

Universidade Estadual de Campinas

Instituto de Economia

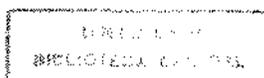
**O DESAJUSTE FINANCEIRO E AS  
DIFICULDADES DE FINANCIAMENTO DO  
SETOR PÚBLICO BRASILEIRO NOS ANOS 80**

Monica Baer MS

Orientador: Prof. Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo MS

Tese apresentada ao Instituto de Economia  
da Universidade Estadual de Campinas  
para obtenção do título de doutor

Campinas, maio 1993



*Este exemplar  
corresponde ao origi-  
nal da tese defendida  
por Mônica Baer em  
15.06.93 e orientada pelo  
Prof. Dr. Luiz Gonzaga de  
Mello Belluzzo.*  
*Luiz Gonzaga de Mello*

Para Quique,  
Rodrigo e Renato,  
com muito carinho.

## **Agradecimentos**

A reflexão que resultou nesta tese não teria sido possível sem constantes questionamentos e debates que são, por natureza, fruto de um trabalho coletivo. Este estímulo me foi propiciado, antes de mais nada, pelo Grupo de Análise de Conjuntura Econômica do Cebrap e pelo Instituto de Economia da Unicamp.

Muitas pessoas foram absolutamente imprescindíveis para que eu conseguisse concluir esta tese. Gostaria de agradecer ao professor Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo, que, apesar de licenciado da Universidade de Campinas, nunca deixou de interessar-se pelo andamento da tese, me orientou em aspectos fundamentais e me deu todo o apoio para finalizar este trabalho. Também o professor João Manuel Cardoso de Mello, com seu alento constante e sua sabedoria de distinguir o crucial do secundário e marginal, foi de grande importância para encerrar este capítulo da minha trajetória acadêmica. José Roberto Mendonça de Barros, exemplo de mestre e amigo, foi apoio permanente e incondicional. Com sua ajuda consegui estruturar as idéias básicas contidas neste trabalho, e sua leitura rigorosa e sua crítica construtiva foram determinantes nesta batalha, de altos e baixos, que significa a elaboração de uma tese. A você, Beto, devo o cumprimento desta etapa. Muito obrigada! Luiz Carlos Mendonça de Barros, com sugestões específicas e constante disposição para discutir, proporcionou-me a liberdade necessária para esclarecer dúvidas cruciais sobre a problemática financeira nacional e internacional.

Um grande número de pessoas me ajudou ainda em partes específicas do trabalho. Devo um agradecimento especial a José Roberto Afonso, do IPEA, que, além de me ceder sua ampla base de dados sobre as contas do setor público, ajudou constantemente no desbravamento das questões na área fiscal. Com Maria da Conceição Tavares, José Carlos Miranda, Lídia Goldenstein e Maria Carolina Leme tive oportunidade de discutir idéias, capítulos e dúvidas, e suas sugestões foram muito enriquecedoras. Tampouco posso deixar de mencionar o apoio que recebi dos professores Michel Aglietta e Emílio Ontiveros Baeza, que me indicaram e forneceram material e discutiram comigo aspectos importantes referentes às transformações financeiras internacionais.

O levantamento da base de dados para esta tese foi bastante trabalhoso e neste sentido contei com a cooperação de Lia Alt Pereira, da FGV-RJ, Carlos Mussi e Viviane Ventura, da CEPAL-Brasília, e Luís Afonso, do Depec/Bacen. Também agradeço a Rubens Rola da **Gazeta Mercantil**, que me proporcionou o acesso ao arquivo deste jornal.

Contei com a ajuda de vários assistentes de pesquisa. Rolf Traeger, com o qual trabalhei basicamente a temática da dívida externa e negociação, foi substituído por Marco Antônio Macedo Cintra, que se dedicou ao levantamento estatístico básico e foi um leitor atento dos capítulos e interlocutor constante. Também agradeço a Luís Suzigan, que trabalhou nos dados básicos e nas tabelas e gráficos finais.

Por sua vez, a ajuda de Noeli Aparecida Souza Lopes, Otacílio Nunes e Valter Ponte foi fundamental na elaboração da versão final da tese, cuidando do aprimoramento das referências bibliográficas e estatísticas e editando o trabalho.

A Quique, companheiro, Iside e Rodrigo, amigos, um grande obrigado pelo alento nas horas mais difíceis desta tarefa.

# ÍNDICE

<b>INTRODUÇÃO</b>	<b>1</b>
<b>CAPÍTULO I - Aspectos Teórico-metodológicos sobre o Problema do Financiamento</b>	<b>5</b>
<b>1.1. Revisão de alguns conceitos teóricos relevantes</b>	<b>6</b>
1.1.1. As condições para a acumulação	6
1.1.2. Investimento, poupança e financiamento	7
1.1.3. <i>Funding</i> e o padrão de acumulação	10
1.1.4. <i>Funding</i> num contexto inflacionário	12
1.1.5. <i>Finance</i> e <i>Funding</i> numa economia aberta e com setor público	13
1.1.6. O papel do sistema financeiro	18
1.1.7. A questão da indexação	20
<b>1.2. Uma proposta metodológico-analítica para compreender a dinâmica da crise de financiamento do Estado brasileiro nos anos 80</b>	<b>21</b>
<b>CAPÍTULO II - O Contexto Financeiro Internacional: mudanças na dinâmica e nos fluxos de recursos e a gestão da dívida externa</b>	<b>24</b>
<b>2.1. A política norte-americana como determinante da restrição financeira internacional para países em desenvolvimento</b>	<b>26</b>
<b>2.2. As características básicas das transformações nos mercados financeiros privados</b>	<b>35</b>
<b>2.3. Algumas conseqüências das transformações financeiras</b>	<b>39</b>
2.3.1. O financiamento da reestruturação e expansão produtiva	39
2.3.2. "Securitização" e a desvalorização do estoque da dívida externa	41
2.3.3. A arbitragem	42

<b>2.4. A gestão da crise das dívidas externas dos países em desenvolvimento de renda média</b>	<b>43</b>
2.4.1. Caracterização básica do padrão de negociação da dívida externa	43
2.4.2. O processo de "securitização" e a adoção do " <i>menu approach</i> " nas renegociações das dívidas externas	49
<b>2.5. Conclusões</b>	<b>53</b>
<b>CAPÍTULO III - O Impacto do Choque Externo e as Conseqüências da Política de Ajuste Adotada (1980 - ago.1985)</b>	<b>54</b>
<b>3.1. A natureza da inserção econômica externa do Brasil e o choque financeiro internacional no início dos anos 80</b>	<b>55</b>
<b>3.2. O processo de negociação com os credores externos e o condicionamento da política econômica</b>	<b>68</b>
3.2.1. Os primeiros dois anos e meio de renegociações (outubro de 1982 a março de 1985)	68
3.2.2. O período do Ministro Francisco Dornelles (março a agosto de 1985)	76
3.2.3. As dificuldades de articular-se uma estratégia alternativa de negociação da dívida externa	78
<b>3.3. As conseqüências do choque externo e da política econômica implementada nos âmbitos fiscal e financeiro do setor público</b>	<b>83</b>
<b>3.4. Conclusões</b>	<b>102</b>
<b>CAPÍTULO IV - As Tentativas de Ajuste Heterodoxo (set. 1985-dez. 1987)</b>	<b>103</b>
<b>4.1. Os principais aspectos estruturais do enfoque heterodoxo e sua lógica de ajuste</b>	<b>104</b>
<b>4.2. Financiamento externo – as dificuldades de recompor um fluxo mínimo de recursos internacionais através da negociação da dívida externa</b>	<b>108</b>

