externa. Esta posição fez-se presente nas contas do próprio Banco Central. A Tabela III.20 mostra, em linhas gerais, os dados do balanço do Banco Central entre 1979 e 1985. Em dezembro de 1981 o ativo financeiro externo do Banco Central representava 111,9% do seu passivo financeiro externo. Já em junho de 1985, quando as reservas internacionais já haviam se recuperado, esta mesma relação era de apenas 62%. Dois fatores principais estiveram na raiz deste comportamento. O primeiro deles foi o crescimento dos depósitos em cruzeiros de organismos financeiros internacionais. O total destes depósitos, que girava em torno de US\$ 1,0 bilhão, entre 1979 e 1981, chegou, em junho de 1984, a US\$ 5,0 bilhões. Isto se deveu a créditos do FMI e de outras agências financeiras internacionais, decorrentes da crise do endividamento. O segundo fator, especialmente relevante, foi o crescimento das obrigações em moeda estrangeira. Em dezembro de 1982, o saldo destas obrigações era de US\$ 6,1 bilhões. Em seis meses este saldo evoluiu 73,8%. Ao final de 1984, o estoque de obrigações em moeda estrangeira atingiu nada menos que US\$ 13,7 bilhões, prosseguindo sua trajetória expansiva em 1985, até chegar a US\$ 17,6 bilhões.

O explosivo crescimento das obrigações em moeda estrangeira no passivo do Banco Central teve íntima relação com a forma de que se revestiu o processo da renegociação da dívida externa, a partir de 1983. Como explicitado anteriormente a renegociação cingiu-se ao endividamento do País. Os contratos individuais de empréstimo permaneceram em vigor. Sendo assim, novos empréstimos de origem externa, geralmente para saldar juros e amortizações, tinham que ser negociados junto aos bancos credores, como se as relações entre o mercado de crédito internacional e o Brasil fossem da mesma ordem que no período anterior à crise do endividamento. Constituíram-se assim, sob a regulamentação das Resoluções nºs 813 e 899, contas em moeda estrangeira cujos titulares eram justamente os bancos credores. Foram objeto de depósitos nestas contas, tanto recursos novos, ingressantes através do projeto I, quanto o recolhimento do contravalor em cruzeiros de amortizações que os tomadores internos tiveram de efetuar, conforme os contratos originais de crédito externo. Se estes dois tipos de recursos fossem imediatamente emprestados a outros tomadores internos, o volume de recursos externos depositados no Banco Central seria mínimo, mas não foi isto que se deu. A sistemática do "relending" caracterizou-se pela demora no reempréstimo dos recursos externos, o que acabou resultando no desmesurado crescimento dos depósitos externos junto ao Banco Central.

TABELA III.20

EVOLUÇÃO DO ATIVO/PASSIVO EXTERNO DO BANCO CENTRAL DO BRASIL
1979 A 1985

Saldos em US\$ Bilhões

	12/79	06/80	12/80	06/81	12/81	06/82	12/82*	06/83	12/83	06/84	12/84	06/85	12/85
ATIVO FINANCEIRO	28,4	27,8	31,2	30,1	39,3	39,3	40,9	40,3	43,3	52,1	52,4	56,8	48,5
EXTERNO	8,8	5,9	6,7	5,8	7,5	6,0	4,2	3,8	4,8	9,2	12,0	13,2	12,5
INTERNO	19,6	21,9	24,5	24,3	31,8	33,3	36,7	36,5	38,5	42,9	40,4	43,6	36,0
PASSIVO FINANCEIRO	22,1	22,2	24,9	25,4	33,0	33,0	32,8	35,4	35,8	42,9	43,0	47,0	45,6
EXTERNO	3,8	5,3	6,6	6,2	6,7	8,0	7,9	13,4	11,8	18,0	17,6	21,3	21,5
Obrigacoes em moeda estrang.	3,0	4,4	5,4	5,0	5,6	6,7	6,1	10,6	9,0	12,6	13,7	15,4	17,4
Depositos de org.financ.interna.	0,8	0,9	1,2	1,2	1,1	1,3	1,8	2,7	2,8	5,4	3,9	5,9	4,1
INTERNO	18,3	16,9	18,3	19,2	26,3	25,0	24,9	22,0	24,0	24,9	25,4	25,7	24,1
Depositos Reg. em Moeda Estranga. (DRME)	8,4	7,8	9,3	10,1	12,4	11,4	9,6	10,3	12,1	13,9	11,2	11,0	9,1
Tesouro Nac.-contravalor em Cr\$ de obrigacoes externas	-	-	-	-	-	-	2,2	2,3	2,2	2,1	2,0	2,0	2,0
ATIVO-PASSIVO TOTAL	83,6	81,5	101,2	100,6	143,8	189,0	472,9	440,6	520,7	381,4	93,4	99,4	91,1
ATIVO FINANC.EXTERNO/PASSIVO FINANC.EXTERNO	2,32	1,11	1,02	0,94	1,12	0,75	0,53	0,28	0,41	0,51	0,68	0,62	0,5
ATIVO FINANC.EXTERNO/PASSIVO FINANC.EXTER.+DRME	0,72	0,43	0,42	0,36	0,39	0,31	0,24	0,16	0,20	0,29	0,42	0,41	0,4

FONTE: BALANCOS DO BANCO CENTRAL DO BRASIL.

* Dados de 31/01/83 devido a indisponibilidade do balanço de 31/12/82.

TABELA III.21

OBRIGACOES EM MOEDA ESTRANGEIRA DO BANCO CENTRAL
1983-1984

SALDOS EM US\$ BILHOES

	1983		1984	
	VALOR	%	VALOR	%
OBRIGACOES EM MOEDA ESTRANGEIRA	9,0	100,0	13,1	100,0
. Decorrentes de convenios	0,7	7,8	0,7	5,1
. Depositos de Projetos, Clube de Paris e outros	6,9	76,7	11,9	86,9
. Outros	1,4	15,5	1,1	8,0

FONTE: FERRACIOLI, P.S.; DIB., M.F. & DIAS, G.G. Autoridades Monetarias: Institucionalidade, Papel no Ajustamento Externo e no Financiamento da Economia, Rio de Janeiro, BNDES/DEPLAN, 1985, mimeo.

Note-se que muitos credores não efetiveram o reempréstimo dos créditos depositados em suas contas até a data limite, junho do ano posterior ao de referência, depois prorrogado para setembro. Dos créditos da fase I restaram cerca de US\$ 1,7 bilhão. Estes recursos passaram a ter no Banco Central seu tomador final, como acordado previamente (36).

Mas não foram apenas os recursos das fases I e II da renegociação da dívida que engordaram as obrigações em moeda estrangeira do Banco Central. As amortizações e juros dos créditos relativos do Clube de Paris também foram, na quase totalidade, depositadas junto ao Banco Central. Isto foi regulamentado através da Resolução nº 890, sendo que as dificuldades envolvidas nas negociações com cada agência governamental, que sucedem as gestões junto ao Clube como um todo, para tornar viável o acesso interno a estes recursos foram muito grandes, resultando em poucas operações com tomadores finais. A quase totalidade destes recursos ficou sob a responsabilidade governamental. É importante notar, também, que os depósitos nos termos da Resolução nº 851, relativa à centralização do câmbio, não foram contabilizados nas obrigações em moeda estrangeira, a exemplo dos Depósitos Registrados em Moeda Estrangeira.

Embora não existam dados completos disponíveis para a mensuração do peso dos Depósitos de Projetos nas obrigações em moeda estrangeira do Banco Central, algumas indicações tornam inequívoca a sua grande magnitude. A Tabela III.21 mostra que os Depósitos de Projetos e refinanciamentos do Clube de Paris tiveram grande participação no total de obrigações em moeda estrangeira. Em 1983, eles responderam por 76,7% do total, enquanto, em 1984, 86,9% do saldo de final de ano deveu-se justamente àqueles depósitos⁽³⁷⁾. A Tabela III.22 mostra o passivo externo do Banco Central, em termos de saldos médios, em 1985. O peso dos Depósitos de Projetos é inquestionável, tendo chegado a 53,2% do total do passivo externo do Banco Central, exclusive Depósitos Registrados em Moeda Estrangeira, ou seja US\$ 10.618 milhões. A participação dos refinanciamentos do Clube de Paris também foi alta tendo chegado a US\$ 4.015 milhões ou 20,1% do total. E note-se que

(36) A RECICLAGEM dos recursos. Gazeta Mercantil, São Paulo, 22 de julho de 1985.

(37) FERRACIOLI, P.S., DIB, M.F. e DIAS, G.B. "O Passivo Dolarizado do Banco Central". In: BOLETIM DE CONJUNTURA INDUSTRIAL, vol. 5, nº 3, IEI-UFRJ, 1985., p. 69 a 85.

TABELA III.22

PASSIVO EXTERNO DO BANCO CENTRAL
1985

Saldos Medios em US\$ Milhoes

DEPOSITOS	VÁLOR	%
Depositos de Org. Internacionais	4164	20,8
Depositos de Projetos	10618	53,2
Clube de Paris	4015	20,1
Outros Depositos	1171	5,9
TOTAL	19968	100,0

FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL.

os recursos do FMI estão incluídos nos US\$ 19.968 bilhões do passivo externo.

A Tabela III.23 apresenta os estoques de depósitos denominados em moeda estrangeira no passivo do Banco Central, em novembro de 1985. Note-se que nesta tabela estão contabilizados, além das obrigações em moeda estrangeira os Depósitos Registrados em Moeda Estrangeira, constituídos pelas Resoluções nºs 432, 479 e 595 e pelas Circulares nºs 230 e 600. Do total de US\$ 26.975 milhões em depósitos em moeda estrangeira, os DRME representavam 36,9%. Já os Depósitos de Projetos - das fases I e II e da prorrogação desta última fase - tinham participação de 34,6%. O complemento ficava por conta de créditos do FMI, Clube de Paris, BID e BIRD. Interessante notar que, embora estejam em patamar semelhante, os Depósitos de Projeto e os DRME tiveram trajetórias completamente diferentes. Os primeiros foram constituídos num curtíssimo espaço de tempo, enquanto os DRME vieram sendo acumulados no passivo do Banco Central desde 1974, quando foi criada a sistemática da Circular nº 230.

É importante tecer alguns comentários quanto aos Depósitos Registrados em Moeda Estrangeira. Antes de tudo é bom lembrar que eles são considerados como integrantes do passivo financeiro interno do Banco Central, devido à característica da operação ser o recolhimento do contravalor em cruzeiros ao Banco Central. Há, contudo, que se notar que estes depósitos são registrados em dólares, ou outras moedas, sendo passíveis de correção cambial. Este fato os torna fator de instabilidade, frente à paridade cambial, tão forte quanto as obrigações em moeda estrangeira. De outro lado, mais da metade dos DRME são fruto da Resolução nº 432 e da Circular nº 230, o que torna os titulares dos depósitos hábeis à efetivação de saques a qualquer momento, a menos que o Conselho Monetário Nacional tome posição em contrário. Constitui-se assim, outra fonte de tensão sobre a gestão das contas do Banco Central. Pode-se ter uma idéia do processo de vulnerabilização ao câmbio que o Banco Central experimentou nesta década através da Tabela III.20. A relação entre o ativo financeiro externo e o passivo financeiro externo acrescido dos DRME era de 78,6%, em 1979. Em 1982 e 1983 esta relação caiu para 39,3% e 20,1%, respectivamente, para, com a recuperação das reservas internacionais, situar-se ao nível de 40% em 1985, patamar muito inferior ao verificado no início da década.

Sem dúvida, a outra face da crescente fragilização das contas do



TABELA III.23

PASSIVO EXTERNO DO BANCO CENTRAL
Novembro de 1985.

US\$ MILHOES		
DEPOSITOS	VALOR	PART.
Projetos (fases I e II e Prorrogação)	9325	34,6
Clube de Paris	3100	11,5
Empréstimos do FMI	4000	14,8
Resolução no. 432	5000	18,5
Circular no. 230	3000	11,1
Resolução no. 479	1550	5,7
BIRD, BID e Resolução no. 229	600	2,2
Circular no. 600	300	1,1
Resolução no. 595	100	0,4
TOTAL	26975	100,0

FONTE: RECURSOS para empresas privadas, O Estado de São Paulo, São Paulo, São Paulo, 17 de novembro de 1985.

Banco Central frente à evolução do câmbio foi o processo de fuga empreendido pelo setor privado, relativamente ao endividamento externo. Seria muito complexo aferir este fenómeno completamente, dado que a utilização de ORTN com cláusula de correção cambial foi muito ampla e não se cingiu aos endividados, mas a toda uma gama de agentes em posição especulativa. A Tabela III.24. mostra os saldos de final de período dos DRME, total e setor privado. Convém notar que o complemento em relação aos DRME do setor privado constitui-se de depósitos voluntários do setor público, financeiro e não-financeiro, através da Resolução nº 432 e da Circular nº 230, e de depósitos compulsórios na forma da Resoluções nºs 479 e 595, sobre captações diretas de créditos externos. Note-se que, entre final de 1981 e final de 1982 os DRME totais caíram 21%, enquanto os DRME do setor privado tiveram ligeira elevação. A escassez de crédito interno explica esta queda nos DRME do setor público. Frente às dificuldades creditícias as entidades públicas sacaram parte de seus recursos em depósito voluntário. Concomitantemente, as liberações de recursos retidos na Resolução nº 479 não eram seguidas de novas retenções. Cabe também destacar o movimento de depósitos privados. Em 1983, o saldo aumentou 49,6%. Certamente, a expectativa de maxidesvalorização no início do ano, levou a um forte fluxo de depósitos, que não se reverteu depois da confirmação da descontinuidade cambial devido aos expurgos da correção monetária e ao vivo temor de que acontecesse nova maxidesvalorização.

Os agentes privados foram beneficiados pelo Banco Central com ótimas formas de repasse da dívida externa em seu poder, seja pelos depósitos em moeda estrangeira, seja pela realização de operações de "hedge". Embora precariamente, o exercício que segue pode dar uma idéia da magnitude das perdas repassadas ao Banco Central, pelo setor privado. A melhor forma de fugir ao débito externo, em tempo de crise cambial, foi a efetivação de depósitos registrados em moeda estrangeira. Se tomarmos o saldo de DRME do setor privado em 1983, de US\$ 6.938 milhões como recursos em depósito antes da maxi, em janeiro digamos, pode ser verificado que a correção cambial do contravalor em cruzeiros deste montante sobrepassou, durante todo o ano, a correção monetária em Cr\$ 2.078,5 bilhões, de dezembro de 1983, ou seja US\$ 2.123 milhões. De outro lado, os endividados em moeda estrangeira podiam recorrer ao "hedge" através das ORTN cambiais. Tomando, para facilitar, a dívida externa privada em final de 1983, de US\$ 18.441 milhões, e supondo que, no início do ano, metade dela estivesse coberta pelo mecanismo de "hedge" cambial pode-se contabilizar uma diferença entre a correção cambial e a monetária, durante 1983, de Cr\$

TABELA III.24

EVOLUCAO DOS DEPOSITOS REGISTRADOS EM MOEDA ESTRANGEIRA
1979/1985

Saldos em US\$ Milhoes

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
TOTAL	8296	9274	12243	9615	11656	10815	9051
SETOR PRIVADO	2972	3482	4502	4637	6938	5799	4881
SETOR PUBLICO*	5324	5792	7741	4978	4718	5016	4170

FDNTE: BONTEMPO, H.C. Transferencias Externas e Financiamento do Governo Central,
Rio de Janeiro, CEMEI-FGV, 1987, P. 7.

* Inclui Setor Publico Financeiro.

3.063,8 bilhões, ou US\$ 2.999 milhões, ao câmbio do final do ano. Note-se que a suposição de que metade da dívida privada estivesse protegida é bastante cautelosa, dado que o risco cambial era muito grande e as facilidades de "hedge" abundantes. Portanto, somando os dois mecanismos, somente em 1983, o Banco Central deu condições a que o setor privado repassasse uma variação de débitos de Cr\$ 5.142,3 bilhões, ou cerca de US\$ 5,0 bilhões, que acabaram assumidos pela própria Autoridade Monetária. Estes encargos, assumidos pelo Banco Central, significaram nada menos que 147% do saldo da base monetária em final de 1983.

Os estoques de dívidas e os encargos externos que passaram a pesar sobre o passivo do Banco Central acabaram, entretanto, desaguando no próprio Tesouro Nacional, pela via do desmedido crescimento da dívida mobiliária federal. Desde os anos setenta, o Banco Central detém o poder de elaborar e executar a política de dívida pública, faculdade que lhe foi conferida pela Lei Complementar nº 12, de 8 de novembro de 1971. Esta condição do Banco Central acabou por colocar uma complexa inter-relação entre a função da dívida mobiliária, de financiamento dos déficits governamentais, a execução da política monetária e as contas do Banco Central. Ainda nos anos setenta, a colocação de títulos junto ao público teve por objetivo central a execução da política monetária, frente a um acelerado crescimento das reservas, ou no intuito de pressionar as taxas internas de juros. Já na virada dos oitenta, o crescente influxo de Depósitos Registrados em Moeda Estrangeira, ao expandir o passivo do Banco Central, passou a exigir uma contrapartida ativa que foi realizada por meio do crescimento da carteira própria de títulos da Autoridade Monetária (38).

(38) MUNHOZ, D.G. Os Déficits do Setor Público Brasileiro - Uma Avaliação. Brasília, 198, mimeo. OLIVEIRA, J.C. Reordenamento Financeiro do Governo Federal: Implicações da Lei Complementar nº 12, Brasília, 1987, mimeo.

Com o novo impulso dado ao crescimento do passivo externo do Banco Central pelo seu envolvimento no processo de renegociação da dívida externa, via Depósitos de Projetos e de Organismos Internacionais, o processo de expansão da carteira de títulos públicos da Autoridade Monetária aprofundou-se. A Tabela III.25 mostra que a relação entre a carteira de ORTN e LTN do Banco Central e o seu ativo total quase quadruplicou entre dezembro de 1980 e final de 1983. Obviamente, este resultado sofreu influência da queda das reservas internacionais, mas a mudança de patamar que a relação experimentou, relativamente ao período que se encerra em 1981, é inequívoca. Comportamento semelhante foi verificado na relação entre a carteira do Banco Central e o seu financiamento interno, que chegou a 42,2% em dezembro de 1983, baixando depois para o patamar de 30%, ainda bem acima do verificado até 1982. A Tabela III.26, permite que se visualize a relação entre a carteira do Banco Central, corrigida para espelhar os saldos médios e o PIB. Esta relação saltou da marca de 1 a 2%, em que se conservara até 1981, para níveis de 4,2% a 8,4%, nos anos seguintes. A relação entre a dívida junto ao público e o PIB somente superou a marca mais alta da década passada, registrada em 1976, em 1984, quando o nível de 5 a 7% na qual se mantivera nos anos oitenta foi ultrapassado. Só em 1985 é que a dívida junto ao público realmente explodiu, impulsionando a dívida total em circulação para inusitados 17,7% do PIB, quase o dobro da marca registrada em 1981.

Estes elementos apontam para o fato de que o Banco Central realmente assumiu grande parte da dívida externa, tanto a captada pelo setor privado quanto a devida pelo setor público, mas o fez como agente do Tesouro Nacional que, em última instância, foi quem arcou com o ônus do endividamento. Portanto, através do Banco Central e do Tesouro Nacional parte da dívida externa saiu da contabilidade das empresas para a conta da Nação.

3.2.2. O Passivo Externo das Empresas Estatais

Outro conjunto que merece destaque, no tocante ao acúmulo de dívidas, especialmente externas, é formado pelas empresas estatais. Assim como na década de setenta, verificou-se acelerado crescimento do seu

TABELA III.25

CARTEIRA DE TITULOS DO BANCO CENTRAL
1980/1985

Saldos em US\$ Bilhoes

	CARTEIRA DO BC em ORTN e LTN (A)	ATIVO TOTAL DO BC (B)	FINANC. INTERNO DO BC (C)	A/B %	A/C %
DEZ 80	3,49	31,2	24,5	11,2	14,2
JUN 81	2,89	30,1	24,3	9,6	11,9
DEZ 81	7,24	39,3	31,8	18,4	22,8
JUN 82	9,07	39,3	33,3	23,1	27,2
DEZ 82	11,87	40,9	36,7	29,0	32,3
JUN 83	12,13	40,3	36,5	30,1	33,2
DEZ 83	16,26	43,3	38,5	37,6	42,2
JUN 84	16,18	52,1	42,9	31,1	37,7
DEZ 84	11,62	52,4	40,4	22,2	28,7
JUN 85	12,72	56,8	43,6	22,4	29,2
DEZ 85	13,72	48,5	36,0	28,3	38,1

FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL, Boletim Mensal, Brasilia, varios numeros.

TABELA III.26
EVOLUCAO DA ESTRUTURA DA DIVIDA PUBLICA MOBILIARIA INTERNA FEDERAL EM RELACAO AO PIB
1968/1985

Anos	Divida Publica Corrigida (*) (em Cr\$ milhoes)			PIB EM Cr\$ Bilhoes	Relacao Divida/PIB Em %		
	Total	Na Carteira do BCB	Junto ao Publico		E = A/D	F = B/D	H = C/D
	A	B	C	D			
1968	3.160	0.180	2.980				
1969	5.480	0.090	5.390				
1970	9.240	0.180	9.060	196.110	4.7	0,1	4,6
1971	13.590	1.720	11.870	261.102	5.2	0,7	4.5
1972	24.500	2.070	22.430	345.001	7.1	0,6	6.5
1973	36.090	4.650	31.440	483.340	7.5	1.0	6.5
1974	41.310	0.340	40.710	707.977	5.8	-	5.8
1975	88.260	15.310	72.950	1009.674	8.7	1,5	7.2
1976	131.010	6.990	124.020	1625.134	8.1	0,4	7.7
1977	214.180	32.130	182.050	2486.770	8.6	1,3	7,3
1978	309.130	37.990	271.140	3763.867	8.2	1,0	7.2
1979	428.200	101.720	326.480	6311.762	6.8	1,6	5.2
1980	711.290	190.180	521.110	13163.818	5.4	1,4	4.0
1981	2262.270	672.530	1589.740	25631.772	8.8	1,6	6.2
1982	5623.550	2143.160	3480.390	50815.295	11,1	4.2	6.9
1983	16068.550	10052.870	6015.680	120267.535	13.4	8.4	5.0
1984	52423.850	21377.310	31046.590	386967.409	13.5	5.5	8.0
1985	242807.730	86364.220	156443.510	1370000.000	17.7	6,3	11.4

FONTE: OLIVEIRA, J.C. Reordenamento Financeiro do Setor Publico: Implicacoes da Lei Complementar no. 12, Brasilia, 1987, mimeo.

(*) Corrigido pelo quociente V_m/V_f , onde o numerador reflete o valor medio anual (media geometrica dos 12 meses do ano) da DRTN e o denominador reflete o valor da DRTN no mes de dezembro do mesmo ano. Essa correcao visa remover (pelo menos em parte) o efeito das oscilacoes da correcao monetaria sobre a relacao Divida/PIB.

endividamento, os anos oitenta também foram palco de um expressivo incremento do estoque de dívidas das empresas estatais. Note-se que isto ocorreu mesmo com a expressiva contenção do gasto corrente e do investimento, operada desde 1983. A partir das Tabelas III.27 a III.35, pode-se verificar, com base nos dados cadastrais da SEST, a evolução dos diversos componentes das dívidas das empresas estatais, no período de 1980 a 1985.

Através da Tabela III.27 é possível verificar que o endividamento agregado das empresas estatais evoluiu 60%, entre 1980 e 1985. Dentre os itens de endividamento, faz-se necessário destacar que os saldos de final de período de empréstimos e financiamentos em moeda nacional dobraram. O mesmo ocorreu no tocante ao endividamento em moeda estrangeira. Mas note-se que esta semelhança entre as trajetórias dos empréstimos externos e internos esconde o já comentado processo de cobertura do serviço do endividamento pelo Banco do Brasil, o que transforma dívida em moeda estrangeira em dívida para com agentes internos. Ao final de 1985, a dívida em moeda estrangeira das empresas estatais era de US\$ 33,25 bilhões, o que, somado ao saldo das dívidas contraídas através da Resolução nº 63 resulta em US\$ 35,4 bilhões. O saldo de final de período da dívida em moeda nacional, em 1985, era de US\$ 17,74 bilhões. É bom lembrar que, dada a restrição ao endividamento de entidades públicas junto ao sistema financeiro interno, a variação do saldo da dívida em moeda nacional, entre 1982 e 1985, de US\$ 6,7 bilhões, referiu-se, em larga medida, aos Avisos GB 588 e MF-30.

Tomando-se o total do endividamento dos grupos consolidados, através da Tabela III.28, pode-se verificar que, em 1985, 77% do endividamento da agregação global do SEST estava nas mãos destes grupos. Ao final de 1985, a dívida acumulada era de US\$ 49,6 bilhões, sendo 51% de origem externa. O comportamento dos itens do endividamento do total dos grupos consolidados foi semelhante ao do agregado global, a não ser pelos empréstimos e financiamentos externos que tiveram crescimento bem inferior, 46%, contra 99%.

Os grupos SIDERBRÁS e ELETROBRÁS são, de longe, os detentores dos maiores estoques de dívida. Frente à agregação global, as dívidas destes dois grupos representaram 57,8%, em 1985, nível ainda um pouco inferior ao de anos anteriores, quando chegou à casa dos 65%. Os empréstimos e financiamentos em moeda estrangeira dos dois grupos representaram 53,1% deste item do endividamento total das empresas componentes do Orçamento SEST. Quanto ao crescimento do endividamento, é necessário registrar a

TABELA III.27

ENDIVIDAMENTO GEST: AGREGADO GLOBAL
1980/1985

US\$ Bilhoes (Saldos ao Final de Período)

	1980		1981		1982		1983		1984		1985	
	US\$	Ind.										
Emp./Fin. em Moeda Nac.	8,77	100	9,69	110	11,02	126	14,14	161	16,18	184	17,74	202
Emp. Resolucao 63	0,00	0	1,21	100	1,57	130	2,59	214	2,40	165	2,16	179
Emp./Fin. em Moeda Estrang.	16,67	100	19,05	114	22,73	136	29,94	180	31,54	189	33,25	199
Fornecedores/Empreiteiras	2,45	100	3,69	151	4,02	164	4,96	202	3,49	142	2,86	117
Adiant. p/Aumento de Capital	1,99	100	1,19	109	1,61	148	1,99	183	1,48	99	1,13	104
Doutros	11,03	100	11,74	106	11,38	103	6,89	55	6,57	60	6,98	63
TOTAL	40,01	100	46,57	116	52,33	131	59,71	149	60,86	152	64,12	160

FORNTE: GEST. Perfil das Estatais, 1985.

TABELA III.28

ENDIVIDAMENTO SEST: GRUPOS CONSOLIDADOS
1980/1985

US\$ Bilhoes (Saldos em Final de Período)

	1980		1981		1982		1983		1984		1985	
	US\$	Ind.										
Emp./Fin. em Moeda Nac.	7.501	100	8.363	111	10.025	134	12.116	162	13.429	179	15.140	202
Emp. Resolucao 63	0	0	930	100	1.363	147	1.959	211	1.461	157	1.746	189
Emp./Fin. em Moeda Estrang.	16.210	100	17.629	109	21.210	131	21.525	133	22.625	140	23.589	146
Fornecedores/Empreiteiras	3.024	100	3.700	122	4.118	136	4.336	143	2.925	97	2.470	82
Adiant. p/Aumento de Capital	1.357	100	1.345	99	1.893	139	1.834	135	903	67	1.017	75
Doutros	10.372	100	10.979	106	11.104	107	4.522	44	5.159	50	5.690	55
TOTAL	38.464	100	42.946	112	49.713	129	46.292	120	46.502	121	49.652	129

FONTE: SEST, Perfil das Estatais, 1985.

TABELA III.29

ENDIVIDAMENTO GR: TELEBRAS
1980/1985

US\$ Bilhoes (Saldos em Final de Período)

	1980		1981		1982		1983		1984		1985	
	US\$	Ind.	US\$	Ind.	US\$	Ind.	US\$	Ind.	US\$	Ind.	US\$	Ind.
Exp./Fin. em Moeda Nac.	243	100	127	52	34	14	36	15	19	8	10	4
Exp. Resolucao 63	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Exp./Fin. em Moeda Estrang.	1.999	100	1.714	86	1.816	91	1.644	82	1.430	72	1.207	60
Fornecedores/Empreiteiras	75	100	84	112	86	115	45	60	42	56	59	79
Adiant. p/Aumento de Capital	762	100	564	74	525	69	228	30	190	25	169	22
Outros	506	100	592	117	603	119	412	81	407	80	423	84
TOTAL	3.585	100	3.08	86	3.06	85	2.365	66	2.088	58	1.868	52

FONTE: SEST, Perfil das Estatais, 1985.

TABELA III.30

ENDIVIDAMENTO GR: SIDERBRAS
1980/1985

US\$ Bilhoes (Saldo em Final de Período)

	1980		1981		1982		1983		1984		1985	
	US\$	Ind.										
Emp./Fin. em Moeda Nac.	3.977	100	4.276	100	4.860	122	3.498	80	4.184	105	4.997	126
Emp. Resolucao 63	0	0	930	100	1.347	145	1.428	154	1.134	122	1.200	130
Emp./Fin. em Moeda Estrang.	5.100	100	5.566	109	5.897	115	5.989	117	6.068	119	6.483	127
Fornecedores/Espreiteiras	830	100	1.097	132	751	90	297	36	291	35	319	38
Adiant. p/Aumento de Capital	44	100	165	375	120	273	1.021	2.320	5	11	20	45
Outros	743	100	924	124	1.299	175	1.435	193	1.477	199	1.940	261
TOTAL	10.702	100	12.958	121	14.274	133	13.668	128	13.159	123	14.967	140

FORNTE: SEST, Perfil das Estatais, 1985.

TABELA III.31

ENDIVIDAMENTO GR: PETROBRAS
1980/1985

US\$ Bilhões (Saldo em Final de Período)

	1980		1981		1982		1983		1984		1985	
	US\$	Ind.	US\$	Ind.	US\$	Ind.	US\$	Ind.	US\$	Ind.	US\$	Ind.
Exp./Fin. em Moeda Nac.	965	100	1.029	107	1.120	116	1.011	105	927	96	934	97
Exp. Resolucao 63	0	0	0	0	0	0	10	100	0	0	0	0
Exp./Fin. em Moeda Estrang.	2.389	100	2.324	97	3.943	165	4.022	168	4.026	169	2.943	123
Fornecedores/Empreiteiras	1.475	100	1.808	123	2.443	166	3.234	219	2.103	143	1.592	108
Adiant. p/Aumento de Capital	30	100	19	63	19	63	12	40	37	123	14	47
Outros	3.681	100	3.136	85	1.878	51	1.298	35	1.618	44	1.524	41
TOTAL	8.540	100	8.315	97	9.403	110	9.587	112	8.711	102	7.007	82

FONTE: SEST, Perfil das Estatais, 1985.

TABELA III.32

ENDIVIDAMENTO GR: CVID
1980/1985

US\$ Bilhões (Saldo em Final de Período)

	1980		1981		1982		1983		1984		1985	
	US\$	Ind.										
Emp./Fin. em Moeda Nac.	286	100	423	148	789	276	750	262	776	271	797	279
Emp. Resolucao 63	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Emp./Fin. em Moeda Estrang.	452	100	837	185	1.113	246	1.200	265	1.226	271	1.522	337
Fornecedores/Empreiteiras	97	100	147	151	168	173	79	81	98	101	156	161
Adiant. p/Aumento de Capital	0	100	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dutros	199	100	207	104	199	100	199	100	402	202	414	208
TOTAL	1.034	100	1.614	156	2.269	219	2.228	215	2.502	242	2.889	279

FONTE: SEST, Perfil das Estatais, 1985.

TABELA III.33
 ENDIVIDAMENTO GR: ELETRONBRAS
 1980/1985

US\$ Bilhões (Saldo em Final de Período)

	1980		1981		1982		1983		1984		1985	
	US\$	Ind.										
Emp./Fin. em Moeda Nac.	1.812	100	2.272	125	2.900	160	6.668	368	7.408	409	8.327	466
Emp. Resolucao d3	0	0	0	0	0	0	494	0	313	0	528	0
Emp./Fin. em Moeda Estrang.	5.982	100	6.931	116	8.226	138	8.423	141	9.631	161	11.166	187
Fornecedores/Empreiteiras	502	100	537	107	640	127	675	134	381	76	340	68
Adiant. p/Aumento de Capital	521	100	597	115	992	190	316	61	365	70	395	76
Outros	5.177	100	6.059	117	7.052	136	1.134	22	1.215	23	1.344	26
TOTAL	13.994	100	16.376	117	19.810	142	17.710	127	19.313	138	22.100	158

FONTE: SEST, Perfil das Estatais, 1985.

TABELA III.34
 ENDIVIDAMENTO GR: PORTOBRAS
 1980/1985

US\$ Bilhoes (Saldos Finais de Período)

	1980		1981		1982		1983		1984		1985	
	US\$	Ind.	US\$	Ind.	US\$	Ind.	US\$	Ind.	US\$	Ind.	US\$	Ind.
Emp./Fin. em Moeda Nac.	218	100	238	109	273	125	153	70	115	59	76	35
Emp. Resolucao 63	0	0	0	0	16	100	16	100	13	91	11	69
Emp./Fin. em Moeda Estrang.	278	100	258	93	216	78	247	89	244	88	267	96
Fornecedores/Empreiteiras	44	100	27	61	31	70	5	11	9	20	5	11
Adiant. p/Aumento de Capital	0	0	0	0	238	100	256	108	338	142	420	176
Outros	66	100	81	123	73	111	44	67	39	59	45	68
TOTAL	606	100	604	99	847	140	721	119	758	125	824	136

FORTE: SEST, Perfil das Estatais, 1985.

TABELA III.35

ENDIVIDAMENTO: GRUPO NUCLEBRAS
1980/1985

US\$ Bilhoes (Saldo em Final de Período)

	1980		1981		1982		1983		1984		1985	
	US\$	Ind.	US\$	Ind.	US\$	Ind.	US\$	Ind.	US\$	Ind.	US\$	Ind.
Emp./Fin. em Moeda Nac.	160	100	99	62	99	62	53	33	56	35	375	234
Emp. Resolucao 63	0	0	0	0	0	0	23	100	23	100	22	99
Emp./Fin. em Moeda Estrang.	408	100	793	194	1.312	322	1.647	404	2.059	505	2.481	608
Fornecedores/Empreiteiras	0	0	0	0	101	100	139	138	65	64	97	96
Adiant. p/Avuanto de Capital	0	0	0	0	24	100	86	358	116	483	47	196
Doutros	131	100	502	383	243	185	61	47	79	60	100	82
TOTAL	699	100	1.394	199	1.779	255	2.009	287	2.398	343	3.130	448

FONTE: SEST, Perfil das Estatais, 1985.

extraordinária evolução dos grupos NUCLEBRAS e CURD que, em 1985, detinham saldos de dívida 348% e 179%, respectivamente, superiores ao verificado em 1980. Em ambos os casos, o principal veículo desta expansão foi o endividamento externo. Por outro lado, também cabe destaque aos grupos TELEBRÁS e PETROBRÁS, que conseguiram reduzir seus estoques de dívidas, entre 1980 e 1985, em 48% e 18%, respectivamente. No primeiro caso houve, inclusive, uma sensível redução do endividamento externo.

3.3. Passivo Externo e Déficit do Setor Público

3.3.1. O Impacto da Dívida Externa sobre o Déficit Público

O processo de administração do endividamento externo da economia brasileira caracterizou-se pelo envolvimento crescente das entidades públicas, num primeiro momento, e da Autoridade Monetária e do Tesouro Nacional, no período mais crítico. A princípio, através da participação crescente do setor público nas captações externas e, depois, com a absorção de dívidas originalmente privadas e com a criação dos depósitos de projetos, inerentes à forma que assumiu a renegociação externa, o passivo externo da Autoridade Monetária e das entidades públicas sofreu brutal expansão. Tal acúmulo de dívidas acabou por multiplicar os encargos referentes ao setor externo do setor público. A sistemática do "relending", o ônus da inadimplência das entidades públicas e os encargos sobre os depósitos em moeda estrangeira no Banco Central acabaram assumindo proporções extraordinárias, dentre os compromissos governamentais.