4.2.1. A negociação da dívida externa na gestão de D. Funaro (setembro/85 a abril/87)	109
4.2.2. A negociação da dívida externa na gestão de L.C. Bresser Pereira (maio a dezembro 1987)	122
<b>4.3. As medidas de política econômica nas áreas fiscal e de financiamento interno: avanços, dificuldades e retrocessos</b>	<b>128</b>
4.3.1. As tentativas de ajuste fiscal	128
4.3.2. A gestão financeira interna do setor público	136
<b>4.4. Conclusões</b>	<b>152</b>
<b>CAPÍTULO V - O Retorno à Visão Ortodoxa de Ajuste num Contexto de Crescente Fragilidade Política do Executivo (1988-fevereiro de 1990)</b>	<b>154</b>
<b>5.1. A volta da renegociação da dívida externa nos termos convencionais</b>	<b>155</b>
5.1.1. As condições do acordo plurianual fechado em setembro de 1988	156
5.1.2. O descumprimento do acordo em função dos problemas na gestão da política econômica	160
<b>5.2. As dificuldades de sustentar uma política fiscal refreada</b>	<b>165</b>
<b>5.3. Os custos da sustentação de uma política monetária restritiva e da tentativa de desindexação financeira</b>	<b>172</b>
5.3.1. O impacto monetário interno da regularização dos encargos da dívida externa (1988)	173
5.3.2. O Plano Verão – o reforço da política monetária restritiva, a desindexação e suas conseqüências	179
<b>5.4. Conclusões</b>	<b>186</b>
<b>VI - CONCLUSÕES</b>	<b>187</b>
<b>BIBLIOGRAFIA</b>	<b>193</b>

## **Introdução**

A temática abordada neste trabalho surgiu do acúmulo de dúvidas sobre algumas questões, que estavam no centro do debate em torno das dificuldades na gestão da política econômica brasileira nos anos 80, mas que, na minha opinião, ainda careciam de uma análise mais aprofundada. Neste sentido, o trabalho de pesquisa e, finalmente, a estrutura desta tese foram condicionados basicamente por quatro indagações para as quais eu não encontrava uma explicação satisfatória.

Em primeiro lugar, ainda que tivesse clareza sobre o momento inicial da crise e a sua natureza, determinada pela eclosão do problema da dívida externa a partir das mudanças no contexto financeiro internacional, conforme a crise foi se estendendo, me parecia cada vez mais premente esclarecer que determinantes externos e internos foram se agregando ao longo da década. Esta preocupação surgia tanto pela necessidade de entender melhor a natureza do problema como para avaliar em que medida as proposições de política econômica realmente abarcavam a complexidade da questão. Noutras palavras, no meu entender, na análise da crise da economia brasileira na década de 80 faltava uma abordagem analítica que conseguisse articular adequadamente as dimensões interna e internacional do problema.

Uma segunda inquietação diz respeito ao processo de renegociação da dívida externa brasileira. Apesar de eu haver acompanhado de perto as negociações, permanecia uma dúvida. Logo na eclosão da crise, quando a situação financeira internacional estava relativamente descontrolada, por que o Brasil não teve uma postura mais ousada que permitiria diminuir o ônus interno do ajuste externo empreendido? Supõe-se que somente naquele momento teria existido alguma possibilidade de ampliar o raio de manobra das autoridades brasileiras na negociação, essencialmente em função do elevado risco de desencadear-se uma crise financeira mais ampla.

Um terceiro conjunto de dúvidas muito presente se referia às razões do malogro da experiência heterodoxa implementada através do Plano Cruzado. As críticas ao ajuste recessivo logo no início dos anos 80 eram intensas e esperava-se que a estratégia heterodoxa fosse mais exitosa. No entanto, ainda que fossem evidentes as restrições financeiras externas, pouco se chegou a discutir e analisar mais aprofundadamente as dificuldades internas e seu imbricamento com os condicionantes externos. A ausência de uma reflexão mais sistemática sobre esta experiência me parecia uma lacuna analítica importante, despertando assim meu interesse em revisar tanto a estratégia como a política efetivamente implementada.

Um último conjunto de problemas que me preocupava era de ordem mais analítica, mas cujo detalhamento passava também pela revisão da política econômica naquele período. Por um lado, me parecia que as dimensões fiscal e financeira da crise, suas importâncias relativas e a articulação entre elas eram difíceis de serem apreendidas. Por outro lado, dada a dimensão do choque externo, passou a existir um problema não só de fluxo mas de *stock* de passivo do setor público, o que trazia novos desafios à formulação da política econômica. Ou seja, naquela crise explicitava-se um problema de *stock*, para o qual os ajustes de fluxo pareciam ficar aquém das necessidades.

Foram essas as inquietações que desencadearam meu trabalho de tese. Na realidade, os temas tratados não são novos e estiveram no centro das discussões ao longo de toda a década: dívida externa, desvalorização cambial e seu impacto interno, restrição monetário-financeira e ajuste fiscal. Assim, o desafio deste trabalho não esteve na exploração de temas novos e desconhecidos, mas na tentativa de fazer uma análise sistemática dos problemas enfrentados naquele período sob um enfoque analítico que enfatiza três dimensões. Em primeiro lugar, há uma tentativa de articular os determinantes internacionais com os fatores internos da crise. Em segundo lugar, procura-se chamar atenção para a problemática de ajustes de fluxos e de

estoques no enfrentamento da crise brasileira. E, em terceiro lugar, a análise se concentra na problemática financeira e fiscal, procurando mostrar que dificilmente as duas dimensões podem ser separadas, especialmente quando se trata de um desajuste de estoque.

Não tenho nenhuma pretensão de que este seja um marco analítico ordenado e teoricamente desenvolvido de maneira substantiva. Com ele eu espero somente dar uma contribuição modesta ao debate de alguns dos temas que, na minha opinião, continuam problemáticos na economia brasileira.