Sem dúvida, o acúmulo de dívidas externas, que passou a pesar sobre o setor público, teve importância decisiva nos elevados déficits registrados nos últimos anos. A acirrada discussão travada em torno da questão do déficit público colocou nos dois extremos do debate os que julgavam ser o déficit causado pelo excesso de gastos e os que julgavam

que o desequilíbrio era de natureza financeira (39). Para aferir o poder explicativo dos elementos de origem financeira empreenderemos, a seguir, uma análise das contas públicas, dos déficits públicos, mais especificamente. Antes, porém, se faz necessária uma rápida digressão com respeito às metodologias de mensuração do déficit e das contas públicas, no sentido de encontrar o conjunto de contas mais apropriado a nossos propósitos.

A precariedade das informações do setor público sobre si próprio e a falta de um adequado sistema de programação orçamentária foram objeto de crítica constante, desde a década de setenta. O elemento nuclear desta debilidade era a existência de três orçamentos distintos - fiscal, monetário e das estatais. Além de problemas na definição da abrangência de cada peça orçamentária, não era possível analisar o setor público em geral, dado que estes três orçamentos atinham-se ao âmbito federal, inclusive no tocante às empresas públicas. Em 1981 e 1982, as primeiras tentativas governamentais de mensurar o déficit foram realizadas com base nestes orçamentos (40).

O programa de ajustamento negociado com o FMI acabou por exigir que novas metodologias de aferição do déficit público fossem utilizadas. O Fundo impôs a utilização do conceito "Necessidades de Financiamento do Setor Público Não-Financeiro (NFSP)", exigindo total reformulação da metodologia usada até então. As características principais do novo conceito eram a inclusão de todas as esferas de governo - federal, estadual e municipal - e a mensuração do déficit abaixo da linha, isto é, pelas fontes de financiamento do gasto (41). Outro elemento a destacar é que o conceito NFSP exclui todas as entidades financeiras do setor público, inclusive o Banco Central e o Banco do Brasil. Ainda em 1983, este conceito mostrou-se completamente inadequado ao acompanhamento de uma economia com inflação elevada e dívidas indexadas. Um primeiro problema que se colocou foi a

(39) OLIVEIRA, F.A. & BIASOTO Jr., G. "As Finanças Públicas da Nova República". In: CARNEIRO, R. (org.), Política Econômica da Nova República, Paz e Terra, Rio de Janeiro, 1986, p. 141 a 174.

(40) OLIVEIRA, F.A. "A Questão do Déficit Público no Brasil". In: Análise & Conjuntura, vol. 1, nº 1, Fundação João Pinheiro, Belo Horizonte, 1986, p. 201 a 214.

(41) OLIVEIRA, J.C. "Déficits dos Orçamentos Públicos no Brasil: Conceitos e Problemas de Mensuração". In: Anais da ANPEC XIII, Encontro Nacional de Economia, Vitória, 1985.

formulação de metas nominais para o NFSP baseada em expectativas inflacionárias muito inferiores às que acabaram por se verificar. Mais grave, entretanto, foram as correções monetária e cambial do elevado estoque de dívidas do setor público. Note-se que, como a variação nominal da dívida era medida ao longo do ano, ao passo que o PIB é aferido a preços médios, a relação entre NFSP e PIB sofria os efeitos da inflação maior que o planejado de forma potenciada (42). O recorrente descumprimento das metas nominais para o NFSP levou o FMI a aceitar a implementação de modificações no conceito NFSP nominal. Assim, nasceu o "NFSP-operacional" ou "déficit operacional" cuja novidade era a desconsideração das correções monetária e cambial das dívidas públicas, justamente no intuito de buscar o elemento real do déficit público (43). Embora melhor que o anterior, o NFSP operacional apresentava ainda muitas folhas. Dentre elas, a mais séria era a exclusão dos encargos com o passivo externo do Banco Central, representado pelos juros de DRME e de Depósitos de Projetos.

Apenas em 1985 veio à luz um novo conceito de déficit público, consubstanciado no "Déficit de Caixa das Autoridades Monetárias". Acolhendo as críticas ao conceito NFSP, os encargos dos depósitos em moeda estrangeira no Banco Central foram contabilizados nesta nova forma de mensuração do déficit. Este conceito apresentava debilidades quanto à quantificação do endividamento geral do setor público, posto que não incorporava a variação das dívidas para com o sistema bancário interno ou para com empreiteiras e fornecedores. O Déficit de Caixa das Autoridades Monetárias (44) era, por outro lado, um conceito apropriado para medir a pressão por recursos exercida pelos setores público e privado sobre o Banco Central e o Banco do Brasil. Por meio deste instrumento, era possível aferir o volume de recursos a captar através da colocação de títulos, dada a política monetária planejada, com vistas ao financiamento das necessidades

(42) BATISTA JR, P.N. "Dois Diagnósticos Equivocados da Questão Fiscal no Brasil". In: Revista de Economia Política, ano 5, vol. 2, Brasiliense, São Paulo, 1985, p. 16 a 38.

(43) OLIVEIRA, J.C. (1987). Op. cit., p. 21.

(44) O nome inicialmente utilizado pelo ex-ministro Dornelles foi "Déficit de Caixa do Governo Federal", mas a metodologia de cálculo tornava-o muito semelhante ao Orçamento Monetário. TEIXEIRA, E. Necessidades de Financiamento do Banco Central. São Paulo, 1987, mimeo, p. 1 a 5.

globais das Autoridades Monetárias. Como o peso dos estoques de dívida externa do setor público rebatem especialmente sobre o Banco do Brasil e o Banco Central, parece ser este um conceito apropriado para nossa análise.

A Tabela III.36 apresenta o Déficit de Caixa das Autoridades Monetárias de 1985. É importante notar que os dados em foco incorporaram as modificações introduzidas pela administração Funaro, no Ministério da Fazenda, ao conceito originalmente implantado por Francisco Dornelles. Elas dizem respeito à dedução das rendas com a aplicação das reservas internacionais dos encargos dos depósitos em moeda estrangeira, à alocação da variação dos Depósitos Registrados em Moeda Estrangeira, do setor privado, no financiamento do déficit e à eliminação dos títulos em carteira de entidades de governo do cômputo da dívida junto ao público (45). Também é bom notar que o item "Custo da Dívida", refere-se apenas aos encargos com a dívida mobiliária federal em poder do setor privado. Além disto, em 1985, o Banco do Brasil ainda era Autoridade Monetária. Isto fazia com que o déficit de caixa fosse, também, composto por uma parcela minoritária de demandas do setor privado, o que, aliás, só ficou claro com a reformulação que a apresentação dos dados sofreu.

Cabe agora delimitar, dentre os fatores que pressionam a execução orçamentária das Autoridades Monetárias, aqueles que guardam relação direta com o processo de rolagem e pagamento dos encargos da dívida externa. Em primeiro lugar, podemos citar os Avisos 6B-588 e MF-30, a pressão por recursos, nos termos destes dois instrumentos, provém do Governo Central, dos Governos Estaduais e Municipais e das Empresas Estatais. Em segundo lugar, podemos encontrar os "Encargos Financeiros Externos do Banco Central", que compreendem os juros com Depósitos Registrados em Moeda Estrangeira e os outros encargos externos que são, basicamente, os juros dos Depósitos Projetos (46). Destes encargos são deduzidas as rendas auferidas com as aplicações das reservas internacionais, mas poderiam não o ser, posto que elas propiciam rendimentos em qualquer situação, não importando se há depósitos em moeda estrangeira no Banco Central ou não. Por isso, nossos cálculos apresentam o impacto do setor externo, com e sem a contabilização das rendas de aplicações externas.

(45) OLIVEIRA, F.A. Op. cit., p. 207 a 210.

(46) Além dos Depósitos de Projetos esta conta refere-se a depósitos do FMI, Clube de Paris e outros Organismos Internacionais, cujo peso é, entretanto, bem inferior.

TABELA III.36
 DEFICIT DE CAIXA DAS AUTORIDADES MONETARIAS
 1985

Fluxos em Cr\$ bilhões

Itens	1985
A - SETOR PUBLICO	63.387
1. Governo Central	17.013
Custo da Divida	22.863
Recursos Fiscais (1)	-20.711
Despesas Fiscais nas Autoridades Monetarias	19.233
Comercializacao do Trigo	11.774
Acucar e Alcool	4.135
Precos Minimos (AGF)	3.047
Estoques Reguladores	598
Aviso GB-588 e MF-30	-321
Outras Operacoes	-752
Financiamento Externo (2)	-3.620
2. Governos Estaduais e Municipais	5.538
Aviso GB-588 e MF-30	1.115
Financiamento Externo (2)	5.493
Depositos a Vista	-978
Outras Operacoes	-92
3. Empresas Estatais	32.004
Aviso GB-588 e MF-30	21.867
Financiamento Externo (2)	4.517
Aplicacao Liquida em Titulos Publicos Federais	208
Depositos a Vista	-687
Creditos Especiais	6.557
Outros	-458
4. Previdencia Social	-2.978
Adiantamentos	275
Arrecadacoes	-18
Aplicacao Liquida em Titulos Publicos Federais	-3.235
5. Agencias Descentralizadas	-347
Depositos a Vista	-196
Outros	-151
6. Fundos e Programas	-4.452
Financiamento Interno	-4.998
Financiamento Externo (2)	546
7. Encargos Financeiros Externos do BACEN	16.609
Juros sobre DRME	7.551
Outros Encargos Externos	14.807
Rendas de Aplicacoes no Exterior	-5.829
B - SETOR PRIVADO	12.376
1. Outras Operacoes Externas	-16.267
2. Operacoes do Banco Central	10
3. Operacoes do Banco do Brasil	20.029
Emprestimos	20.092
Depositos a Prazo	-13.544
Demais Operacoes	5.483
4. Outras Contas	6.596
C - TOTAL (A + B)	75.763
Base Monetaria Liquida	35.575
Base Monetaria	37.734
Depositos a Vista do Setor Publico (3)	-2.159
Colocacao Liquida de Titulos	45.525
Captacao Liquida de Recursos	23.687
Custo da Divida	22.863
Aplicacoes Liquidadas em Titulos Publicos Federais do Setor Publico Nao-Financeiro (3)	-3.027
Depositos Registrados em Moedas Estrangeiras Setor Privado (4)	-5.337

FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL, Brasil Programa Economico - Ajustamento Interno e Externo, volume 10, Brasilia, Fev. 1986.

- (1) Recursos provenientes do superavit do Orcamento Fiscal.
 (2) Inclui financiamentos, refinanciamentos, amortizacoes e variacoes nos DRME do setor publico.
 (3) Valores negativos significam aumento, valores positivos queda.
 (4) Refere-se a variacao dos depositos registrados em moedas estrangeiras do setor privado no Banco Central.

Outro fator de pressão sobre as Autoridades Monetárias é o sub-item "Financiamento Externo", que é fonte de recursos para Governo Central, Governos Estaduais, Municípios, Empresas Estatais e Fundos e Programas. O seu valor engloba operações de "relending", amortizações e variações em Depósitos Registrados em Moeda Estrangeira do setor público. Os Financiamentos Externos no caso de saldo líquido positivo, denotam queda nos depósitos em moeda estrangeira no Banco Central e, portanto, pressão sobre a execução orçamentária das Autoridades Monetárias.

A Tabela III.37 mostra os itens do Déficit de Caixa das Autoridades Monetárias que possuem relação direta com os depósitos e encargos da dívida externa. Os Avisos 6B-588 e MF-30 e os Financiamentos Externos, que apareciam isolados para cada esfera de governo foram reagrupados e somados aos Encargos Financeiros Externos do BACEN, exclusive a renda das aplicações das reservas internacionais, como já explicado. Este conjunto de contas sintetiza o impacto que a dívida externa teve, no ano de 1985, sobre as Autoridades Monetárias, fruto da estatização da dívida e da forma que assumiu o processo de sua renegociação. A soma destes impactos alcançou Cz\$ 52 bilhões, enquanto o Déficit de Caixa foi de Cz\$ 75,7 bilhões. Como porcentagem do PIB estas cifras foram de 3,8% e 5,6%, respectivamente. O impacto decorrente da dívida externa significou nada menos que 68,7% do Déficit de Caixa. Porém, descontando as operações das Autoridades Monetárias com o setor privado este percentual evoluiu para 82,1%. Mesmo descontando as rendas com a aplicação das reservas internacionais, os resultados são muito significativos. Os encargos líquidos chegaram a Cz\$ 46,2 bilhões o que significa 3,4% do PIB ou 61% do déficit de caixa total.

A análise dos elementos conformadores do déficit também pode revelar fatos importantes. O volume de recursos exigidos pelos Avisos 6B-588 e MF-30, Cz\$ 22,6 bilhões, foi aproximadamente igual ao custo da dívida mobiliária federal (47). A soma dos encargos do Banco Central com depósitos em moeda estrangeira também atingiu nível semelhante. Não chegaram a este nível, entretanto, as Despesas Fiscais nas Autoridades Monetárias, que eram responsáveis pelos gastos do Governo Federal com preços mínimos e estoques reguladores de produtos agropecuários, comercialização do trigo, açúcar e álcool. Com toda a política de intervenção

(47) E note-se que, durante boa parte do ano, o Banco Central praticou uma política deliberada de juros altos.

TABELA III.37

IMPACTO DOS ENCARGOS DA DIVIDA EXTERNA SOBRE O DEFICIT DE CAIXA DAS AUTORIDADES MONETARIAS
1985

Cz\$ milhoes

Itens	Valor
1. Avisos GB-588 e MF-30	22.661
Governo Central	-321
Gov. Estaduais e Municipais	1.115
Empresas Estatais	21.867
2. Financiamento Externo	6.936
Governo Central	-3.620
Gov. Estaduais e Municipais	5.493
Empresas Estatais	4.517
Fundos e Programas	546
3. Servico da Divida Externa no BACEN	22.438
Juros sobre Dep. Registrados em Moeda Estrangeira	7.551
Outros Encargos Externos	14.887
4. Rendas de Aplicacoes no Exterior	-5.829
5. Encargos da Divida Externa (1 + 2 + 3)	52.035
6. Encargos Liquidados da Divida Externa (1 + 2 + 3 - 4)	46.206
7. Deficit de Caixa das Autoridades Monetarias	75.763
Setor Publico	63.387
Setor Privado	12.376
ENCARGOS DA DIVIDA EXTERNA/DEFICIT DE CAIXA (%)	68,7
Avisos GB-588 e MF-30 (%)	29,9
Financiamento Externo (%)	9,2
Servico da Divida Externa no BACEN (%)	29,6
ENCARGOS LIQUIDOS DA DIVIDA EXTERNA/DEFICIT DE CAIXA (%)	61,0
CUSTO DA DIVIDA MOBILIARIA/DEFICIT DE CAIXA (%)	30,2
ENCARGOS DA DIVIDA EXTERNA/DEFICIT DE CAIXA (SETOR PUBLICO) (%)	82,1
ENCARGOS LIQUIDOS DA DIV. EXTERNA/DEFICIT DE CAIXA (SETOR PUBLICO) (%)	72,9
DEFICIT DE CAIXA/PIB (1) (%)	5,5
ENCARGOS DA DIVIDA EXTERNA/PIB (%)	3,8
ENCARGOS LIQUIDOS DA DIVIDA EXTERNA/PIB (%)	3,4

FONTE: Elaboracao a partir dos dados da Tabela III.36

(1) PIB de Cz\$ 1.364.124 milhoes

na agricultura chegou-se a gastar Cz\$ 19,2 bilhões. De outro lado, a Tabela III.36 mostra que o principal demandante de recursos às Autoridades Monetárias foi o agregado Empresas Estatais, com Cz\$ 32 bilhões. Ocorre que mais de Cz\$ 26 bilhões, foram explicados pelo Avisos 6B-588 e MF-30 e pelos Financiamentos Externos. Por fim, note-se que a transferência de recursos do Orçamento Fiscal, no montante de 15% de suas receitas, para o Orçamento Monetário, item Recursos Fiscais, não conseguiu dar conta nem do Custo dos Avisos nem dos Encargos Financeiros Externos do BACEN.

Do ponto de vista do financiamento do déficit, como se vê à Tabela III.36, a base monetária líquida - deduzidos os depósitos à vista do setor público - cresceu em Cz\$ 35,5 bilhões e a colocação líquida de títulos públicos foi de Cz\$ 45,5 bilhões, incorporando Cz\$ 5,3 bilhões para fazer frente ao saque de DRME do setor privado. Portanto, os encargos relativos à dívida externa foram superiores à colocação líquida de títulos e, em verdade, um elemento decisivo no crescimento da dívida pública. Na hipótese limite de inexistência da pressão de contas externas sobre as Autoridades Monetárias estas teriam condições de fazer frente ao custo da dívida pública e a outras contas deficitárias, com o crescimento da base monetária ao nível dos índices inflacionários, e a colaboração de contas superavitárias. Esta hipótese é irreal, obviamente, mas qualquer situação intermediária teria possibilitado a execução de uma política de dívida pública muito mais fácil, dado o maior raio de manobra em relação ao mercado, e detido o crescimento da dívida interna.

Com o encerramento da conta-movimento, no início de 1986, o Banco do Brasil deixou de ser autoridade monetária. Com isto, o "Déficit de Caixa das Autoridades Monetárias" passou a ser medido pelo conceito "Necessidades de Financiamento do Banco Central" (NFBC). O exame deste novo conceito é de grande interesse. De um lado, ao eliminar as contas do Banco do Brasil, transformando a conta-movimento numa conta de suprimento, sob controle do BACEN, desapareceram vários elementos que eram mais característicos de bancos comerciais do que de autoridade monetária. O conceito ficou, portanto, muito mais adequado ao nosso propósito de analisar o rebatimento dos encargos da dívida externa do setor público (48). Um segundo aspecto importante é que este novo conceito apresenta os dados para 1984, que não eram disponível no conceito anterior.

(48) TEIXEIRA, E. Necessidades de Financiamento do Banco Central. São Paulo, 1987, mimeo.

A Tabela III.38 apresenta as Necessidades de Financiamento do Banco Central, tal como publicadas pelo BACEN, onde estão retratados os principais fatores de pressão sobre sua execução orçamentária. Vê-se que, em relação ao PIB, as necessidades de financiamento foram de 4,9%, em 1984, e de 6,3%, em 1985. Em 1984, os principais fatores de expansão, foram o Governo Central (1,9% do PIB), as Operações Internas do BACEN (1,6%) e as Empresas Estatais (1,1%). Já em 1985, as maiores pressões vieram de parte das Empresas Estatais (2,5% do PIB), do Governo Central (2,2%) e dos Suprimentos ao Banco do Brasil (2,2%).

A Tabela III.39 possibilita a análise dos dados agregados de outra forma. Ao invés de tomar os agentes demandantes de recursos, a ênfase recai sobre os instrumentos usados para a requisição dos recursos, em especial sobre aqueles ligados aos encargos da dívida externa. Para tanto, a tabela discrimina, à semelhança do que se realizou para o Déficit de Caixa, os Empréstimos-ponte MF-30, Financiamento Externo e Serviço da Dívida Externa no BACEN, que engloba os encargos com DRME e Depósitos de Projetos. Além disso, a nova metodologia tornou possível captar as Amortizações da Dívida no BACEN e os Saques de Depósitos Registrados em Moeda Estrangeira do setor público não-financeiro, que anteriormente estavam incorporados ao item Financiamento Externo.

A análise dos dados mostra resultados bastante semelhantes aos obtidos através do Déficit de Caixa das Autoridades Monetárias, como não poderia deixar de ser. O total de encargos relativos ao endividamento externo foi de Cz\$ 13,7 bilhões em 1984 (3,6% do PIB) e Cz\$ 61,7 bilhões em 1985 (4,5% do PIB). Em relação ao total das necessidades de recursos do BACEN, os encargos da dívida externa representaram cerca de 72% nos dois anos, nível superior ao registrado através do conceito de Déficit de Caixa. Tomando-se os encargos líquidos da dívida externa - abatidas as rendas das aplicações das reservas internacionais - chega-se a Cz\$ 12 bilhões, em 1984, e Cz\$ 55,9 bilhões, em 1985, isto significa 62,9% e 65,1% das respectivas Necessidades de Financiamento do Banco Central.

E também, interessante comparar a relação custo da dívida mobiliária - NFBC com os impactos dos diferentes encargos externos. Em 1984, o Serviço da Dívida Externa no BACEN representou 37,6% do NFBC, bem mais que o Custo da Dívida Mobiliária que alcançou 22,1%, porcentagem bem próxima de outro encargo externo, dado que a relação Financiamento Externo - NFBC atingiu 20,7%. Já em 1985, tanto Empréstimos-ponte (MF-30) como Serviço da Dívida Externa no BACEN giraram em torno de 26 a 27%, mesmo

TABELA III.38

NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO DO BANCO CENTRAL
1984/1985

Fluxos em Cz\$ Milhoes

Itens	1984 (R)		1985 (R)	
	Ano	% PIB Anual	Ano	% s/PIB A
A - SETOR PUBLICO NAO-FINANCEIRO - CONCEITO OPERACIONAL	12.549	3,2	65.948	4,8
1. Governo Central	7.622	1,9	30.397	2,2
Custo da Divida Mobiliaria (1)	4.242		23.620	
Recursos Fiscais	-5.730		-20.711	
Despesas Fiscais	2.884		18.194	
Encargos Externos	4.992		12.914	
Juros sobre Deps.Reg. em Moedas Estrangeiras	2.837		7.551	
Outros Encargos Externos	4.368		14.897	
Rendas de Aplicacoes no Exterior	-1.680		-5.829	
Rendas de Empréstimos-ponete (MF-30)	-533		-3.695	
Saques de Deps. Registrados em Moedas Estrangeiras	-1.132		-1.803	
Financiamento Externo (repasse menos amortizacoes)	1.366		-1.817	
2. Governo Estaduais e Municipais	-745	-0,2	6.914	0,5
Empréstimos-ponete (MF-30)	249		1.420	
Saques de Deps. Registrados em Moedas Estrangeiras	-163		-485	
Financiamento Externo (repasse menos amortizacoes)	-831		5.979	
Creditos Especiais	-		-	
3. Empresas Estatais	4.113	1,1	33.226	2,5
Empréstimos-ponete (MF-30)	1.980		25.469	
Creditos Especiais (2)	-		6.558	
Aplicacoes Liquidadas em Titulos Federais	168		-973	
Saques de Deps. Registrados em Moedas Estrangeiras	-410		7.601	
Financiamento Externo (repasse menos amortizacoes)	2.375		-3.429	
4. Previdencia Social	-324	-0,1	-3.202	-0,2
Aplicacoes Liquidadas em Titulos Federais	-324		-3.202	
5. Fundos e Programas	1.803	0,5	-1.375	-0,1
Financiamento Interno	829		-1.921	
Financiamento Externo	1.054		546	
B - OUTRAS OPERACOES	6.971	1,8	20.680	1,5
1. Amortizacoes da Divida Externa no Banco Central (3)	-1.498	-0,4	3.259	0,2
2. Outras Operacoes Externas	-568	-0,1	-16.877	-1,2
Saques de Deps. Registrados em Moedas Estrangeiras (4)	3.072		5.918	
Outras	-3.640		-21.995	
3. Operacoes Internas do Banco Central	6.235	1,6	9.448	0,7
Fundos e Programas (Financiamento)	2.068		11.997	
Compra de Ouro	748		1.470	
Empréstimo de Liquidez	3.734		1.571	
Outras	-315		-5.590	
4. Suprimento ao Banco do Brasil	2.798	0,7	22.731	1,7
Credito Rural e Estoques Reguladores	0		0	
Nao-Especificos (5)	2.798		22.731	
5. Aplic. em Tit. Fed. do Setor Publ. Nao-Financeiro (6)	156	0,0	4.175	0,3
6. Outras Contas	-160	0,0	-2.056	-0,2
C - TOTAL (A + B = I + II)	19.178	4,9	95.952	7,3
I - Base Monetaria	5.105	1,3	32.743	2,4
II- Colocacao Liquida de Titulos	14.073	3,6	53.209	3,9
Captacao Liquida de Recursos	9.831	2,5	29.593	2,2
Custo de Divida Mobiliaria	4.242	1,1	23.620	1,7

FORTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL, Brasil Programa Economico - Ajustamento Interno e Externo, volume 14, Brasilia, Novembro, 1986.

(R) Dados Revisados

- (1) Até marco de 1986 e deduzida a correcao monetaria incidente sobre as NTN e implicita no das NTN. A partir de abril, descontou-se a inflacao implicita no custo das L3C e NTN.
 (2) Inclusive transferencias de creditos dos bancos comerciais e pagamentos a empreiteiros e fornecedores.
 (3) Bonus, Syndicated Loan, Clube de Paris, Projetos 1 e 2 (fase 1) e cotas de depositos de organismos internacionais.
 (4) Setor privado e setor publico financeiro.
 (5) Variacao da conta de movimento do Banco Central, acrescida da variacao dos recursos do Tesouro Nacional e deduzidas em 1985, as despesas fiscais com trigo, AGF e estoques reguladores.
 (6) Contrapartida das aplicacoes em titulos federais do setor publico nao-financeiro.

NOTA: PIB 1984 = Cz\$ 366.967 Milhoes
 1985 = Cz\$ 1.364.124 Milhoes



TABELA III.39

IMPACTO DOS ENCARGOS DA DÍVIDA EXTERNA SOBRE AS NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO DO BANCO CENTRAL
1984/1985

Fluxos em Cr\$ Milhões

Itens	1984	1985
1. Empréstimo-ponte (MF-30)	1.696	23.194
Governo Central	-533	-3.695
Gov. Estaduais e Municipais	249	1.420
Empresas Estatais	1980	25.469
2. Saques de DRME	2.367	11.231
Governo Central	-132	-1.803
Gov. Estaduais e Municipais	-163	-485
Empresas Estatais	-410	7.601
Setor Privado e Setor Público Financeiro	3.072	5.910
3. Financiamento Externo	3.944	1.625
Governo Central	1.366	-1.817
Gov. Estaduais e Municipais	-831	5.979
Empresas Estatais	2.375	-3.083
Fundos e Programas	1.054	546
4. Serviço da Dívida Externa no BACEN	7.205	22.438
Juros sobre DRME	2.897	7.551
Outros Encargos Externos	4.368	14.887
5. Rendas com Aplicações no Exterior	-1.680	-5.829
6. Amortizações da Dívida no BACEN	-1.490	-3.259
7. Total de Encargos da Dívida Externa (1+2+3+4)	13.742	61.747
8. Encargos Líquidos da Dívida Externa (1+2+3+4-5)	12.062	55.918
9. Necessidade de Financiamentos do BACEN	19.170	85.952
10. Total de Encargos da Dívida Externa/NFBC	71,7%	71,8%
11. Encargos Líquidos da Dívida Externa/NFBC	62,9%	65,1%
12. Empréstimos-ponte (MF-30)/NFBC	8,8%	27,0%
13. Financiamento Externo/NFBC	20,7%	1,9%
14. Serviço da Dívida Externa no BACEN/NFBC	37,6%	26,1%
15. Custo da Dívida Mobiliária Federal/NFBC	22,1%	27,5%

FONTE: Elaborado a partir dos dados da Tabela III.38

nível atingido pelo Custo da Dívida Mobiliária.

Novas mudanças metodológicas, ocorridas no ano de 1986, tornaram obrigatória a análise do conceito originário dos entendimentos com o FMI, o Necessidades de Financiamento do Setor Público Não-Financeiro. Em decorrência das críticas à metodologia utilizada pelo FMI, o Banco Central passou a incorporar as despesas com seu passivo cambial no NFSP. A partir desta alteração, o NFSP passou a ser um conceito bem mais amplo de medida das necessidades de crédito do setor público, posto que vai além da pressão sobre o Banco Central, captando a demanda por crédito de entidades públicas, junto a bancos comerciais, outros agentes financeiros, empreiteiras e fornecedores. Assim, a demanda por financiamentos ao setor público, no conceito NFSP, passou a abranger todo o sistema financeiro.

A Tabela III.40 apresenta as Necessidades de Financiamento do Setor Público, no conceito operacional, descontadas as correções cambial e monetária. Cabe frisar a forte elevação do valor a financiar, de 2,7% em 1984, para 4,3% em 1985. Nos dois anos, a importância do Banco Central, como fonte de recursos para entidades públicas foi muito grande, tendo ele chegado a compensar a redução do nível de endividamento para com outros fornecedores de recursos.

O mesmo procedimento utilizado na análise do Déficit de Caixa e das Necessidades de Financiamento do Banco Central foi aplicado às Necessidades de Financiamento do Setor Público Não-Financeiro, no sentido de isolar os encargos referentes à dívida externa do setor público. Os resultados, constantes da Tabela III.41, foram muito significativos. No ano de 1984, os encargos decorrentes da dívida externa foram superiores em cerca de 30% ao déficit total. Mesmo deduzindo-se as rendas com aplicações no exterior, os encargos líquidos com a dívida externa foram 12,6% maiores que o total das necessidades de financiamento. Em relação ao PIB eles atingiram 3,5%, superando os 2,7% da relação NFSP/PIB. Somente os Encargos Extenos do BACEN, juros de depósitos em moeda estrangeira deduzidos os retornos de Empréstimos-ponte, chegaram a 63,2% do total das NFSP, nível superior ao Custo da Dívida Mobiliária que foi de 40,1%. O Financiamento Externo - deduzidas as amortizações - também atingiu nível elevadíssimo, 37,5% do NFSP.

Em 1985, com a elevação das NFSP para 4,3% do PIB, o valor relativo dos encargos decorrentes da dívida externa experimentou certa redução, embora os valores absolutos tenham superado, em muito, a

TABELA III.40

NECESSIDADE DE FINANCIAMENTO DO SETOR PÚBLICO
CONCEITO OPERACIONAL
1984/1985

Fluxos em Cr\$ Milhões

Itens	1984 (R)	1985 (R)
TOTAL	10.558	58.141
1 - NO BANCO CENTRAL	12.549	69.760
3 - FORA DO BANCO CENTRAL	-1.991	-7.819
1. Governo Central	6.413	25.761
1.1. No Banco Central (1)	7.622	30.397
Custo da Dívida Mobiliária	4.242	23.620
Recursos Fiscais	-5.730	-20.711
Despesas Fiscais e Financiamentos	2.884	10.194
Encargos Externos (2)	4.992	12.914
Saques de Dep. Reg. em Moedas Estrangeiras	-132	-1.003
Financiamento Externo (repasses menos amortizações)	1.366	-1.017
1.2. Fora do Banco Central	-1.209	-4.636
Banco do Brasil S/A (*)	-116	-1.071
Bancos Comerciais	-2.194	-2.431
Demais Instituições Financeiras	1.101	-1.134
2. Governos Estaduais e Municipais	-1.378	9.559
2.1. No Banco Central	-745	6.914
Empréstimos-ponte (MF-30)	249	1.420
Créditos Especiais	-	-
Saques em Dep. Reg. em Moedas Estrangeiras	-163	-485
Financiamento Externo (repasses menos amortizações)	-831	5.979
2.2. Fora do Banco Central	-633	2.645
Banco do Brasil S/A (*)	-397	-1.097
Bancos Comerciais	-808	-1.435
Demais Instituições Financeiras	753	3.143
Dívida Mobiliária Líquida	-181	2.034
3. Empresas Estatais	4.372	31.844
3.1. No Banco Central	4.113	33.226
Empréstimos-ponte (MF-30)	1.980	25.469
Créditos Especiais	-	6.558
Aplicações Líquidas em Títulos Federais	168	-973
Saques em Dep. Reg. em Moedas Estrangeiras	-410	7.601
Financiamento Externo (repasses menos amortizações)	2.375	-5.429
3.2. Fora do Banco Central	259	-1.382
Banco do Brasil S/A (*)	-110	-1.665
Bancos Comerciais	-619	-155
Demais Instituições Financeiras	-376	-58
Empreiteiras e Fornecedores	1.372	476
4. Agências Descentralizadas	-483	-2.015
4.1. No Banco Central	-	-
4.2. Fora do Banco Central	-483	-2.015
Banco do Brasil S/A (*)	-198	-674
Bancos Comerciais	-134	582
Demais Instituições Financeiras	-161	-839
5. Previdência Social	445	-2.217
5.1. No Banco Central	-324	-3.202
Aplicações Líquidas em Títulos Federais	-324	-3.202
5.2. Fora do Banco Central	769	985
Banco do Brasil S/A (*)	1.410	233
Bancos Comerciais	-639	255
Demais Instituições Financeiras	-2	-3
6. Fundos e Programas	1.189	-4.791
6.1. No Banco Central	1.893	-1.375
Financiamento Interno	829	-1.931
Financiamento Externo	1.064	546
6.2. Fora do Banco Central	-694	-3.416
Banco do Brasil S/A (*)	-	-
Bancos Comerciais	-17	100
Demais Instituições Financeiras	-677	-3.546
FINANCIAMENTO/PIB (2)	2,7	4,3

ONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL. Brasil Programa Econômico - Ajustamento Interno e Externo, vol. II, Brasília, Novembro de 1986.

R) Dados revisados com inclusão dos encargos externos líquidos do Banco Central e Recursos de empréstimos estatais no exterior.

*) Não inclui aplicação com suprimentos específicos do Banco Central.

1) Até março de 1984 e deduzida a correção monetária incidente sobre as DTF e implícita no custo das LTN. A partir de abril, descontou-se a inflação implícita no custo das LRF e LFI.

2) Inclui juros sobre depósitos registrados em moedas estrangeiras, juros sobre depósitos em pontos, outros encargos externos, rendas de aplicações no exterior e rendas de empréstimos pontuais.

TABELA III.41

NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO DO SETOR PUBLICO
CONCEITO OPERACIONAL
1984/1985

Cz\$ Milhoes

Itens	1984	1985
1. Empréstimos-ponte (MF-30)	2.229	26.889
Governos Estaduais e Municipais	249	1.420
Empresas Estatais	1.980	25.469
2. Financiamento Externo	3.964	-721
Governo Central	1.366	-1.817
Gov. Estaduais e Municipais	-831	5.979
Empresas Estatais	2.375	-5.429
Fundos e Programas	1.054	546
3. Saques de Depositos Registrados em Moeda Estrangeira	-705	5.313
Governo Central	-132	-1.803
Gov. Estaduais e Municipais	-163	-485
Empresas Estatais	-410	7.601
4. Encargos Externos do BACEN (*)	6.672	18.743
5. Rendas com Aplicacoes no Exterior	-1.680	-5.829
6. Encargos com a Divida Externa (1+2+3+4)	13.570	50.224
7. Encargos Liquidados com a Divida Externa (1+2+3+4-5)	11.890	44.395
8. Neces. de Financiamento do Setor Publico (NFSP)	10.558	58.141
Empréstimos-ponte/NFSP (%)	21,1	46,2
Financiamento Externo/NFSP (%)	37,5	-1,2
Saques de DRME/NFSP (%)	6,7	9,1
Encargos Externos do BACEN/NFSP (%)	63,2	32,2
Custo da Divida Mobiliaria/NFSP (%)	40,1	40,6
Encargos com a Divida Externa/NFSP (%)	128,5	86,4
Encargos Liquidados com a Div. Ext/NFSP (%)	112,6	76,4
NFSP/PIB (%)	2,7	4,3
Encargos com a Divida Externa/PIB (%)	3,5	3,7
Encargos Liquidados com a Div. Ext./PIB (%)	3,0	3,3

FDNTE: Elaborado a partir da Tabela III.40.

(*) As rendas das aplicacoes das Reservas Internacionais nao sao considerados neste item

variação do índice de inflação, como no caso dos Empréstimos-ponte, cujo montante foi multiplicado por 12. Aliás, em 1985, os Empréstimos-ponte (MF-30) (49), chegaram a 46,2% das necessidades de financiamento, suplantando o Custo da Dívida Mobiliária e os Encargos Externos do BACEN, que exigiram 40,6% e 32,2% dos recursos, respectivamente. Os encargos totais com a dívida externa atingiram 3,7% do PIB. Como porcentagem das necessidades de financiamento, chegaram a 86,4%. Já os encargos líquidos com a dívida externa representaram 76,4% do déficit ou 3,3% do PIB.