A pergunta básica que permeava este conjunto de inquietações era por que o Brasil não conseguia, após o choque financeiro externo, implementar definitivamente uma política econômica que desencadeasse o ajustamento macroeconômico interno. Embora a economia brasileira tivesse apresentado um substantivo e rápido ajuste na balança comercial, isso veio acompanhado de um significativo desajuste macroeconômico interno, que se manifestava através do agravamento do quadro inflacionário, de um profundo desajuste financeiro no setor público e, conseqüentemente, de dificuldades na retomada de um processo de crescimento econômico sustentável. Todas as estratégias de política econômica, ortodoxas e heterodoxas, em grande medida não conseguiram superar estes problemas.

Sem menosprezar fatores de distintas ordens, inclusive resistências políticas a determinados ajustes de estrutura, na tese se trabalha com uma hipótese básica para explicar esses reiterados fracassos. **A dimensão do choque externo e seu impacto concentrado no setor público fizeram com que o desajuste macroeconômico interno só pudesse ser superado através de uma estratégia de política econômica que aliviasse a restrição financeira e assim viabilizasse um efetivo ajuste fiscal.**

Dado o estoque de dívida externa acumulada, o ajuste fiscal, por mais intenso que fosse, teria sido insuficiente para tirar o Estado de sua crítica situação financeira, causada pelo choque internacional e pelos efeitos negativos da política cambial e de uma política monetária restritiva, implementada como mecanismo compensatório à restrição externa. Assim, para sair da crise, supõe-se que o ajuste fiscal, além de aspectos estratégicos quanto a sua natureza — ênfase na elevação da receita e na reestruturação qualitativa dos gastos, com recomposição de investimentos estratégicos —, teria que vir combinado com mecanismos de refinanciamento adequados, em termos de custos e prazos, da dívida do setor público.

No primeiro período de ajuste, esta concepção analítica não prevaleceu e se evidenciaram os limites da abordagem ortodoxa. Na experiência heterodoxa, o enfoque analítico da estratégia de política econômica incorporava condicionamentos financeiros, mas incorreu-se em sérios problemas na sua implementação e na gestão da política econômica de curto prazo. Assim, exacerbaram-se alguns gastos no setor público, sem que a questão do financiamento, interno e internacional, tivesse sido equacionada. Com o fracasso da experiência heterodoxa, tentou-se implementar uma estratégia ortodoxa com desindexação financeira, que pôs em xeque a capacidade do Estado de continuar refinanciando seu passivo mesmo que em condições adversas em termos de prazo e custos.

Em suma, o que se pretende mostrar através da análise crítica da política econômica nos anos 80 é que não será possível alcançar um efetivo ajuste macroeconômico interno no Brasil sem uma política fiscal e financeira articulada. **Dada a dimensão do desajuste financeiro do setor público, condições adequadas de financiamento interno e internacional são imprescindíveis para sustentar um patamar mínimo de crescimento que viabilize o ajuste fiscal e a reestruturação na base produtiva.** Apresento esta como uma ordem lógica para o ajuste, o que de nenhuma maneira significa uma subestimação da problemática fiscal. É, nada mais, a

proposição de que uma condição necessária, ainda que não suficiente, para um efetivo reordenamento da estrutura fiscal supõe a retomada de um patamar mínimo de crescimento sustentável, que, por sua vez, depende de condições adequadas de financiamento. Neste sentido, as perspectivas de algum mínimo reordenamento financeiro interno e dos fluxos de recursos internacionais passam a ser absolutamente estratégicas.

A tese está dividida em cinco capítulos. No primeiro se revisam alguns conceitos teórico-analíticos que pretendem dar fundamento e coerência à análise empreendida dos aspectos financeiros externos e internos. No segundo capítulo se discutem as mudanças que ocorreram no mercado financeiro internacional após a crise da dívida externa e seu impacto sobre a administração deste problema por parte dos credores internacionais. A análise do contexto financeiro externo tem como objetivo apresentar elementos fundamentados que expliquem as dificuldades de reconstituir um fluxo substantivo de recursos internacionais.

Nos três capítulos seguintes se analisam as dificuldades na gestão da política econômica no Brasil nos anos 80, com orientação para as questões nos âmbitos fiscal e do financiamento externo e interno. No terceiro se revisa a experiência ortodoxa da primeira metade dos anos 80. No quarto se discute a estratégia heterodoxa e seus desdobramentos no período 1986-1987. No último capítulo se faz uma revisão crítica da volta à ortodoxia com tentativa de desindexação financeira.

## **CAPÍTULO I**

### **Aspectos Teórico-metodológicos sobre o Problema do Financiamento**

O objetivo deste capítulo inicial é revisar alguns conceitos teóricos básicos sobre o problema do financiamento e tentar articulá-los num marco analítico coerente, que sirva para compreender como a partir do problema da dívida externa se gestou uma crise mais ampla de financiamento do setor público brasileiro.

A necessidade de fazer esta revisão surge em função de duas preocupações. Em primeiro lugar, parece importante poder delimitar quais foram os determinantes internacionais desta crise e quais se devem a embates internos e como eles se inter-relacionam. Isso é fundamental para entender os obstáculos que se vêm enfrentando na tentativa de superar a crise de financiamento do setor público. Em segundo lugar, a retomada do desenvolvimento supõe repensar uma questão-chave que é o seu financiamento e as condições para viabilizá-lo. Subentende-se que este aspecto estratégico não pode estar dissociado do padrão de crescimento a ser empreendido.

O capítulo está dividido em duas partes. Na primeira discutem-se conceitos e aspectos teóricos relevantes para o processo de financiamento, com algumas especificidades para o caso brasileiro. Na segunda parte trata-se de articular estes conceitos para apresentar logicamente as hipóteses quanto à dinâmica da crise de financiamento do setor público no Brasil nos anos 80.

## **1.1. Revisão de alguns conceitos teóricos relevantes**

### **1.1.1. As condições para a acumulação**

Partindo de uma concepção keynesiana, a expansão dos investimentos, base do processo de acumulação, supõe basicamente duas condições (DAVIDSON 1978:248, 294 e ASIMAKOPULOS 1986:79). Em primeiro lugar, que os agentes privados estejam confiantes quanto à realização de lucros futuros a ponto de se tornarem dispostos a empreender novos investimentos produtivos. Em poucas palavras, que haja predisposição para investir. Em segundo lugar, para que o investimento se concretize, é necessário que ele não seja obstaculizado por problemas de financiamento. Ou seja, os investidores devem ter à sua disposição mecanismos adequados de financiamento.

No caso da economia brasileira, a discussão da primeira condição — perspectivas positivas para os investimentos — não parece uma questão trivial por várias razões. Em termos das condições da conjuntura econômica, houve uma deterioração significativa nos anos 80. A gestão da política econômica, que foi conduzida com alterações intensas, ainda que pouco efetivas, revelou um estreitamento do raio de manobra das autoridades econômicas e, conseqüentemente, mostrou-se pouco confiável para a retomada sustentável dos investimentos.