Os dados apresentados aqui, pertinentes a três diferentes metodologias de análise das contas públicas, não deixam nenhuma dúvida quanto à relevância do estoque de dívida externa em poder do setor público em geral, e das Autoridades Monetárias em particular, e dos correspondentes encargos, nos desequilíbrios financeiros do setor público. Sem dúvida, qualquer análise dos problemas das contas públicas tem que, forçosamente, passar pelos encargos externos do setor público.

3.3.2. Encargos Financeiros e Empresas Estatais

Na primeira metade dos anos oitenta, o comportamento das empresas vinculadas ao Orçamento SEST foi especialmente condicionado por políticas de controle sobre a expansão do gasto e do investimento e pelo crescente peso do serviço do endividamento externo acumulado nos seus passivos. A política imposta pelo FMI, de contenção dos dispêndios globais, especialmente entre 1983 e 1984, aliada ao aumento dos encargos financeiros

(49) É necessário notar que os Avisos MF-30 e 6B-588 poderiam estar sendo usados para diminuir os estoques de dívidas das estatais e de estados e municípios. Se assim fosse, parte do déficit atual estaria amortizando dívidas, o que deveria melhorar a situação do setor público no futuro. A julgar pelos dados da evolução do endividamento externo dos grupos consolidados e dos principais usuários dos Avisos - SIDERBRÁS, ELETROBRÁS e NUCLEBRÁS - não é este o caso. Como pode ser verificado através das Tabelas III.28, III.30, III.33, III. 35, o estoque de dívida externa dos grupos acima citados vem aumentando desde 1980. Portanto, a situação ora vivida, quanto aos Avisos 6B-588 e MF-30, tende a se prolongar.

e amortizações, fez com que, para o conjunto das empresas, ocorresse um substancial avanço da participação do serviço do endividamento nos gastos globais. De outro lado, a contenção tarifária e o processo recessivo, em determinado período, aliados ao referido crescimento do endividamento, redundaram num expressivo incremento da relação entre o serviço da dívida e os recursos próprios das empresas. O estreitamento da capacidade de financiamento do investimento e a profunda deterioração da posição financeira de várias empresas públicas foram consequências diretas deste processo.

Antes de passar à análise dos dados do período, faz-se necessário destacar alguns aspectos da metodologia aqui utilizada. Os totais das tabelas apresentadas referem-se aos dados globais das empresas estatais, incluindo tanto empresas do Setor Produtivo Estatal (SPE), como Entidades Típicas de Governo (ETG). Obviamente, ficam de fora os bancos oficiais, o sistema previdenciário e as concessionárias estaduais de energia elétrica. As informações particularizadas são oferecidas para nove grupos de empresas e para Itaipu. Este conjunto de empresas dá conta de mais de 70% dos dispêndios totais do Orçamento SEST. Note-se que a indisponibilidade de dados impediu que se isolasse os encargos financeiros externos. No entanto, devemos ter em mente a Tabela III.28 que mostra que o estoque de dívida externa corresponde a cerca de metade do estoque total da dívida dos grupos consolidados (50).

Impulsionado pelas discontinuidades da correção cambial e pelo aumento das taxas de juros, o crescimento das despesas financeiras mostrou, nos anos oitenta, uma evolução espetacular. No tocante às amortizações, a Tabela III.42 possibilita visualizar que, entre 1980 e 1985, elas evoluíram 54,6% para o conjunto das empresas. Em consequência, a participação das amortizações no total de dispêndios dobrou, tendo chegado a 10,1%, em 1985. Dentre os principais grupos, cabe destaque especial ao aumento real das amortizações dos grupos SIDERBRÁS (385,4%), ELETROBRÁS (158,6%), PETROBRÁS (284,0%) e RFFSA (100%), além de Itaipu. Destes, apenas no caso do grupo PETROBRÁS não houve crescimento tão dramático da participação das amortizações no dispêndio total. A Tabela III.43 mostra os encargos financeiros. Para o total das empresas houve um incremento destes

(50) Esta metodologia inspira-se no trabalho de WERNECK, R.L.F. "Modificações no Padrão de Financiamento e na Capacidade de Investimento das Empresas Estatais Federais". In: ----- Empresas Estatais e Política Macroeconômica, Rio de Janeiro, Campus, 1987.



TABELA III.42
EVOLUÇÃO DAS AMORTIZAÇÕES DAS EMPRESAS ESTATAIS -
1980 A 1985

Cr\$ Bilhões Médios de 1985

	1980			1981			1982			1983			1984			1985		
	Valor	Índice	Part.(*)															
GR Telebras	2682	100	5,8	2.471	92,1	14,5	1.532	57,1	8,8	1.781	66,4	12,2	1.733	64,6	13,8	1.755	65,4	11,2
GR Siderbras	1.592	100	5,1	2.352	147,7	7,2	2.723	171,8	8,7	6.416	403,0	21,9	7.314	459,4	21,5	7.727	485,4	28,4
Gr. Eletrobras	2.519	100	7,7	2.417	103,9	8,1	2.734	108,5	9,8	3.438	136,5	13,1	3.872	153,7	11,7	6.515	258,6	18,5
Gr CWRD	992	100	6,6	498	50,2	3,8	848	85,5	3,9	526	53,0	4,2	788	79,4	6,1	1.365	137,6	8,4
GR Nuclebras	120	100	6,8	332	276,7	9,7	154	128,3	3,7	163	135,8	4,3	423	352,5	9,7	526	438,3	12,3
GR Petrobras	752	100	8,8	891	118,5	8,9	1.167	155,2	1,2	1.737	231,0	1,6	2.678	356,4	2,6	2.888	384,8	2,9
GR Portobras	371	100	9,3	353	95,1	9,5	356	96,4	8,1	397	107,0	11,7	371	100,0	12,9	357	96,2	12,4
GR RFFSA	1.446	100	11,9	968	68,3	8,3	572	40,7	5,7	1.476	105,4	15,8	2.897	199,1	28,9	2.847	199,6	24,2
Itaipu				294	100,0	3,8	245	83,3	3,4	364	123,8	6,4	937	318,7	15,7	1.468	363,3	21,9
GR Acesita	1.494	100	29,6	597	40,0	16,1	847	56,7	18,8	486	32,5	14,3	786	52,6	21,7	487	27,2	12,8
TOTAL BEST	19.473	100	4,9	13.862	71,2	3,6	15.822	77,1	4,4	18.995	97,5	6,6	23.662	121,5	8,1	36.188	184,6	18,1

FONTE: SEST, Relatório Anual, vários números.

(*) Participação das amortizações no dispendio global de cada grupo.



TABELA III.43

EVOLUÇÃO DOS ENCARGOS FINANCEIROS DAS EMPRESAS ESTATAIS
1980

Cr\$ Bilhões Médios de 1985

	1980			1981			1982			1983			1984			1985		
	Valor	Índice	Part(%)	Valor	Índice	Part(%)	Valor	Índice	Part(%)	Valor	Índice	Part(%)	Valor	Índice	Part(%)	Valor	Índice	Part(%)
GR Telebras	2.020	100	11,0	1.911	94,2	11,2	1.74	86,8	10,1	1.459	71,9	10,0	1.319	65,0	9,9	1.051	51,0	6,7
GR Siderbras	1.657	100	5,3	5.241	316,3	16,0	7.10	433,3	22,9	8.449	390,4	22,1	9.106	549,5	26,8	10.297	621,4	26,6
GR Eletrobras	3.925	100	12,0	4.927	125,5	15,2	6.364	162,1	20,5	7.027	179,0	27,1	9.163	233,5	27,7	9.299	236,9	26,4
Gr CWRB	839	100	5,5	500	64,4	4,1	1.619	193,0	10,1	2.151	256,4	17,0	1.526	181,9	11,0	1.572	187,4	9,7
GR Nuclebras	436	100	24,7	537	123,2	15,7	711	163,1	16,0	1.405	320,5	26,4	1.336	306,4	30,0	1.358	357,3	36,6
GR Petrobras	930	100	1,0	1.173	125,1	1,2	2.316	246,9	2,3	3.99	425,4	3,4	2.179	232,3	2,1	2.544	271,2	2,6
GR Portobras	163	100	4,1	220	139,9	6,2	277	169,9	6,3	297	182,2	8,9	262	160,7	9,4	250	153,4	8,4
GR AFEA	674	100	5,7	890	132,0	7,8	1.093	161,7	10,9	1.281	189,5	13,7	2.018	298,5	20,1	2.474	366,0	21,3
Itaipu				1.532	100,0	19,9	1.691	110,4	23,3	1.82	118,8	32,1	2.351	153,5	39,4	3.722	243,0	44,2
GR Acesita	567	100	11,3	564	99,5	15,2	1.036	182,7	23,0	600	121,3	20,0	626	110,4	17,3	390	67,0	17,9
TOTAL SEST	13.999	100	4,4	20.29	144,9	6,6	29.20	200,6	9,4	28.91	206,5	10,0	33.641	240,3	11,6	36.832	263,1	12,4

FONTE: SEST, Relatório Anual, vários anos.

(e) Participação dos encargos financeiros nos dispêndios globais de cada grupo.

encargos de 163,1% o que significou aumento da participação destas despesas no dispêndio total de 4,4% para 12,4%. Também aqui, os grupos cujos encargos financeiros mais evoluíram foram: SIDERBRÁS (521,4%), ELETROBRÁS (136,9%), PETROBRÁS (171,2%), RFFSA (266,0%), NUCLEBRÁS (257,3%) e Itaipu. A esta evolução corresponderam intensos aumentos na participação dos encargos financeiros nos dispêndios globais. Importante notar, também, a boa posição, no que tange a amortização e outros encargos financeiros, desfrutada pelos grupos TELEBRÁS, CURD, PORTOBRÁS e ACESITA, além do grupo PETROBRÁS, apesar do referido incremento.

Uma outra forma de se visualizar o dramático encilhamento financeiro que se abateu sobre as empresas estatais encontra-se na Tabela III.44. Para o total das empresas, a relação entre o serviço do endividamento e os recursos próprios passou de 16,2%, em 1980, para 33,7%, em 1985. Obviamente, este incremento encontra explicação, não só no processo de endividamento, mas também na contenção tarifária promovida ao longo do período e no próprio processo recessivo, vivido em boa parte da primeira metade da década de oitenta. É fácil notar que os casos mais problemáticos foram os dos grupos SIDERBRÁS, ELETROBRÁS, NUCLEBRÁS e RFFSA. Estes grupos experimentaram profunda deterioração em sua condição de fazer frente ao serviço do endividamento com recursos próprios. No caso do grupo ELETROBRÁS esta relação foi de 156,4%, em 1985. Os grupos SIDERBRÁS e RFFSA apresentaram resultados igualmente dramáticos, 81,1% e 158%, respectivamente. Embora a comparação não seja válida, cabe registro aos casos do grupo NUCLEBRÁS, com conhecidos problemas operacionais, e de Itaipu que, em 1985, apenas começava a gerar receitas operacionais. Ao contrário destes, os grupos ACESITA e TELEBRÁS conseguiram reduzir a relação entre o serviço da dívida e os recursos próprios. Já os grupos PETROBRÁS, PORTOBRÁS e CURD, embora com índices crescentes, mantiveram-se em níveis toleráveis de comprometimento da receita.

Concomitantemente a este encilhamento financeiro, que assolou boa parte das empresas estatais, os anos oitenta foram palco de políticas de restrição ao gasto público, influenciadas ou impostas pelos credores externos e pelo FMI. Desta maneira, como demonstra a Tabela III.45, apesar do forte crescimento dos gastos financeiros, o dispêndio global das empresas estatais caiu 6,2%. No período de 1980 a 1983, a contração do dispêndio foi de 9,1%. Só a partir de 1984 é que ele voltou a crescer. Dentre os grupos, cabe notar que apenas a PETROBRÁS conheceu crescimento expressivo, no período. TELEBRÁS, ACESITA, PORTOBRÁS e RFFSA experimentaram aguda contração real do dispêndio, sendo que apenas o último grupo tinha



TABELA III.44

CAPACIDADE DE AUTO-SUFICIENCIA FINANCEIRA *
1980 A 1985

	1980	1981	1982	1983	1984	1985
GR Telebras	32,8	36,5	25,0	25,8	24,8	19,0
GR Siderbras	20,4	48,8	64,8	96,6	90,7	81,1
GR Eletrobras	30,9	69,0	105,9	141,7	159,9	156,4
GR CVRD	12,2	9,4	21,6	27,1	19,1	22,2
GR Nuclebras	200,0	278,3	373,6	766,4	1795,0	1548,4
GR Petrobras	2,0	2,2	3,7	5,5	4,5	5,5
GR Portobras	26,3	25,0	25,5	33,2	31,6	32,1
GR RFFSA	61,8	61,2	58,3	105,1	146,5	158,2
Itaipu						1053,2
GR Acesita	76,5	57,8	76,7	59,3	57,5	27,1
TOTAL SEST	16,2	17,9	22,6	26,8	29,7	33,7

FONTE: SEST. Relatorio Anual. Varios numeros.

* Amortizacoes + Encargos Financeiros sobre Recursos Proprios.



TABELA III.45

EVOLUCAO DO DISPENDIO GLOBAL DAS EMPRESAS ESTATAIS
1980 A 1985

	1980		1981		1982		1983		1984		1985	
	Valor	Ind.										
GR Telebras	10.437	100,0	16.978	92,1	17.415	94,5	14.596	79,2	13.323	72,3	15.597	84,4
GR Siderbras	31.095	100,0	32.701	105,2	31.371	100,9	29.301	94,2	34.013	109,4	38.648	124,3
GR Eletrobras	32.029	100,0	32.397	98,7	31.119	94,8	26.217	79,9	33.117	100,0	35.222	107,3
GR CVRD	15.101	100,0	13.187	87,3	13.296	88,0	12.607	83,5	12.887	85,3	16.269	107,7
GR Nuclebras	1.766	100,0	3.416	193,4	4.218	238,8	3.798	215,1	4.334	245,4	4.257	241,1
GR Petrobras	89.666	100,0	99.820	111,3	99.049	110,5	100.133	120,6	101.279	112,9	98.274	109,6
GR Portobras	3.969	100,0	3.717	93,4	4.409	111,1	3.388	85,4	2.892	72,9	2.980	75,1
GR RFFSA	11.83	100,0	11.536	97,5	9.934	84,0	9.324	78,8	10.033	84,8	11.599	98,0
Itaipu	6.236	100,0	7.772	124,6	7.188	115,3	5.661	90,8	5.966	95,7	8.427	135,1
GR Acesita	5.037	100,0	3.681	73,1	4.502	89,4	3.397	67,4	3.623	71,9	3.185	63,2
TOTAL SEST	317.288	100,0	304.935	96,1	298.264	94,0	289.595	91,3	290.200	91,5	297.647	93,8

FONTE: SEST. Relatório anual. Vários Números.

problemas financeiros muito graves. Cabe notar que a expansão do dispêndio dos grupos SIDERBRÁS e ELETROBRÁS teve grande relação com o crescimento do serviço da dívida.

A análise dos dados do investimento mostra uma profunda retração a partir de 1983, ano que o FMI passou a monitorar a economia brasileira, exigindo a contenção dos gastos públicos, e momento onde o padrão de financiamento, baseado no crédito externo, foi definitivamente rompido. A Tabela III.46 permite verificar que o investimento total realizado pelas empresas estatais, em 1985, foi 33% menor que o de 1980. Sua participação nos dispêndios globais, que fora de 22 a 24%, até 1983, caiu a 15,9%, em 1985. Apenas entre 1982 e 1983 a queda foi de 28%. A Tabela III.47 mostra a relação entre os encargos financeiros e os investimentos. A elevação foi enorme e contínua. Em 1980, os encargos representaram 19,9% dos investimentos, já em 1985 esta relação subiu a 78,0%, fruto tanto da elevação dos encargos quanto da queda dos investimentos.

É importante registrar o comportamento fortemente diferenciado do investimento dentre os grupos estatais. O maior investidor isolado foi sempre o grupo PETROBRÁS, mas há que se notar que de 1980 a 1982 seus investimentos aumentaram cerca de 50%, dado o esforço realizado na prospecção e extração de petróleo, que resultou no grande aumento da produção nacional, durante o período de 1983 a 1985. No entanto, em 1983 voltou-se quase ao patamar de investimentos de 1980. Dada a razoável situação financeira desfrutada pelo grupo, devemos chegar à conclusão que foi a política de contenção do setor público que levou a esta retração do gasto em investimento. Fenômeno semelhante ocorreu ao grupo TELEBRÁS. Mesmo em boa situação financeira, e com forte demanda por aumento dos serviços de telefonia, os seus investimentos de 1983 a 1985 não chegaram aos níveis de 1980. Por outro lado, o grupo NUCLEBRÁS, com seríssimos problemas financeiros e operacionais expandiu enormemente seus investimentos. Mesmo em 1983, eles foram 181% maiores que em 1980. A CURD é outro caso de forte aumento dos investimentos, mas o grupo dispunha recursos financeiros externos, garantidos por parceiros japoneses, em projetos específicos.