Do ponto de vista estrutural, os impasses não foram menores. Após a última fase do processo de substituição de importações, empreendida nos anos 70, e diante das profundas transformações econômicas internacionais, condicionadas pelas mudanças tecnológicas e pela reorganização de empresas e áreas de influência, não houve clareza quanto ao futuro modelo de desenvolvimento da economia brasileira. A dificuldade enfrentada para redefinir o padrão de crescimento ainda se viu agravada por outros aspectos. No âmbito interno, por problemas políticos que tornaram difícil superar os entraves de interesses cartoriais, entre os quais se encontram a própria redefinição do papel do Estado e a superação de sua crise financeira. No âmbito internacional, por condições financeiras desfavoráveis — tanto em termos de investimentos de risco como de recursos de órgãos oficiais, bi e multilaterais, e créditos dos bancos

privados — e por negociações difíceis em áreas estratégicas para o desenvolvimento no futuro (tecnologia e acesso a mercados), como revelou, por exemplo, a Rodada Uruguai.

Diante desta realidade, decisões de investimentos na direção de uma ampliação sustentada da capacidade produtiva foram prejudicadas por expectativas desfavoráveis quanto ao futuro. **É neste sentido que se pode falar que a crise consistia antes de mais nada na dificuldade em conseguir definir um projeto de desenvolvimento para o país.**

Na discussão em torno da crise econômica brasileira as atenções estiveram voltadas basicamente para os problemas de curto prazo, e estes foram tratados como totalmente independentes dos problemas de longo prazo<sup>1</sup>. Na nossa opinião, esta independência não só inexistente, como os problemas de curto prazo são fortemente determinados pelos problemas estruturais. Em outras palavras, os entraves crescentes na gestão da política econômica de curto prazo se devem às resistências enfrentadas para superar problemas estruturais, que são um dos principais sintomas desta dificuldade de definição de um projeto mais amplo.

A segunda condição para que investimentos produtivos se realizem é a disponibilidade de financiamentos. Pode haver decisão de investir, mas esta decisão deixa de se concretizar em função de problemas de financiamento. Conforme ASIMAKOPULOS (1983:226), Keynes não só apontava as facilidades financeiras como um determinante importante do ritmo de expansão dos investimentos, como tinha preocupações com o financiamento de curto e de longo prazo, ainda que nos seus escritos se tenha detido somente no primeiro tipo<sup>2</sup>.

É em torno desta segunda questão que se abre todo um debate teórico sobre a relação entre poupança, investimento e condições de financiamento, um desafio para discutir as possíveis saídas para um problema crucial da atual crise brasileira.

### 1.1.2. Investimento, poupança e financiamento

#### i) independência das decisões de investimento em relação à poupança

Segundo o enfoque keynesiano, não existe *ex-ante* nenhuma relação direta entre o investimento e a poupança. Conforme DAVIDSON (1978:248-249), as decisões de realizar investimentos produtivos se dão independentemente dos investimentos em carteira (aplicação da poupança) e em função de determinantes muito diferentes. Como foi assinalado, a decisão do investimento produtivo depende da expectativa que o empreendedor tem de que o fluxo de rendimentos ao longo da vida útil do equipamento supere os custos do investimento, e de que tenha à sua disposição financiamento adequado. Por sua vez, o investimento de carteira, que se refere à **forma** em que os agentes decidem diferir o seu consumo no tempo (poupança),

1 Um exemplo desta abordagem analítica são as opiniões de que é preciso, antes de mais nada, estabilizar, sem o que nenhuma outra política é efetiva. Embora seja correto que sem estabilização não se retoma um crescimento econômico sustentado, isso não significa que vale qualquer política de estabilização. Na realidade esta política precisa articular a gestão dos problemas de curto prazo com a superação dos entraves estruturais.

2 "He (Keynes) also recognises that the availability of short-term finance is not sufficient for a favourable investment decision. The entrepreneur when he decides to invest has to be satisfied on two points: firstly, that he can obtain sufficient short-term finance during the period of producing the investment; and secondly, that he can eventually fund his short-term obligations by a long-term issue on satisfactory conditions' (...) he then concentrates only on short-term finance." ASIMAKOPULOS (1983:226) (parêntese nosso).

depende basicamente do preço presente dos ativos financeiros e da expectativa quanto a sua evolução futura.

Desta maneira, não existe nenhuma relação direta importante entre estes dois mercados a não ser a taxa de juros. No entanto, em ambos os mercados ela cumpre funções distintas. No caso das decisões de investimentos produtivos a taxa de juros pode servir como taxa de desconto mínima no fluxo de caixa esperado. Assim, embora possa ter alguma influência na decisão de investimento como parâmetro do custo de capital, ela é somente uma das variáveis que condicionam a decisão, e tende a ter menos peso frente a expectativas quanto a mercados, tecnologia, rentabilidade e diante da existência de fontes internas de financiamento (BLECKER, 1990:7). Por sua vez, nas decisões de investimentos de carteira a taxa de juros serve para balizar as decisões entre manter a poupança sob a forma de ativos financeiros ou diretamente em dinheiro, ou seja, reflete a preferência pela liquidez<sup>3</sup>.

## ii) financiamento: *finance* e *funding*

As decisões de investimento, como já apontado, são também condicionadas pela disponibilidade de financiamento. Assim, a questão que se coloca é qual a relação desta com a poupança. No enfoque keynesiano há uma clara distinção entre dois tipos de financiamento: *finance* e *funding*.

Por *finance* se entende o adiantamento, por parte do sistema bancário, de crédito de curto prazo ao investidor para que este possa dispor de suficientes recursos monetários para pôr em funcionamento o seu projeto. À medida que o investimento vai gerando receitas, este crédito de curto prazo pode ser amortizado e os bancos podem reaplicá-lo no financiamento de curto prazo de novos projetos de investimento. O *finance* é concebido como um fundo rotatório (*revolving fund*) de recursos criados pelo sistema bancário e que não tem sua origem em poupança<sup>4</sup>.

Na discussão sobre a independência do investimento com relação à poupança, e sobre sua dependência com relação ao financiamento oferecido pelo sistema bancário, Keynes se refere ao *finance motive*. Daí conclui que a restrição à expansão dos investimentos pode encontrar-se no sistema bancário.

"(...) unless the banking system is prepared to augment the supply of money, lack of finance may prove an important obstacle to more than a certain amount of investment decisions being on the tapis at a certain time."<sup>5</sup>

Na medida em que o fluxo de receitas oriundo do investimento, no curto prazo, for insuficiente para amortizar o crédito adiantado pelo sistema bancário, se coloca a necessidade de financiamentos de longo prazo. Conforme assinalam vários autores pós-keynesianos e se

3 Neste mesmo sentido, L.G.M. BELLUZZO e J.S.G de ALMEIDA usam o conceito da "taxa de juros como o preço para se desprender agora da riqueza na sua forma geral para reavê-la em data futura". BELLUZZO & ALMEIDA (1989:124).

4 "(...) my view of the role of the banking system whose function it is to create additional short-term finance whenever entrepreneurs wish to increase the flow of real investment. This bank-created (non-resource using) finance must be distinguished from the role of long-term financial markets which require the public to give up an amount of liquidity equal to real savings (i.e., unexercised income claims on resources) in the process of funding the investment." DAVIDSON (1986:101).

5 KEYNES (1973:209) citado por ASIMAKOPOULOS (1983:226).

pode inferir de seu debate em torno da questão do financiamento, da poupança e do investimento, Keynes — em função de suas preocupações centrais em torno da demanda efetiva e da possibilidade de uma situação de equilíbrio com desemprego — concentrou sua análise no curto prazo e praticamente não discutiu a questão do financiamento de longo prazo<sup>6</sup>.

Como *funding* os autores pós-keynesianos entendem a mobilização de recursos financeiros que precisam ficar à disposição dos investidores produtivos por um prazo mais longo, e que portanto procedem da canalização de poupança, isto é, renda acumulada cujo poder de consumo é diferido no tempo. A questão que se coloca então é de que forma a decisão dos poupadores se concilia com as necessidades de *funding* por parte dos investidores produtivos.

Esta linha demarcatória entre *finance* e *funding*, que no nível analítico é muito nítida, deixa de ser tão clara na dinâmica financeira em contextos inflacionários. Nestes se apresentam duas complicações. Em primeiro lugar, a poupança tende a concentrar-se em aplicações financeiras de curto prazo ou ativos reais, podendo criar problemas para a cobertura das necessidades de *funding*. Em segundo lugar, estas economias apresentam desajustes patrimoniais importantes e, conseqüentemente, as necessidades de *funding* são em parte não desprezível para financiar estoques de passivos, e em menor medida projetos de investimentos produtivos.

### iii) *funding* e o uso da poupança

O gasto autônomo, que se constitui em parte através do investimento, determina a demanda agregada e — através de seu efeito sobre a renda, dada a propensão a poupar — gera um volume de poupança equivalente ao investimento, via efeito multiplicador. Portanto, teoricamente não deveria apresentar-se nenhum tipo de problema, na medida em que, em termos agregados, o volume de gasto autônomo gera *ex-post* um volume de poupança equivalente ao investimento inicial. Com a disponibilidade desta poupança se liquidaria o crédito de curto prazo (*finance*) antecipado pelos bancos ao investidor e o ciclo se completaria.

Para que esta dinâmica ocorra tão harmoniosamente, mesmo no curto prazo, existem, conforme ASIMAKOPULOS (1983), dois pressupostos. Por um lado, que o ciclo do multiplicador se tenha realizado de maneira completa num período de tempo relativamente curto. Por outro lado, que a poupança resultante da expansão do investimento tenha sido efetivamente canalizada para amortizar o crédito bancário adiantado<sup>7</sup>. Este último ponto também é ressaltado por TERZI quando ele defende que para o repagamento do débito bancário o que importa é o uso da poupança, porque o seu volume *ex-post* é sempre igual ao gasto autônomo<sup>8</sup>.

Embora em termos agregados a poupança *ex-post* sempre equivalha ao investimento, as decisões individuais de como manter a poupança não têm por que coincidir com as necessidades de recursos de terceiros por parte dos investidores produtivos. Como assinala Victoria CHICK (1987:128), "o investimento é (pelo menos em parte) uma oferta de novos títulos e a poupança é (pelo menos em parte) uma nova demanda por títulos".

6 Para maior referência, ver ASIMAKOPULOS (1983).

7 "In order for Kalecki's circle to 'close itself', when investment finance is obtained through bank credit, it is then necessary for both the operation of the full multiplier and the retirement of bank debt equal to the initiating credit to have occurred". ASIMAKOPULOS (1983:225).

8 "(...) any hypothesized level of household savings is compatible with full repayment of bank debt, on condition that households use all their savings to buy new debt issues by firms (...) who need these funds to repay their bank loans, for their current sales receipts do not cover all their bank borrowings". TERZI (1986:193) (grifo nosso).

A conciliação destas decisões independentes se faz via ajustes na taxa de juros e na dinâmica no mercado financeiro, e daí a importância de seu adequado funcionamento. DAVIDSON também é muito claro neste sentido.

"The existence of an exogenous money-creating banking system permits entrepreneurs to make investment decisions which can be incompatible with the public's portfolio preferences at the current rate of interest. If entrepreneurial investors can obtain finance then they can command the necessary resources to make their investment demands operational and ultimately it will be the market price of placements which will be the adjusting mechanism which will bring the public's portfolio balance decision into harmony with the available volume of securities which represent past and present needs for external funding for the investment projects undertaken (...) No matter what the desired portfolio holdings of the public may be, the Monetary Authority and the banking system will be the balancing factor."<sup>9</sup>

Da discussão entre poupança, financiamento e investimento o importante é reter as seguintes conclusões para avançar na questão do financiamento de longo prazo. Em primeiro lugar, no curto prazo, uma vez existente a decisão de gasto, o essencial para sua concretização é a disponibilidade de *finance*, e portanto uma política acomodativa do sistema financeiro diante da demanda de *cash*. Em segundo lugar, não está em discussão a disponibilidade de um volume adicional de poupança *ex-post*, dado que este deriva automaticamente do incremento de renda causado pelo gasto autônomo. O que importa é o destino ou **uso** que os poupadores lhe dão, e de que maneira isso se concilia com as necessidades de financiamento dos investidores caso estas se estendam por um prazo mais longo. Nesta conciliação, a dinâmica bancária e a acomodação da taxa de juros parecem ser elementos centrais. Em terceiro lugar, se o raciocínio até aqui for correto, avançar no entendimento sobre o problema do *funding*, isto é, as necessidades de financiamento de longo prazo de projetos de investimento, exige aprofundar a discussão sobre o volume de poupança, sua aplicação e o papel dos agentes financeiros neste processo. No aspecto particular do processo de canalização da poupança e da alavancagem do financiamento, cabe analisar as mudanças que ocorreram na década de 80 nas relações entre os mercados de capitais e os mercados de crédito, dada a importância que assumiram os fundos de pensão e o processo de securitização com a crise do sistema de crédito.