Cabe registrar, também, o comportamento do investimento de outros dois grandes grupos estatais: ELETROBRÁS e SIDERBRÁS. Ambos enfrentaram sérios problemas com os encargos do endividamento, mas o grupo SIDERBRÁS teve uma queda de investimento sem par. Em 1985, seus gastos com aumento de capacidade produtiva foram 15,9% do efetivado em 1980. A participação dos



TABELA III. 46
EVOLUÇÃO DO INVESTIMENTO DAS EMPRESAS ESTATAIS
1980 A 1985

Cr\$ Bilhões Médios de 1985

	1980		1981		1982		1983		1984		1985							
	Valor	Índice Part.(%)	Valor	Índice Part.(%)	Valor	Índice Part.(%)	Valor	Índice Part.(%)	Valor	Índice Part.(%)	Valor	Índice Part.(%)						
GR Telebras	5.568	100,0	38,2	6.267	112,7	36,9	7.116	128,0	48,8	5.459	98,2	44,9	5.844	98,7	37,4	5.497	98,9	35,2
GR Siderbras	12.342	100,0	39,7	16.264	83,2	13,7	7.45	60,4	9,2	4.073	33,0	23,7	1.813	14,7	13,9	1.964	15,9	5,1
Gr. Eletrobras	11.470	100,0	34,9	11.833	96,2	34,0	18.270	89,6	33,4	7.392	64,4	33,0	9.977	87,0	28,2	9.65	84,1	27,4
Gr CPRO	2.700	100,0	18,4	4.911	176,7	37,2	5.741	286,5	39,6	3,41	122,7	43,2	4.022	145,0	27,1	5.433	195,4	33,4
GR Nuclebras	829	100,0	46,9	2.155	260,0	63,1	2.048	330,7	66,6	2.331	281,2	66,4	2.845	246,7	61,3	1.645	198,4	38,6
GR Petrobras	13.422	100,0	15,0	16.443	122,5	14,5	19.873	148,1	19,8	14.561	108,5	28,0	12.453	89,8	13,5	12.71	94,7	32,9
GR Portobras	1.274	100,0	32,1	787	61,7	21,2	1.146	89,8	25,9	722	56,6	26,0	629	49,3	21,2	585	45,8	19,6
GR RFFSA	4.492	100,0	38,0	4.569	101,7	39,6	3.447	67,8	38,5	2.389	53,2	34,7	1.928	42,9	25,6	1.694	37,7	14,6
Itaipu	6.236	100,0	100,0	5,95	95,4	76,1	3.922	62,9	73,1	3.477	55,8	73,1	2.680	43,0	61,4	2.782	44,6	33,0
GR Azsila	251	100,0	5,0	114	45,4	3,1	9	35,9	2,0	166	66,1	2,0	163	64,9	4,9	189	75,3	6,0
TOTAL SEST	70.422	100,0	22,2	73.528	104,4	24,1	71.715	101,8	23,2	51.813	72,7	24,0	46.432	65,9	17,9	47.195	67,0	15,9

FONTE: SEST. Relatório Anual. Vários Números.

(%) Participação dos investimentos no dispendio global de cada grupo

investimentos no dispêndio global caiu de 39,7%, em 1980, a 5,1% em 1985. A queda do investimento do grupo ELETROBRÁS foi muito menor, embora também tenha sido significativa. Em 1983, os investimentos representaram 64,4% do efetivado em 1980. Já em 1985, foram 84,1% do registrado no primeiro ano da série.

A análise dos grupos pode ser enriquecida com a verificação da Tabela III.47 que indica a relação entre encargos financeiros e investimento. Exceto pelo grupo TELEBRÁS, que conseguiu reduzir ano a ano esta relação todos os outros grupos apresentaram expansão dos encargos financeiros relativamente ao investimento. O caso mais dramático foi, sem dúvida, da SIDERBRÁS onde a relação encargos financeiros-investimentos subiu de 13,4%, em 1980, para 524,3%, em 1985. A ELETROBRÁS multiplicou a relação por 3 enquanto a RFFSA fez o mesmo, por 10. Os grupos ACESITA e CURD, após anos de forte elevação, fizeram a relação cair, em 1985, abaixo do nível de 1980.

Frente a toda problemática financeira que envolve as empresas estatais, as suas operações de crédito merecem uma análise mais detida. A Tabela III.48 mostra-as para os grupos selecionados e para o total das empresas estatais. É forçoso notar que os dados apresentam drásticas flutuações ano a ano. Nos anos de 1983 e 1985 a contratação de créditos de médio e longo prazos foi cerca de 60% da média dos anos restantes. Isto, entretanto, não pode ser entendido como queda nas necessidades de crédito das empresas estatais. Como pode ser notado através da Tabela III.49 as variações das operações de crédito de curto prazo foram muito acentuadas justamente em 1983 e 1985. Note-se que a soma dos dados das Tabelas III.48 e III.49 compõem valores extremamente estáveis no tocante às captações de crédito em geral, para todo o período. Há que se ressaltar que grande parte destas operações de curto prazo constituíram-se do uso dos Avisos GB-588 e MF-30 para pagamento de dívida externa num quadro de escassez de recursos externos e internos (51). Desta forma, estes dados espelham a liquidação de dívidas externas e a contratação de dívidas novas, na forma dos avisos citados, junto às Autoridades Monetárias. Esta necessidade constante de recursos creditícios, mesmo com a substantiva queda do volume de investimentos e dos dispêndios globais, pode dar uma medida do constrangimento financeiro que assolou as empresas estatais.

(51) As empresas estatais também foram auxiliadas por algumas operações de saneamento com anulação de dívidas para com as Autoridades Monetárias, como visto no Capítulo II, e com transferências de recursos fiscais. Ver: Idem, Ibidem.



TABELA III.47

ENCARGOS FINANCEIROS/INVESTIMENTO
1980 A 1985

(%)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985
GR Telebras	36,5	30,5	24,7	26,7	26,1	19,1
GR Siderbras	13,4	51,1	96,4	158,8	502,3	524,3
GR Eletrobras	34,2	44,7	61,9	95,1	91,8	96,4
GR CVRD	30,2	11,0	28,2	63,1	37,8	28,9
GR Nuclebras	52,6	24,9	25,3	43,1	65,3	94,7
GR Petrobras	7,0	7,1	11,7	27,4	18,1	20,0
GR Portobras	12,8	29,0	24,2	41,1	41,7	42,7
GR RFFSA	15,0	19,7	35,9	53,6	104,7	146,0
Itaipu		25,7	43,1	52,3	87,7	133,8
GR Acesita	225,9	494,7	1151,1	414,4	384,0	201,0
TOTAL SEST	19,9	27,6	40,7	55,8	72,5	78,0

FONTE: SEST. Relatório Anual. Varios Numeros.



TABELA III.4B

EVOLUCAO DAS OPERACOES DE CREDITO DAS EMPRESAS ESTATAIS
1980 A 1985

Cr\$ Bilhoes Medios de 1985

	1980	1981	1982	1983	1984	1985
GR Telebras	2.399	1.532	1.548	668	244	111
GR Siderbras	9.660	12.419	10.778	6.844	11.700	7.110
GR Eletrobras	9.191	8.518	11.137	2.358	17.756	6.441
GR CVRD	1.079	2.560	4.651	2.809	1.870	2.708
GR Nuclebras	970	1.589	2.795	2.894	3.669	1.596
GR Petrobras	2.671	3.349	5.151	2.886	1.154	374
GR Portobras	469	311	378	313	106	215
GR RFFSA	2966	2.386	1.970	2.237	1.378	1.702
Itaipu	6.149	7.378	7.288	4.109	5.618	4.024
GR Acesita	2.191	649	697	33	8	111
TOTAL	49.194	46.338	51.151	30.751	50.191	31.722

FONTE: SEST. Relatório Anual. Varios Numeros.



TABELA III.49

VARIACAO DAS OPERACOES DE CREDITO DE CURTO PRAZO
1981 A 1985

Cr\$ Bilhoes Medios de 1985

	1981	1982	1983	1984	1985
GR Telebras	-171	-64	-67	-112	323
GR Siderbras	2.367	1.510	4.512	3.030	8.145
GR Eletrobras	-	61	5.214	-1.131	10.922
GR CVRD	-228	-274	-136	-257	120
GR Nuclebras	-3	-112	-	3	2.329
GR Petrobras	1.635	3.093	10.888	-1.927	-191
GR Portobras	-88	-66	102	-5	-25
GR RFFSA	-	-	-	-	-
Itaipu	-	-	2.135	1.230	4.206
GR Acesita	831	855	1.614	-20	7
TOTAL	5.218	5.21	21.053	846	209

FONTE: SEST. Relatório Anual. Varios Numeros.

A conclusão que se impõe, a partir deste conjunto de dados sobre as empresas estatais, é de que o peso do pagamento de amortizações, juros e outros encargos financeiros elevou-se a níveis inéditos, tanto tomando-se como referência os dispêndios globais, quanto relativamente aos recursos próprios. Este encilhamento financeiro, que teve origem no processo de estatização da dívida externa, nos anos setenta, causou forte deterioração à capacidade das empresas de financiar seus investimentos e, em alguns casos, até mesmo de pagar o serviço do endividamento com recursos próprios. De outro lado, mesmo com a redução do dispêndio e do investimento, diretrizes da política econômica de ajustamento, a contratação de novos créditos não se reduziu, a não ser nos momentos em que o próprio Tesouro acabou assumindo o ônus do endividamento através da transferência de recursos fiscais. É importante notar, contudo, que dentre os grupos analisados há uma marcada heterogeneidade. Certamente, os grupos com problemas mais complexos são: ELETROBRÁS, SIDERBRÁS, RFFSA, NUCLEBRÁS e Itaipu.

A escalada do endividamento não prejudicou apenas as finanças das empresas estatais. A gravidade da situação financeira e a política fiscal contracionista trouxeram um forte atraso nos investimentos em infra-estrutura básica. A telefonia, a siderurgia e a hidro-eletricidade, hoje com sérios problemas de oferta, foram os setores mais atingidos e representam graves gargalos ao crescimento da economia.

3.3.3. Passivo Externo, Política Monetária e Dívida Pública

A questão do financiamento do setor público é, sem dúvida, um dos pontos neurálgicos da economia brasileira, nos anos oitenta. Sob a denominação genérica de déficit público diversas correntes de analistas econômicos discutiram seus efeitos sobre o endividamento interno do setor público, especialmente através da dívida mobiliária do Governo Federal. A nosso ver, a tentativa de compreensão do endividamento interno do setor público é inviável sem um correto entendimento do impacto causado pelo passivo externo do Banco Central, no que toca à movimentação dos depósitos

e aos encargos inerentes aos estoques acumulados, e pela cobertura da inadimplência externa de um sem número de entidades públicas.

A importância das contas do setor externo para a execução da política monetária pelo Banco Central é, há tempos, bastante significativa. No período de 1974 a 1980, o fluxo de financiamento externo líquido para as Autoridades Monetárias foi de US\$ 12,0 bilhões. Como a variação do saldo da base monetária e da dívida mobiliária em poder do público foi de US\$ 6,9 bilhões fica evidente que o financiamento externo teve grande relevância para a viabilização das operações de crédito e fomento realizadas pelo Banco Central (52). Em verdade, a massa de recursos retirados da economia através das contas externas do Banco Central acabava reentrando através de suas outras operações ativas, como crédito agrícola e às exportações. Na inexistência do fluxo de financiamento externo, as autoridades econômicas seriam obrigadas a decidir entre a redução das operações de crédito e fomento ou a viabilização de outro padrão de financiamento. Certamente, o endividamento interno, especialmente mobiliário, teria sido o escolhido no segundo caso, dada a rigidez a reformas mais profundas nos sistemas financeiro e fiscal.

Os limites deste processo já começaram a se colocar na virada da década. Em 1980, o pagamento líquido de juros ao exterior, pelas Autoridades Monetárias, passou a ser positivo, ou seja, o rendimento auferido com a aplicação das reservas internacionais foi menor que os juros devidos pelo Banco Central em decorrência de seu passivo externo (53). No entanto, o aumento do influxo de DRME e as captações diretas efetuadas pelo Banco Central em nome do Tesouro Nacional - Bonus e "Syndicated Loan" de final de 1979 - passaram a garantir recursos para o pagamento dos encargos dos depósitos em moeda estrangeira. Tomando o período de dezembro de 1974 a dezembro de 1983, o influxo de recursos externos para as Autoridades Monetárias foi de US\$ 31,1 bilhões, enquanto o pagamento líquido de juros atingiu US\$ 11,8 bilhões. Como houve, no mesmo período, queda de reservas de US\$ 0,7 bilhões, o impacto das operações do setor externo foi contracionista

(52) BONTEMPO, H.C. Transferências Externas e Financiamento do Governo Central. Rio de Janeiro, CEMEI-FGV, 1987, p. 9 e 10.

(53) Idem, ibidem, p. 11.

em US\$ 20 bilhões (54). É necessário destacar que este processo teve sua funcionalidade para a política econômica. Nos anos setenta, ele permitiu a manutenção das operações ativas das Autoridades Monetárias sem recurso adicional ao endividamento via títulos públicos. Na fase recessiva, a execução da política monetária contracionista também foi muito facilitada pelo mesmo movimento (55).

No ano de 1983, os problemas que o passivo externo do Banco Central colocariam para a política monetária já se anunciavam mas foram contrabalançados por fatos conjunturais. A abertura da inadimplência externa das entidades públicas através dos Avisos GB-588 e MF-30 foi compensada por pesadas transferências do Tesouro ao Orçamento Monetário. Ao lado disto, a perda de reservas internacionais acabou colaborando para que houvesse uma redução na liquidez, o que visibilizou um resgate de títulos públicos, mesmo em meio a uma dura contenção monetária.

Somente em 1984, tornou-se evidente a pressão das contas externas do Banco Central sobre a execução da política monetária e o endividamento interno. Como visto no Capítulo II, o principal fator de expansão da base monetária foi constituído pelas "operações do setor externo". Esta denominação, tradicionalmente ligada à variação das reservas internacionais, passou a encobrir a intensa pressão expansionista de outras contas relativas ao setor externo. Por elas passavam os encargos com pagamentos de juros do passivo externo do Banco Central, os Avisos GB-588 e MF-30, a movimentação dos DRME, as operações de "relending" e os depósitos de juros e amortizações da dívida renegociada com os bancos privados e com o Clube de Paris.

No ano de 1984, as operações com o setor externo foram responsáveis por 57,6% dentre todos os fatores de expansão da base monetária e superaram, em 51,1%, a colocação líquida de títulos federais. A recuperação das reservas internacionais foi apontada como elemento determinante deste comportamento. Entretanto, isto é apenas parte do que verdadeiramente ocorreu. Na realidade, o impacto das operações com o setor externo, no ano, foi de US\$ 13.123 milhões, enquanto a variação das reservas

(54) *Idem, ibidem*, p. 11 a 13.

(55) LUNDBERG, E.L. e CASTRO, A.L.P. Desequilíbrio Financeiro do Setor Público e seu Impacto sobre o Orçamento Monetário, Brasília, 1985, mimeo, p. 7 a 10.

internacionais atingiu apenas US\$ 7.432 milhões. Os restantes US\$ 5.691 milhões foram resultado líquido de outras operações externas. Em grande medida esta diferença foi de responsabilidade dos juros externos líquidos - de rendas de aplicações de reservas - pagos pelas Autoridades Monetárias, que chegaram a US\$ 4.253 milhões. Desta soma, US\$ 2.681 milhões eram realmente devidos pelo Banco Central, relativos a seu passivo externo líquido. Além disto, cerca de US\$ 1.240 milhões foram pagos pelas Autoridades Monetárias nos termos dos Avisos 6B-588 e MF-30, devido à inadimplência externa das entidades públicas (56).

No ano de 1985, a pressão das operações externas sobre as contas das Autoridades Monetárias apresentou-se de forma inequívoca. Como pode ser comprovado através da tabela III.50, o déficit de caixa das Autoridades Monetárias, no primeiro semestre, foi de CZ\$ 21,44 trilhões. As operações do setor externo tiveram impacto expansionista de Cr\$ 29,25 trilhões. Neste período, dado o impasse das negociações externas, o superávit comercial vinha cobrindo quase integralmente os juros devidos ao exterior, tendo ocorrido até uma pequena queda das reservas, relativamente a dezembro de 1984. Portanto, o impacto expansionista proveniente do setor externo não poderia mais ser explicado pela variação das reservas internacionais. A Tabela III.50 permite comprovar que 67,2% do impacto expansionista foi causado pelo Banco do Brasil ao honrar os avais do Tesouro aos empréstimos de entidades públicas ou ao conceder empréstimos-ponte, nos termos do Aviso 6B-588 e do Aviso MF-09, substituto do MF-30. De outro lado, 25,7% foram de responsabilidade de encargos externos do Banco Central com DRME e Depósitos de Projetos. Note-se, também, que as "contas cambiais (saldo líquido) embutem a flutuação de reservas internacionais, o recolhimento ao Banco Central do serviço da dívida de tomadores de créditos externos e as operações de "relending". O comportamento um tanto errático desta conta deriva desta multiplicidade de sub-contas. Cabe destaque, também, ao fato de que os saques de DRME despontavam em julho como elemento altamente expansionista, o que guardava relação com o elevado patamar alcançado pelo juro interno.

(56) BONTEMPO, H.C. Op. cit., p. 19 e 20.



TABELA III.50
BASE MONETARIA - CAUSAS DE EXPANSÃO E CONTRAÇÃO
1985

Fluxos em Cr\$ Bilhões

Discriminação	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	10.Sem.	Jul	Jan-Jul
OPERACOES DO SETOR EXTERNO	3.420	197	201	3.663	6.327	15.836	29.250	6.766	35.956
- Contas Cambiais (Saldo Líquido)	-3.514	-1.303	274	1.528	3.765	2.759	443	-1.908	-1.365
- Dep. Reg. em Moeda Estrangeira	4.719	-1.470	-2.936	1.840	-364	-1.268	521	4.475	4.996
- Avisos CB-SBB, NF-30 e NF-09	236	1.617	1.556	1.807	1.450	12.979	19.645	953	28.596
- Encargos (Projetos e DRME)	1.423	777	1.180	1.460	1.418	1.256	7.514	2.461	9.975
- Outros	556	382	127	84	58	120	1.127	625	1.752
OPERACOES DO TESOURO NACIONAL	-937	-1.507	2.503	1.166	-2.195	953	-17	474	457
- Resultado de Caixa	-2.108	-2.357	762	-2.563	-4.895	-1.222	-12.463	-1.495	-13.958
- Operacoes Especiais	1.251	850	1.741	3.729	2.700	2.175	12.445	1.369	14.415
Preços Mínimos - AGF	177	49	948	2.975	2.271	1.306	7.726	637	8.363
Comercializacao do Trigo	232	176	176	155	-17	195	917	917	1.208
Proalcool	508	414	372	375	193	262	2.124	235	2.359
Estoque Reguladores	26	-15	-13	-16	-8	102	76	55	131
IAPAS	308	226	258	240	261	310	1.603	671	2.274
OPERACOES DO BANCO DO BRASIL	-3160	-282	745	767	-781	-570	-3.281	-	-
- Empréstimos	-87	145	455	2.339	1.631	8.527	13.010	1.763	14.773
Preços Mínimos - PSF	-115	-83	49	930	1.125	2.110	4.016	628	4.644
Custeio Agrícola	-106	224	149	90	-104	2.119	2.3	407	1.893
FINEX	165	7	188	504	344	770	1.878	611	2.509
Outros	-31	-3	149	807	346	3.529	4.796	931	5.727
- Títulos e Valores Mobiliários	29	222	-236	61	467	2.944	3.487	-	-
- Depósitos a Prazo	-143	-226	-352	-392	-642	-829	-2.574	-998	-3.522
- Outros Depósitos	246	-407	57	-138	-99	-481	822	492	-330
- Recursos Próprios	-3.852	-75	778	-1.075	-2.174	-10.568	-16.616	-	-
- Outros	-153	59	43	-28	36	-163	206	-	-
OPERACOES DO BANCO CENTRAL	-943	3.524	1.777	858	2.936	-10.136	-1.981	-	-
- Refinanciamento Manuf. Exportáveis	-105	-81	-53	-150	-120	-58	567	73	640
- Emp. de Liq. e Outras Áreas Bancárias	470	1.989	647	456	2.176	59	5.599	17	5.582
- Fundos e Programas (Liq.)	-1.096	-684	-678	-454	-211	-12.144	-15.267	-	-
- Recursos Próprios	-392	2.233	1.798	821	833	1.975	7.221	-	-
- Outros	100	147	-111	185	158	149	1.033	-	-
OUTRAS CONTAS (SALDO LÍQUIDO)	3.971	-1.003	-3.013	-1.550	-604	329	-2.528	-	-
DEFICIT DE CAIXA	2.351	535	2.213	4.904	5.683	5.754	21.440	10.203	31.643
COLOCACAO LIQ. DE TITULOS PUBLICOS	2.675	-2.255	2.558	4.291	4.784	3.326	15.277	1.551	22.852
BASE MONETARIA	-324	2.790	-345	611	979	2.428	6.141	2.650	8.781

FONTE: Banco Central do Brasil.