### 1.1.3. *Funding* e o padrão de acumulação

A disponibilidade de financiamento de longo prazo supõe duas condições, que analiticamente podem ser tratadas em separado. Por um lado, que exista um **volume** adequado de poupança — isto é, renda acumulada e cujo poder de gasto seja diferido no tempo — que viabilize alavancar o financiamento de longo prazo. Por outro lado, que o volume de poupança existente seja efetivamente **direcionado** para o fim de dar suporte ao *funding*. Visando uma melhor ordenação do ponto de vista metodológico, também tratarei isoladamente os determinantes internos e os internacionais do financiamento, ainda que na análise concreta eles sejam inseparáveis.

Com relação ao primeiro aspecto, ou seja, o volume de recursos internamente disponíveis para deslançar o financiamento de longo prazo de uma economia, a questão crucial está

---

9 DAVIDSON (1978:267). TERZI (1986; 1989) também aponta no mesmo sentido.

na opção entre privilegiar o consumo ou dar maior ênfase à expansão dos investimentos. Em outras palavras, consiste na opção do **padrão de crescimento econômico**, que é antes de mais nada uma decisão política<sup>10</sup>. Ainda que esta opção também possa ser influenciada por determinantes externos, a decisão é antes de mais nada interna a cada país e, portanto, uma questão política<sup>11</sup>.

O segundo condicionante interno, e que não está dissociado do primeiro, se refere ao problema da distribuição da renda. O nível da poupança agregada está associado ao nível de renda, à distribuição da renda corrente e à propensão a poupar dos diferentes grupos sociais. Em termos gerais, dado um nível de renda média, na medida em que houver uma melhor distribuição da renda e o padrão de consumo entre os distintos grupos sociais for menos diferenciado, se amplia o potencial de poupança desta sociedade como um todo e, portanto, sua base para alavancar as necessidades de financiamento de longo prazo. Assim, a discussão do volume interno de poupança disponível não pode estar dissociada do padrão de gasto e da distribuição de renda vigentes na sociedade de que se está tratando.

Outro problema diz respeito à capacidade de **canalizar esta poupança disponível para alavancar o financiamento de longo prazo**. As vias são em geral quatro e se combinam de distintas maneiras: i) aplicações individuais ou através de fundos de poupança privada em mercados de capitais; ii) intermediação de recursos via sistema de crédito privado; iii) reinvestimentos dos lucros das próprias empresas; iv) fundos de poupança compulsória administrados pelo Estado e canalizados para crédito de longo prazo. A reaplicação dos recursos gerados nas próprias empresas tende a ser a mais importante fonte de financiamento de longo prazo<sup>12</sup>, que nas economias desenvolvidas é complementada por um intenso desenvolvimento dos mercados de capitais, pois estes canalizam uma parte significativa das demandas de investimentos de carteira dos poupadores individuais, dos fundos privados de pensão e das companhias de seguro. Os fundos de poupança compulsória tendem a ser mais comuns em países que precisam fazer um esforço redobrado de investimentos de base, para os quais o fluxo de recursos fiscais tende a ser insuficiente.

Em suma, embora as decisões de investimento e de poupança sejam totalmente independentes no nível dos agentes individuais, é necessário que haja uma mínima compatibilidade entre o volume global de investimentos que ampliam a capacidade produtiva e suas necessi-

---

10 "The decision on whether to increase growth in consumption at the expense of accumulation as well as the decision as to the type of capital projects which are socially (as opposed to commercially) desirable could be resolved on a theoretical plane only if it was assumed that all interpersonal and intergeneration welfare comparisons could be made with complete certainty and with complete knowledge of the most desirable distribution of income at each point of time. Since such information will never be available in the real world, economists must leave it to responsible politicians to make these significant allocative decisions (...) their (economists') most useful contribution to the policy-makers will be to trace out as best as they can the ramifications associated with the alternative paths of development implicit in each allocative decision." DAVIDSON (1978:357) (o segundo parêntese é nosso).

11 Esta observação quanto às decisões políticas internas é particularmente importante para países grandes, que dispõem de um raio de manobra relativamente maior que os países pequenos na formulação de uma estratégia de desenvolvimento.

12 "Since corporations are the major investors in a modern economy, and since growing corporations normally retain a significant portion of gross profits for internal financing purposes, the profits savings propensity (sc) may play a crucial role in capital accumulation and growth (...)". DAVIDSON (1978:290).

dades de financiamento de longo prazo e o volume global de poupança e sua forma de aplicação como base do processo de *funding*.

Em termos macroeconômicos esta compatibilidade pode ver-se reforçada tanto pela qualidade do gasto como pela forma adequada de canalização da poupança existente. Com relação à qualidade, os gastos devem ter como objetivo fundamental contribuir para o aumento da produtividade destas economias, reforçando desta maneira o processo de geração de renda, seja para maior consumo ou poupança, conforme o padrão de crescimento pelo qual se optou. Desta maneira, a natureza do gasto público tampouco é indiferente. Como assinala MINSKY (1986a:30), investimento cria valor e implica lucros. O gasto público pode se referir a uma simples transferência de renda. Embora ela possa ter efeitos positivos sobre o emprego ao contribuir para sustentar a demanda, conforme o tipo de gasto o efeito líquido sobre a geração de renda pode ser menor que aquele derivado diretamente de investimentos. Se os gastos públicos servem para incrementar os lucros das empresas e/ou se referem ao pagamento de juros a rentistas, como estes tendem a ter uma propensão a poupar relativamente mais elevada, o impacto sobre a geração de renda pode ser menor que aquele derivado diretamente de investimentos públicos. As transferências do setor público para o privado só terão impacto equivalente ao investimento público direto se a maior renda disponível ao setor privado for, por sua vez, totalmente transformada em gastos. MINSKY retoma a questão da qualidade do gasto público na análise da instabilidade financeira e afirma:

"Given the proven power of the deficits of Big Government, the overriding policy issue really should be the determination of the structural effects and objectives of government action. Once government is big, it must be concerned not only with the aggregates but with for whom to produce, how to produce and what kind of output to produce".<sup>13</sup>

No que diz respeito às formas de canalização da poupança, estas precisam adequar-se às necessidades de financiamento dos investimentos. Em alguns casos os mecanismos de compatibilização via mercado funcionam adequadamente. Para outros tipos de investimentos, são necessários mecanismos de poupança compulsória. No entanto, estes somente se sustentam politicamente se efetivamente servem para alavancar o *funding* de projetos de investimento que contribuam para aumentar a capacidade produtiva com incrementos de produtividade.

#### 1.1.4. *Funding* num contexto inflacionário

Um primeiro problema se refere às próprias decisões de investimento. Dificuldades no processo decisório, derivadas do quadro inflacionário, podem implicar a retração do investimento e da renda e, conseqüentemente, deprimir a principal base de *funding* das empresas, que é seu volume de lucros destinado ao autofinanciamento dos investimentos.

O segundo problema se refere à forma que assume a poupança. Na existência de pressões inflacionárias, a tendência dos detentores de riqueza é reduzir os prazos de suas aplicações financeiras e exigir uma remuneração mais elevada para cobrir riscos quanto à evolução dos preços. Ou seja, as condições de *funding* tendem a deteriorar-se em termos de prazos e custos.

Como o sistema vem enfrentando esta situação? Por um lado, observa-se um intenso desenvolvimento de mercados secundários para garantir liquidez aos títulos de prazo mais longo. Através das operações nestes mercados se ajustam os preços às expectativas variantes quanto à

---

13 MINSKY (1986:22).

rentabilidade destas aplicações. Com o mesmo fim crescem e proliferam os instrumentos de seguro contra riscos de variações nos juros e nas taxas de câmbio. A demanda por este tipo de mecanismo é tal que hoje eles são transacionados em mercados específicos e organizados.

O desenvolvimento destes mercados é uma adaptação do sistema ao contexto de instabilidade. É necessário ressaltar que estes mercados secundários permitem o seguro contra o risco individual enquanto houver expectativas distintas quanto à evolução futura, pois são elas que permitem que se transacionem os mecanismos de seguro. Isso, no entanto, não elimina o risco sistêmico, que se manifesta quando as expectativas caminham numa só direção, paralisando os mercados ou causando flutuações tão intensas que tornam as intervenções para controlá-las muito custosas.

No sistema bancário, o contexto de instabilidade foi enfrentado com a introdução das taxas de juros flutuantes. Como o prazo das captações de recursos encurtou, os empréstimos de prazo mais longo tendem a se fazer com taxas de juros flutuantes, isto é, repactuadas periodicamente. Desta maneira, as instituições financeiras, enquanto não houver uma crise de confiança, conseguem compatibilizar a captação de um passivo de curto prazo com aplicações de longo prazo.

Neste contexto, o financiamento de longo prazo significa disponibilidade de recursos financeiros por um prazo certo, mas já não mais a um custo fixo. Desta maneira, um projeto de investimento financiado com créditos de prazo mais longo, mas cujo custo financeiro é periodicamente revisado ao longo de sua execução, pode tornar-se economicamente inviável por uma evolução desfavorável da taxa de juros.

Portanto, em contextos inflacionários, *funding* pode significar disponibilidade de **créditos por um prazo certo mas a um custo incerto**, o que introduz um aspecto de vulnerabilidade para os investidores que dele necessitam. Desta maneira, MINSKY (1986:208) assinala que o único financiamento não vulnerável às evoluções do mercado financeiro seria aquele proveniente do fluxo interno de recursos (*hedge finance*)<sup>14</sup>. Qualquer agente econômico que emprestaria a taxas flutuantes, embora quando contratasse o empréstimo pudesse estar numa situação de *hedge finance*, estaria potencialmente engajado em *speculative finance*.

Assim, pode-se concluir que quando uma parte significativa do *funding* se faz através de créditos a juros flutuantes se está numa situação potencial de **instabilidade financeira**.

#### 1.1.5. *Finance e funding* numa economia aberta e com setor público

A discussão dos conceitos tratados acima num contexto de economia aberta, ao mesmo tempo em que introduz dificuldades adicionais, torna a análise mais próxima da realidade.

Antes de mais nada, não é preciso insistir em que o contexto externo condicionou fortemente o padrão de produção e de consumo da economia brasileira ao longo de toda a sua história, e que, portanto, a discussão em torno da opção por um padrão de acumulação é uma questão bem mais complexa do que parece à primeira vista quando formulada teoricamente.

---

14 Minsky define três tipos de situações de financiamento em que os investidores podem estar envolvidos. "Hedge finance is a unit that expects its cash receipts to exceed its cash payments in each time period. But cash payments may be larger than the expected income receipts so that the only way they can be met is by rolling over or even increasing debt. Units that roll over debt are engaged in speculative finance and those that increase debt to pay debt are engaged in Ponzi finance". MINSKY (1986:70, 202).

Do ponto de vista macroeconômico, a expansão dos investimentos e seu financiamento levantam três questões básicas. Em primeiro lugar, quando se trata de uma economia aberta, a efetuação de um gasto autônomo pode ter efeitos positivos ou negativos em termos de geração de renda. Os gastos com investimentos podem elevar o coeficiente de importações e com isso uma parte da renda e do efeito multiplicador é externalizada. Já um incremento das exportações, seja por uma maior capacidade produtiva gerada pela expansão do próprio investimento, seja por uma maior demanda autônoma, eleva a renda interna disponível.

Em segundo lugar, com a abertura das transações comerciais com o exterior numa economia cuja moeda não é de circulação internacional, os efeitos de variação da renda gerados por gastos autônomos, além da disponibilidade de financiamento, também têm que ser compatíveis com a disponibilidade de divisas.

Em terceiro lugar, dadas a crescente mobilidade dos fluxos de capitais e a maior abertura dos mercados financeiros, a mobilização de capitais externos passou a ter um papel mais importante para as economias em desenvolvimento e mesmo entre as economias industrializadas<sup>15</sup>. Desta maneira, o potencial de acumulação pode ampliar-se por uma maior oferta de financiamentos internacionais, seja de créditos bancários de curto prazo, seja de financiamentos de longo prazo ou mesmo capital de risco.

No entanto, esta maior mobilidade dos capitais e a crescente integração dos mercados financeiros têm duas outras conseqüências. Primeiro, da mesma maneira como se internalizam com mais facilidade recursos do exterior e isso amplia o potencial de acumulação, abrem-se oportunidades para investimentos de carteira no exterior e, desta maneira, a possibilidade de canalização de poupança para fora das fronteiras do país. Ou seja, o processo de arbitragem, ainda que condicionado pelo risco cambial, pode estender-se ao espaço internacional, limitando assim a capacidade de intervenção dos agentes do sistema financeiro e das autoridades monetárias de um país quando estas não têm poder para também intervir de maneira efetiva no mercado internacional.

Segundo, com a maior mobilidade dos capitais e a utilização generalizada das taxas de juros flutuantes, os países de menor importância no cenário internacional, pela sua inserção comercial e financeira mundial, passaram a sofrer impactos diretos da gestão das políticas monetárias praticadas nos principais países centrais que dificilmente conseguem neutralizar internamente através de suas próprias políticas monetárias e financeiras.

Em suma, o desenvolvimento de mercados financeiros internacionais extremamente dinâmicos abriu a possibilidade de que países que podem ter acesso a eles ampliem sua capacidade de acumulação, ainda que isso deixe suas economias mais vulneráveis aos impactos das mudanças das políticas monetárias e financeiras dos países centrais, que dificilmente podem ser compensadas por medidas internas<sup>16</sup>.

O outro aspecto central nesta discussão se refere ao papel do setor público no processo de acumulação, e a como suas necessidades de financiamento podem ser cobertas. Não é necessário insistir no papel central que o Estado cumpre no fomento dos investimentos privados — principalmente em projetos de longa maturação e risco mais elevado — e em sua

---

15 Esta mobilidade de capitais vem inclusive permitindo que algumas economias desenvolvidas importadoras de capitais substituam *fundings* interno por internacional nos anos 80. TURNER (1991:21).