A análise da Dívida Líquida do Setor Público mostrou-nos que, a partir de 1984, a dívida interna passou a crescer aceleradamente, impulsionada pela dívida mobiliária federal. Sem dúvida, os encargos externos que pesaram sobre as Autoridades Monetárias tiveram importantíssimo papel neste processo de crescimento da dívida pública. Em 1983, a pressão contracionista advinda da queda das reservas, o influxo dos Depósitos de Projetos e as transferências do Tesouro para a cobertura dos Avíso 68-588 e MF-30, encobriram o problema. Mas, em 1984 e 1985, ele se mostrou em toda sua plenitude. A escassez de recursos externos colocou em xeque o padrão de financiamento que havia se desenhado na década anterior. Oencilhamento financeiro experimentado pelas várias esferas do setor público acabou fazendo seu peso recair especialmente sobre as Autoridades Monetárias. Mesmo à custa de draconianos cortes de gastos fiscais, o Tesouro Nacional pouco colaborou para a gestão do estoque de dívidas públicas. As transferências do Tesouro excederam por pequena margem os pagamentos das Autoridades Monetárias por conta do Governo Federal. Estes excedentes serviram para cobrir apenas 16,2% e 17,3%, em 1984 e 1985, respectivamente, da pressão expansionista do setor externo. Portanto, as Autoridades Monetárias acabaram tendo grande envolvimento no gerenciamento do estoque de dívidas.

E neste âmbito que a relação entre a dívida externa e a dívida interna tem que ser colocada. Se estivéssemos numa situação onde, por hipótese, o mesmo superávit comercial estivesse servindo para pagar os mesmos juros ao exterior, mas toda a dívida externa estivesse em mãos de empresas, públicas ou privadas, que dispusessem de recursos próprios ou meios de refinanciá-la, não existiria pressão sobre as contas do Banco Central. Os dólares trocados por cruzeiros junto ao Banco Central, pelos exportadores, seriam comprados pelos importadores, e pelos agentes com obrigações externas a pagar, com cruzeiros, enxugando os recursos que a contra-partida das exportações propiciara. Mas não é este o quadro real. Na falta de recursos próprios as Autoridades Monetárias, para saldar seus encargos externos e os do setor público inadimplente, trocam títulos pelos cruzeiros adicionais colocados na economia em razão do diferencial entre exportações e importações. O movimento de contração da base monetária que deveria ser feito pelos tomadores finais dos recursos externos, no pagamento de seu serviço acaba sendo realizado pelas Autoridades Monetárias, através de títulos. Ou seja, boa parte do estoque de dívidas

acumulado na década de setenta passa a ser refinanciado no mercado monetário (57).

O endividamento interno do setor público através de títulos da dívida mobiliária assumiu, pois, uma dinâmica extremamente perversa. As pressões colocadas para as Autoridades Monetárias a partir da necessidade de gerir o grande estoque de dívida externa acumulada no setor público colocam sérios entraves à execução da política monetária. Igualmente, a administração da dívida pública torna-se especialmente difícil, frente a um "mercado" absolutamente consciente das dificuldades enfrentadas pelas autoridades econômicas.

3.4. Conclusões

Os anos oitenta foram palco do rompimento definitivo do padrão de financiamento público baseado no endividamento externo. A crise cambial acabou por lançar sobre as Autoridades Monetárias e o Tesouro Nacional o ônus de sustentar a posição financeira de ampla gama de entidades públicas, além de assumir grande parte dos créditos de origem externa originalmente captados pelo setor privado. O mercado monetário acabou sendo o canal de refinanciamento dos encargos de dívida pública, ou assumida pelo setor público. O crescimento da dívida mobiliária, daí decorrente, foi a nova forma de financiamento encontrada.

(57) ARIDA, P. "O Déficit Público: Um Modelo Simples". Revista de Economia Política, vol. 5, nº 4. São Paulo, Brasiliense, 1985,

Embora a estatização do endividamento externo tenha se iniciado em meados da década passada, a renegociação da dívida externa teve uma série de características que acentuaram este processo. A permanente tensão cambial levou os agentes privados a fugirem ao risco do crédito externo através dos Depósitos Registrados em Moeda Estrangeira (DRME) e das ORTN cambiais. A estes canais, vigentes desde a década anterior, somou-se a problemática colocada pela forma assumida pela renegociação. Como os contratos individuais de empréstimo continuaram em vigor, ao nível dos tomadores internos não estava garantido nem o refinanciamento de juros, nem a rolagem de amortizações. A sistemática do "relending" abriu a possibilidade aos bancos credores de manter em depósito, junto ao Banco Central, os créditos negociados nos acordos globais. Como, efetivamente, boa parte dos recursos renegociados ficou em depósito, sem ser reemprestado a tomadores finais, uma nova restrição ao volume de crédito externo ofertado somou-se à natural redução devida à recusa dos banqueiros internacionais em refinar parte dos juros devidos pelo Brasil.

As entidades públicas não sofreram, entretanto, apenas a restrição de oferta de crédito externo. A política de ajustamento do FMI promoveu violenta contenção do crédito interno ao setor público, especialmente através da Resolução nº 831. De outro lado, os recursos próprios de empresas estatais e da administração direta sofreram forte compressão pela defasagem tarifária e pelo próprio processo recessivo. Este encilhamento financeiro das entidades públicas acabou rebatendo nas Autoridades Monetárias e no Tesouro Nacional, através dos avais concedidos nos contratos de endividamento e dos empréstimos-ponte, coberturas de dívida durante negociações com os credores externos. Os Avisos GB-588, MF-30 e MF-09 foram os instrumentos pelos quais o Banco do Brasil, em nome do Tesouro, cobriu a inadimplência externa de diversas entidades públicas.

Fruto da própria sistemática do "relending" e do risco cambial, a estatização das captações de crédito externo atingiu níveis inéditos. Na parcela de créditos efetivamente reemprestados a tomadores finais, a participação de entidades públicas foi ainda maior que em períodos anteriores. Os tomadores privados foram ainda mais avessos aos créditos em moeda estrangeira. Ao lado disto, o Banco Central acabou por ficar de posse de grande parte dos recursos para "relending", como demonstra o enorme crescimento dos Depósitos de Projetos. A estatização do endividamento externo foi, sem dúvida, fator decisivo no enorme crescimento da Dívida Líquida do Setor Público, especialmente no tocante ao Banco Central. Há que

se registrar que os Depósitos de Projetos e os DRME produziram uma imensa elevação do passivo externo do Banco Central. Quanto às empresas estatais é importante destacar a redução do ritmo de crescimento do endividamento externo, após 1983, e a expansão do endividamento interno, junto ao Banco do Brasil, através dos Avisos GB-588, MF-30 e MF-09. Para o setor público global, cabe ressaltar a aceleração do crescimento da dívida mobiliária a partir de 1984.

O impacto do passivo externo no déficit público alcançou índices elevadíssimos a partir de 1984. Seja qual for o conceito utilizado em sua mensuração, o peso dos encargos financeiros, como os juros de Depósitos de Projetos e DRME e a cobertura da inadimplência das entidades públicas através dos Avisos GB-588, MF-30 e MF-09, no déficit público é muito significativo. Desta forma, boa parte do desequilíbrio do setor público tem origem na administração interna dos recursos externos, na forma que assumiu a sistemática do "relending" e, principalmente, no próprio rompimento do padrão de financiamento externo, embora não se esgote nestes elementos. A mesma problemática financeira causou grandes constrangimentos às empresas estatais. O investimento do Setor Produtivo Estatal acabou por sofrer forte queda real, a partir de 1983, em razão da situação financeira das estatais e das políticas restritivas impostas pelo FMI.

Por fim, cabe frisar que o rompimento do seu padrão de financiamento acabou resultando numa situação de grave debilitamento do setor público. Na impossibilidade de constituição de um novo padrão, as operações de crédito de médio e longo prazos foram substituídas pela busca de recursos no mercado monetário. A expansão da dívida mobiliária federal acabou sendo usada para viabilizar o refinanciamento do enorme estoque de dívidas públicas, dado que as pesadas transferências do Tesouro ao Orçamento Monetário e às estatais não cobriram mais que uma pequena parte do desequilíbrio financeiro do setor público. Note-se que grande parte de uma dívida inicialmente contratada a longo prazo, passou a girar no curtíssimo prazo, potencializando a vulnerabilidade inerente a um estoque de dívida tão elevado.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Déficit público e dívida externa têm sido, nos anos oitenta, dois dos grandes temas do debate econômico. Nosso intento, neste trabalho, foi demonstrar que ambos estão indissoluvelmente ligados. O processo de estatização da dívida externa, iniciado ainda nos anos setenta é o elo que faz o atual desequilíbrio financeiro do setor público espelhar justamente o rompimento do padrão de financiamento da economia, e do próprio setor público, baseado no crédito externo. Mais que isto, a forma assumida pela renegociação da dívida externa, com crescente intervenção governamental, e o caráter do ajustamento promovido pela política econômica lançaram grande parte do ônus do ajuste às novas condições externas sobre o setor público.

A história da administração da dívida externa brasileira mostrou um crescente envolvimento estatal até o auge alcançado após a crise cambial de 1982. Desde meados da década de setenta, a desaceleração das captações privadas de crédito externo foi compensada pelo crescente endividamento do setor público descentralizado, especialmente empresas estatais. A medida em que os tomadores privados potenciais tornavam-se mais avessos ao risco cambial, a política econômica foi oferecendo maneiras de se fazer "hedge", como os Depósitos Registrados em Moeda Estrangeira ou as ORTN com cláusula de correção cambial. Por outro lado, as autoridades econômicas autorizaram as entidades públicas a recorrerem ao endividamento externo intermediado, através da Resolução nº 63. Além de o Tesouro ter captado diretamente um empréstimo-jumbo ao final de 1979, a interferência das autoridades econômicas nos contratos de endividamento fez-se cada vez mais presente.

Com a abertura da crise do endividamento, após a moratória mexicana, a intervenção das autoridades econômicas seria levada ao limite. Todo o endividamento de agentes instalados em território brasileiro, ou de bancos brasileiros operando no exterior, passou a ser considerado, pelos bancos credores, como dívida do País. O governo brasileiro assumiu, formalmente, a responsabilidade por toda a dívida, o que já vinha fazendo de fato, e passou a negociar os recursos necessários para viabilizar a posição externa brasileira, nos marcos colocados pelos banqueiros internacionais. Estes não mais desejavam refinarçar integralmente os juros devidos, mas para viabilizar o ajustamento gradual, dispunham-se a emprestar cerca de metade dos juros externos a pagar em 1983. É importante notar que as autoridades econômicas brasileiras negociaram a dívida externa sob a hipótese, que logo se mostraria falsa, de que a crise no mercado de crédito seria rapidamente equacionada, e que o País voltaria ao mercado voluntário.

Por outro lado, foram feitos todos os esforços para apresentar o Brasil como um País confiável ao mercado financeiro, diferentemente de México, Argentina e outros grandes devedores.

A forma que assumiram os projetos da renegociação e a sistemática do "relending" comprovam que as autoridades econômicas entendiam ser a crise do mercado financeiro internacional rápida e pretendiam demonstrar o mínimo de anormalidade. No que toca à renegociação, optou-se pela constituição dos projetos, com o intuito de imitar o funcionamento do mercado, ao invés de partir-se para um reescalonamento amplo da dívida, o que só entrou em pauta, ao final de 1984, quando da discussão do plano plurianual. Quanto ao reempréstimo dos recursos renegociados aos tomadores internos ("relending"), verificou-se completa incongruência entre os planos micro e macroeconômico. Os contratos individuais de endividamento permaneceram intocados, como que à espera da breve retomada dos empréstimos voluntários, aos moldes do que era realizado antes da crise cambial. Os créditos externos ficavam em depósito no Banco Central até o momento em que os bancos credores autorizassem o repasse aos tomadores finais. Dado que grande parte dos créditos não foi objeto de repasse, o Banco Central tornou-se tomador final de elevado montante de recursos externos. Estes créditos, que ficaram conhecidos como Depósitos de Projetos, somaram-se aos Depósitos Registrados em Moeda Estrangeira e a outros recursos de agências governamentais e multilaterais, resultando num enorme incremento do passivo cambial do Banco Central. As Autoridades Monetárias acabaram, depois de formalmente responsáveis por toda a dívida, transformando-se em tomadoras finais de grande volume de recursos.

A crise do padrão de financiamento externo da economia brasileira levou o País a ter que operar um profundo ajustamento às novas condições internacionais. O elemento básico foi a redução do consumo interno para que fosse possível obter um superávit comercial compatível com o volume de juros devidos pelo Brasil que os bancos credores não se dispunham a refinanciar. Desde o final do experimento heterodoxo de Delfim Netto até 1985, a política econômica, monitorada ou não pelo Fundo, foi caracterizada pelos mesmos elementos: restrição monetária e creditícia, taxa de juros elevada, contenção de gastos e investimentos públicos e compressão salarial. A maior intensidade da política econômica contracionista foi, sem dúvida, vivida no período de meados de 1983 a meados de 1984, onde as autoridades econômicas tiveram por objetivo primordial a satisfação das metas acertadas com o FMI.

Não cabem dúvidas quanto ao sucesso da política econômica em seu intento básico: a obtenção de elevados saldos comerciais. No entanto, as principais medidas econômicas no sentido do ajustamento externo foram especialmente onerosas aos agentes endividados, em especial ao setor público. As duas máxidesvalorizações repercutiram pesadamente sobre as finanças das entidades públicas que haviam acumulado grande estoque de dívida externa no período anterior e não conseguiram fugir à correção cambial de seu passivo. Ao contrário, as empresas privadas, utilizando-se das facilidades oferecidas pela política econômica, lograram repassar grande parte dos prejuízos inerentes às descontinuidades cambiais às Autoridades Monetárias. No tocante aos preços, algo semelhante ocorreu. Enquanto os preços públicos sofreram reajustes sistematicamente inferiores aos índices de inflação, agindo como elemento da política anti-inflacionária, os preços privados, gozaram de grande liberdade. Isto e a busca de mercados externos, possibilitou às empresas privadas enorme redução do grau de endividamento e dos altos custos financeiros inerentes ao crédito interno. Além disto, não se pode esquecer que a sub-correção dos preços públicos constituiu-se em elemento importante da competitividade externa de uma série de produtos de exportação. Portanto, há que se pensar o ajustamento do setor privado dentro do processo de ajustamento externo da economia e com forte relação com o desequilíbrio ora vivido pelo setor público.

A forte crise enfrentada pelas entidades públicas acabou rebatendo sobre as Autoridades Monetárias e o Tesouro Nacional, problematizando a precária situação das finanças públicas. O padrão de financiamento do setor público já vinha dando mostras de esgotamento antes da crise cambial, mas como esta oferta de crédito para o País foi violentamente reduzida o que implicava em queda do volume de recursos disponíveis para empréstimos a tomadores finais. Não bastasse isto, a sistemática do "relending" acabou tornando indisponível boa parte dos recursos inerentes à renegociação. Outras fontes de recursos não puderam compensar o enorme desequilíbrio aberto com a crise do endividamento, mas até agravaram a situação. Os recursos próprios das entidades públicas mostraram tendência declinante devido à contenção tarifária e à recessão. De outro lado, o recurso ao endividamento interno foi obstaculizado pela dura restrição imposta pelo FMI ao crédito interno para o setor público. A crítica situação financeira vivida por muitas empresas estatais e pela maioria dos estados e municípios acabou se traduzindo numa enorme inadimplência externa, que as Autoridades Monetárias tiveram que bancar, em nome do Tesouro, através dos Avisos 6B-588, MF-30 e MF-09.

As Autoridades Monetárias acabaram, portanto, sofrendo grande parte do impacto do serviço do endividamento externo. Isto se deu através da transferência de dívida originalmente captada pelo setor privado, da administração da sistemática de "relending" e da cobertura da inadimplência externa de muitas entidades públicas. A acelerada expansão da dívida mobiliária, em 1984 e 1985, espelhou este processo de substituição da fonte externa de crédito por uma fonte interna. Sem dúvida, os ganhos do setor privado com o processo inflacionário e com as exportações foram elementos principais desta nova forma de financiamento do setor público. Ao lado desta mudança patrimonial, que tornou o setor privado credor do setor público, houve uma grande modificação da natureza do endividamento público, parcela crescente da dívida passou a ser financiada no chamado mercado monetário. Daí decorreu enorme vulnerabilização da posição financeira do setor público frente aos financiadores e carregadores da dívida mobiliária federal.

A gestão da dívida mobiliária, responsável pelo financiamento do setor público, acabou se confundindo com a execução da política monetária. Em verdade, esta última foi colocada a serviço do refinanciamento da dívida do setor público perdendo qualquer condição de realizar a regulação da moeda e da taxa de juros. A rolagem e colocação da dívida mobiliária tornou-se a função básica do "open market", mas a própria administração da dívida sofreu crescente problematização. Em diversos momentos, como ao final da gestão Dornelles/Lemgruber, os agentes privados passaram a temer pela riqueza que conservavam sob a forma de aplicações em títulos públicos, frente ao estado de encilhamento financeiro do setor público. Em outras oportunidades, a magnitude da pressão pública por recursos teve que ser refreada pela debilidade do sistema financeiro interno.

Ao nosso ver, a questão do déficit público só pode ser entendida à luz do processo de estatização da dívida externa e do próprio ajustamento da economia ao setor externo. Embora ele não se esgote nestes aspectos, enquanto o desequilíbrio do setor público for tratado como questão meramente fiscal não se caminhará na direção do seu reordenamento. Os seus elementos financeiros têm que ser enfrentados. Esta colocação torna-se ainda mais relevante quando, após uma breve tentativa de equacionamento da questão financeira, especialmente através do Fundo Nacional de Desenvolvimento e da remonetização da dívida mobiliária, o debate e as medidas voltam aos seus termos mais convencionais. Lembremos, também, que ao final de 1987 e início de 1988, os contornos gerais da conjuntura econômica são muito semelhantes aos verificados até 1985, aqui descritos. O ajustamento da economia na direção dos mega-superávits comerciais e o

desequilíbrio financeiro do setor público reaparecem no contexto de novas negociações externas, em tudo semelhantes aos idos de 1983 e 1984. Do mesmo modo, o setor público, premido pelo endividamento, é incapaz de formular padrões alternativos de financiamento.

BIBLIOGRAFIA

BIBLIOGRAFIA

- AFONSO, J.R. A Empresa Estatal Produtiva no Brasil. Brasília, 1985, mimeo.
- ALMEIDA, J.S.G. Consequências Financeiras do Monetarismo. Rio de Janeiro, IEI-UFRJ, 1984.
- ALMEIDA, J.S.G. "Contradições da Evolução do Crédito nos Anos 80". In: Boletim de Conjuntura Industrial, vol. 4, nº 4, Rio de Janeiro, IEI-UFRJ, setembro, 1984. p. 71 a 76.
- ALMEIDA, J.S.G. * TEIXEIRA, A. O Nó Cego, Rio de Janeiro, IEI-UFRJ, 1983.
- ANDERSON, T. "The year of the Rescheduling". In: EuroMoney, agosto, 1982, p. 15 a 22.
- ANDIMA, Carta Andima, Rio de Janeiro, vários números.
- ARIDA, P. (org.) Tívida Externa. Recessão e Ajuste Estrutural, Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1983.
- ARIDA, P. "O Déficit Público: um Modelo Simples". In: Revista de Economia Política, vol. 5, nº 4, São Paulo, Brasiliense, 1985, p. 67 a 76.
- BAER, M. A Internacionalização Financeira no Brasil, Petrópolis, Vozes, 1986.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL, Boletim Mensal, Brasília, vários números.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL, Brasil Programa Econômico, Brasília, 1983 a 1986, vários números.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL, Informativo Mensal, Brasília, vários números.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL, Relatório Anual, Brasília, 1981 a 1986.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL - DIRETORIA DA ÁREA EXTERNA, Relatório do Setor Externo da Economia Brasileira - 1979/1984, Brasília, 1985.

- BATISTA Jr., P.N. & MARQUES, M.S.B. "A Terceira Versão do Acordo Brasil-FMI". In: Revista de Economia Política, vol. 4, nº 2, São Paulo, Brasiliense, 1984, p. 5 a 28.
- BATISTA Jr., P.N. "Dois Diagnósticos Equivocados da Questão Fiscal no Brasil". In: Revista de Economia Política, vol. 5, nº 2, São Paulo, Brasiliense, 1985, p. 16 a 38.
- BATISTA Jr., P.N. Formação de Capital e Transferência de Recursos ao Exterior. In: Revista de Economia Política, vol. 7, nº 1, São Paulo, Brasiliense, 1987, p. 10 a 28.
- BATISTA Jr., P.N. Mito e Realidade da Dívida Externa Brasileira, Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1983.
- BATISTA Jr., P.N. Negociação Financeira Externa: Resultados Iniciais e Problemas Pendentes. Rio de Janeiro, CEMEI/FGU, 1986.
- BELLUZZO, L.G. e COUTINHO, R. (org.) Desenvolvimento Capitalista no Brasil, 2 vols. São Paulo, Brasiliense, 1982.
- BELLUZZO, L.G. O Senhor e o Unicórnio, São Paulo, Brasiliense, 1984.
- BERGSTEN, C.F., CLINE, W.R. & WILLIAMSON, J. FMI e Países em Desenvolvimento: Políticas e Alternativas, Rio de Janeiro, Nordica, 1987.
- BONELLI, R. & REIS, E.J. Dívidas e Déficits: Projeções Preliminares para o Médio Prazo. São Paulo, Econometric Society, 1987, mimeo.
- BONTEMPO, H.C. "Aspectos das Políticas de Ajustamento à Crise Financeira Internacional - o Caso Brasileiro". In: Revista Brasileira de Mercado de Capitais, vol. 11, nº 35, Rio de Janeiro, IBMEC, julho, 1986, p. 243 a 281.
- BONTEMPO, H.C. Transferências Externas e Financiamento do Governo Central. Rio de Janeiro, CEMEI-FGU, 1987.
- BRAGA, C.A.P., WELCH, J.M. & ANDRÉ, P.T.A. "O Desenvolvimento do Setor Público Brasileiro: Cenários Alternativos". In: Revista de Economia Política, vol. 7, nº 3, São Paulo, Brasiliense, 1987, p. 5 a 17.

- BRASIL. "Adendo à 1ª Carta de Intenções". In: Revista de Economia Política, vol. 3, nº 4, São Paulo, Brasiliense, 1983.
- BRASIL, "3ª Carta de Intenções do Governo Brasileiro ao FMI". In: Revista de Economia Política, vol. 4, nº 1, São Paulo, Brasiliense, 1984, p. 145 a 149.
- BRASIL, "Adendo à 3ª Carta de Intenções". In: Revista de Economia Política, vol. 4, nº 1, São Paulo, Brasiliense, 1984.
- BRASIL, "5ª Carta de Intenções". In: Boletim de Conjuntura Industrial, vol. 4, nº 2, Rio de Janeiro, IEI-UFRJ, abril, 1984, p. 40 a 55.
- BRASIL, "6ª Carta de Intenções". In: Boletim de Conjuntura Industrial, vol. 4, nº 4, Rio de Janeiro, IEI-UFRJ, setembro, 1984, p. 77 a 93.
- BRASIL, "Memorando Técnico de Entendimento". In: Revista de Economia Política, vol. 3, nº 4, São Paulo, Brasiliense, 1983.
- BRESSER PEREIRA, L.C. & NAKANO, Y. Inflação e Recessão, São Paulo, Brasiliense, 2ª Edição, 1986.
- CALVERLEY, J. "How the Cash Flow Crisis Floored the LDCs". In: EuroMoney, agosto, 1982, p. 20 a 27.
- CARNEIRO, R. (org.) A Política Econômica do Cruzado, São Paulo, Bional, UNICAMP, 1988.
- CARNEIRO, R. (org.) Política Econômica da Nova República, Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1986.
- CASTRO, A.B. & SOUZA, F.E.P. A Economia Brasileira em Marcha Forçada, Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1985.
- CONCEIÇÃO TAUVARES, M. "A Crise Financeira Global". In: Revista de Economia Política, vol. 3, nº 2, São Paulo, Brasiliense, 1983, p. 10 a 21.

- CONCEIÇÃO TAUVARES, M. "A Retomada da Hegemonia Norte-americana". In: Revista de Economia Política, vol. 5, nº 2, São Paulo, Brasiliense, 1985, p. 7 a 15.
- CONCEIÇÃO TAUVARES, M. & ASSIS, J.C. O grande Salto para o Caos. Rio de Janeiro, Jorge Zahar, 1985.
- CONCEIÇÃO TAUVARES, M., ALMEIDA, J.S.G. & TEIXEIRA, A. Sistema Financeiro e Crédito no Brasil. Rio de Janeiro, 1985, mimeo.
- CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL, Programação para o Setor Externo em 1983, Brasília, outubro, 1982.
- DAIN, S. "1983/1984: Finanças Públicas - Ajustes Formais, Equívocos Reais". In: Boletim de Conjuntura Industrial, vol. 4, nº 2, Rio de Janeiro, IEI-UFRJ, abril, 1984, p. 58 a 72.
- DAIN S. & AFONSO, J.R. O Setor Público e as Finanças Públicas na América Latina: o Caso do Brasil. Rio de Janeiro, 1987, mimeo.
- DAVIDOFF CRUZ, P. Dívida Externa e Política Econômica, a Experiência Brasileira nos Anos Setenta, São Paulo, Brasiliense, 1984.
- DELFIN NETTO, A. Mudanças Estruturais da Economia no Governo Figueiredo, Rio de Janeiro, Conferência na Escola Superior de Guerra, 13 de junho de 1984.
- BORNBUSCH, R. & MOURA DA SILVA, A. "Taxa de Juros e Depósitos em Moeda Estrangeira no Brasil". In: Revista Brasileira de Economia, vol. 38, nº 1, Rio de Janeiro, FGV, 1984.
- FERRACIOLI, P.S., DIB, M.F. & DIAS, G.G. "O Passivo Dolarizado do Banco Central". In: Boletim de Conjuntura Industrial, vol. 5, nº 3, IEI-UFRJ, 1985, p. 69 a 85.
- FMI-STAFF, "Avaliação Técnica". In: Revista de Economia Política, vol. 3, nº 4. São Paulo, Brasiliense, 1983, p. 150 a 156.

- FRAGA NETO, A. & LARA RESENDE, A. "Déficit, Dívida e Ajustamento: uma nota sobre o Caso Brasileiro. In: Revista de Economia Política, vol. 5, nº 4, São Paulo, Brasiliense, 1985, p. 37 a 66.
- GALVAAS, E. A Crise Mundial e a Estratégia Brasileira de Ajustamento do Balanço de Pagamentos. Brasília, Senado Federal, 1983.
- GALVAAS, E. A Política Econômico-Financeira do Brasil. Rio de Janeiro, Conferência na Escola Superior de Guerra, 30 de junho de 1983.
- GALVAAS, E. A Saga da Crise, Rio de Janeiro, Forense Universitária, 1985.
- GOLDENSTEIN, L. Da Heterodoxia ao FMI - a Política Econômica de 1979 a 1982, Campinas, 1985, Dissertação de Mestrado, IE-UNICAMP, mimeo.
- GRANT, C. "Don't Call IMF, It's Running Out of Quotas". In: Euro money, agosto, 1982, p. 51 e 52.
- GRANT, C. "The Carnival is Over, but There's Always Next Year". In: Euro money, abril, 1982, p. 2 a 5.
- HORTA, M.H.T.T. & FERREIRA DA SILVA, J.C. "As Negociações Financeiras Internacionais do Brasil pós-MI". In: Revista de Economia Política, vol. 4, nº 3, São Paulo, Brasiliense, 1984.
- IEI-UFRJ. Boletim de Conjuntura Industrial, Rio de Janeiro, vários números.
- IMF. World Economic Outlook, Occasional Paper nº 9, Washington, 1982.
- KHAN, M.S. & KNIGHT, M.D. "Stabilization Programs in Developing Countries: A Formal Framework". In: IMF Staff Papers, vol. 28, nº 1, Washington, 1981, p. 1 a 53.
- KUCINSKI, B. & BRANFORD, S. A Ditadura da Dívida. São Paulo, Brasiliense, 1987.
- LAGO, L.A.C., COSTA, M.H., BATISTA Jr., P.N. & RYFF, T.B.B. O Combate à Inflação no Brasil, Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1984.

- LANGONI, C.G. A Crise do Desenvolvimento, Rio de Janeiro, José Olympio, 1985.
- LANGONI, C.G. "O Brasil é Diferente". In: Digesto Econômico, nº 296, Brasília, setembro, 1982, p. 65 a 72.
- LARA RESENDE, A. & ARIDA, P. "Recessão e Taxa de Juros: o Brasil nos Primórdios da Década de 1980". In: Revista de Economia Política, vol. 5, nº 1, São Paulo, Brasiliense, 1985, p. 5 a 20.
- LICHTENSZTEJN, S. & BAER, M. Fundo Monetário Internacional e Banco Mundial. São Paulo, Brasiliense, 1987.
- LIMA, M.L.P. O Euromercado e a Expansão do Capital Financeiro Internacional. Campinas, 1985, Dissertação de Mestrado. IE-UNICAMP, mimeo.
- LONGO, C.A. "Política Fiscal com Restrição Externa". In: Estudos Econômicos, vol. 15, nº 3, São Paulo, IPE-USP, 1985, p. 463 a 480.
- LOZARDO, E. Déficit Público Brasileiro: Política Econômica e Ajuste Estrutural, Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1987.
- LUNDBERG, E.L. & CASTRO, A.L.P. Desequilíbrio Financeiro do Setor Público e seu Impacto sobre o Orçamento Monetário. Brasília, 1985, mimeo.
- LUNDBERG, E.L. "O Desequilíbrio Financeiro do Setor Público - Restrição Externa, Restrição Orçamentária e Restrição Monetária". In: Estudos Econômicos, vol. 16, nº 2, São Paulo, IPE-USP, maio, 1986, p. 303 a 306.
- LUNDBERG, E.L. "O Orçamento Monetário e a Socialização dos Prejuízos da Crise Cambial". In: Revista de Economia Política, vol. 5, nº 1, São Paulo, Brasiliense, p. 148 a 153.
- MARQUES, M.S.B. "Estratégia de Ajustamento Externo: 1983-1986". In: Revista da ANPEC, vol. 11, Rio de Janeiro, 1986, p. 51 a 54.
- MARTONE, C.L., LUQUE, C.A. & LOPES, L.M. Mercado Financeiro e Ajustamento Macroeconômico Brasileiro 1978-1985. São Paulo, IPE-USP, 1986.

- MASSAD, C. "Debt: An Overview". In: Journal of Development Planning, nº 16, New York, United Nations, 1985, p. 2 a 21.
- MELLO, J.M.C. & BELLUZZO, L.G.M. FMI x Brasil: A Armadilha da Recessão. São Paulo, Forum Gazeta Mercantil, 1983.
- MOFFITT, M. O Dinheiro do Mundo, Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1984.
- MORGAN GUARANTY TRUST, World financial Markets, New York, vários números.
- MOURA DA SILVA, A. Ajuste e Desequilíbrio: Exercício Prospectivo sobre a Economia Brasileira (80/84). São Paulo, 1984, mimeo.
- MUNHOZ, D.G. Os Déficits do Setor Público Brasileiro - Uma Avaliação. Brasília, 1984, mimeo.
- MOSUEIRA DA COSTA, F. Bancos Estaduais: Má Gestão ou Problemas Estruturais. Campinas, 1987, mimeo.
- OLIVEIRA, F.A. A Crise do Sistema Fiscal Brasileiro 1965-1983. Campinas, 1985, Tese de Doutorado - IFCH-UNICAMP, mimeo.
- OLIVEIRA, F.A. "A Questão do Déficit Público no Brasil". In: Análise & Conjuntura, vol. 1, nº 1, Belo Horizonte, Fundação João Pinheiro, 1986, p. 201 a 214.
- OLIVEIRA, J.C. Reordenamento Financeiro do Governo Federal: Implicações da Lei Complementar nº 12. Brasília, 1986, mimeo.
- PEREIRA, J.E.C. Financiamento Externo e Crescimento Econômico no Brasil: 1966/73. Rio de Janeiro, IPEA/INPES, 1974.
- PEREIRA, L.V. Algumas Notas sobre o Enfoque Teórico dos Programas de Ajustamento do FMI. Rio de Janeiro, FUNCEX, 1987.
- RAMALHO, V. Caráter "Financeiro" do Déficit Público - Apreciação de um Diagnóstico. Rio de Janeiro. CEMEI-FGU, 1986.

- SECRETARIA DE ECONOMIA E PLANEJAMENTO-SP. Análise de Conjuntura Econômica. São Paulo, vários números.
- SELA. A Política Econômica dos Estados Unidos e seu Impacto na América Latina 1984. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1985.
- SENNA, J.J. "Notas para uma Política de Open Market". In: ANDIMA, Carta Andima, nº 50, Rio de Janeiro, março, 1985, p. 3 a 5.
- SEPLAN-PR "Diretrizes Gerais de Política Econômica. Notas para o 1º PND da Nova República". In: Revista de Economia Política, vol. 5, nº 3, São Paulo, Brasiliense, 1985, p. 140 a 148.
- SEPLAN-PR "Livro Branco do Déficit Público". In: Revista de Economia Política, vol. 6, nº 4, São Paulo, Brasiliense, 1986, p. 133 a 145.
- SOUZA, F.E.P. "Da Crise à Expansão uma Trajetória Ameaçada". In: Presença, nº 5, São Paulo, Caetés, Janeiro, 1985, p. 20 a 28.
- TEIXEIRA, E. Dívida Líquida do Setor Público. São Paulo, 1987, mimeo.
- TEIXEIRA, E. Necessidades de Financiamento do Banco Central. São Paulo, 1987, mimeo.
- TEIXEIRA, N.G. O Sistema Bancário Brasileiro e suas Transformações Frente à Crise Atual. Campinas, 1985. Tese de Doutorado IE-UNICAMP, mimeo.
- VIANA, S.B. A Transferência de Recursos para o Exterior e o Financiamento do Setor Público. Rio de Janeiro, CEMEI-FGV, 1987.
- VILLARREAL, R. A Contra Revolução Monetarista. Rio de Janeiro, Record, 1986.
- WERNECK, R.L.F. Empresas Estatais e Política Macroeconômica. Rio de Janeiro, Campus, 1987.
- WERNECK, R.L.F. Sector Adjustment to External Shocks and Domestic Pressures in Brazil, 1970-1975. Rio de Janeiro, PUC-RJ, 1987.