16 Esta extrema vulnerabilidade frente aos movimentos financeiros internacionais vem reacendendo o debate sobre a necessidade de reconstrução de um padrão monetário estável, interno e internacional.

responsabilidade em garantir o desenvolvimento de uma infra-estrutura adequada. Ainda que esta função assuma formas muito variadas nos distintos países, ela está presente e é estratégica no processo de desenvolvimento das economias, mesmo que o discurso liberal tente negá-la.

A cobertura dos gastos do Estado pode se dar através de várias fontes. Em primeiro lugar, encontram-se as receitas tributárias e as provenientes de preços e tarifas públicas. Uma segunda fonte deriva do poder do Estado de ser o responsável pela emissão da moeda. O incremento da base monetária corresponde ao financiamento a custo zero que o Banco Central estende ao Executivo, e lhe confere poder de gasto. Sobre esta base monetária, em economias inflacionárias, cria-se uma terceira fonte de arrecadação que é o imposto inflacionário<sup>17</sup>.

Além destes, o Estado tem recorrido crescentemente a outros meios para ampliar sua capacidade de mobilização de recursos financeiros. Agentes públicos, da mesma forma como inversores privados, podem recorrer ao sistema bancário para obter créditos de curto prazo na medida em que haja meios de gerar receitas que permitam amortizar seus compromissos financeiros. O acesso ao mercado financeiro internacional para a captação de empréstimos, seja diretamente de entidades públicas, seja de agentes privados com o aval do Estado, amplia estas opções de *finance*.

Por sua vez, o *funding* do setor público, isto é, a mobilização de recursos financeiros para projetos de investimento de grande porte e/ou de maturação relativamente longa, em princípio teria que se basear em outras fontes. Neste sentido, um primeiro mecanismo são os fundos compulsórios de poupança administrados pelo Estado e que servem para alavancar financiamentos de prazo mais longo.

Uma segunda fonte de mobilização de recursos financeiros é a colocação de títulos do Tesouro, ou seja, a geração de dívida mobiliária. A viabilidade de canalizar recursos desta maneira depende da existência de uma demanda por este tipo de ativos por parte dos inversores de carteira, no mercado nacional ou internacional. Em alguns países também procura-se criar um mercado cativo para os títulos públicos, exigindo que diferentes fundos de investimentos apliquem parte de seus recursos nestes ativos.

Para economias em desenvolvimento, uma terceira e última fonte importante de recursos financeiros utilizada pelo Estado tem sido a canalização de empréstimos de longo prazo de organismos financeiros multilaterais e fontes oficiais de países desenvolvidos.

Em suma, gastos e a mobilização de recursos financeiros pelo setor público têm sido um determinante fundamental nos processos de acumulação das economias capitalistas, e principalmente naquelas que apresentaram desenvolvimentos tardios.

Em função desta tendência, o endividamento do setor público se tornou um aspecto comum das gestões de política econômica, e a questão crucial encontra-se em identificar os condicionantes e o limite deste processo. Como muito bem lembra ALESINA, este limite é próprio de cada sociedade, mas também é condicionado significativamente pelas causas do acúmulo da dívida pública, ou seja, se há razões que são social e politicamente aceitas para que o Estado contraia um grande débito<sup>18</sup>.

17 Para isso é necessário supor que não haja indexação plena e perfeita e que o nível da inflação não seja tal que a perda do valor real da receita supere os ganhos com o imposto inflacionário.

18 ALESINA (1988).

Conforme SPAVENTA (1988:15), "surge um problema com a dívida pública quando os agentes começam a perder confiança na habilidade do Estado de cumprir com o serviço da dívida".

Na sua opinião, este problema não tem por que surgir se houver expectativas de que se volte a uma situação de relativa normalidade de uma taxa de crescimento econômico superior ao nível das taxas de juros; e se os agentes entenderem que o Estado está enfrentando somente uma restrição orçamentária intertemporal e terá capacidade de implementar uma política fiscal para superá-la.

Quando, por parte dos agentes, começa a surgir desconfiança em torno da gestão da dívida pública, o problema passa a ter vários desdobramentos que só tendem a reforçar as dificuldades de administrá-lo. Um primeiro movimento tende a ser um aumento do prêmio de risco e um encurtamento dos prazos exigidos pelos investidores de carteira nas novas colocações de títulos. Um segundo desdobramento pode ser a fuga de capitais. Esta tende a ser mais intensa naquelas economias em que o custo e risco de movimentar-se entre aplicações financeiras no mercado interno e externo é menor e quanto mais amplas forem as oportunidades de investimento no mercado internacional.

Assim, a perda de confiança na capacidade do governo de cumprir seus compromissos deteriora muito rapidamente as suas condições de financiamento via mecanismos de mercado, o que só reforça a desconfiança, criando-se uma realimentação em forma de círculo vicioso. Diante de situações dessa natureza, em que o Estado, no curto prazo, não consegue reverter os determinantes-chave da desconfiança, recorre-se ao financiamento monetário do déficit, que, se pode elevar o imposto inflacionário, tende a ser mais um sinal explícito do impasse.

Frente a um acúmulo de dívida pública que já não consegue ser refinanciada, pela recusa dos agentes em manter sua poupança em ativos financeiros emitidos pelo Estado, teoricamente as opções para enfrentar o problema são as seguintes: i) controle do déficit primário, reduzindo gastos e incrementando receitas; ii) criação de um imposto extraordinário sobre patrimônio; iii) inflação; iv) moratória ou calote. Estas alternativas de ação não são excludentes e tendem a apresentar-se de maneira combinada, ainda que possa haver distintas ênfases.

Neste sentido é muito enriquecedor o debate que se encontra em ALESINA (1988). Em primeiro lugar, ele assinala que cada uma destas alternativas precisa ser analisada em termos de custos e benefícios para os distintos grupos sociais em cada realidade política. Em segundo lugar, as duas primeiras alternativas supõem que haja condições políticas para que se consiga impor certo tipo de cortes nos gastos e incrementos do lado da receita. Desta maneira, ele adverte que pode haver "uma política fiscal que pode ser de altíssimo custo para o conjunto da sociedade, mas que é adotada porque ela beneficia o grupo social que detém o controle político"<sup>19</sup>.

Mas ALESINA também lembra que pode haver uma situação de impasse, que ele chama de situação política instável.

"Esta situação ocorre quando cada grupo tem poder suficiente para 'bloquear' a tributação sobre si, mas não tem influência política suficiente para taxar os demais".<sup>20</sup>

19 ALESINA (1988:38-39).

20 ALESINA (1988:35).

Neste caso tendem a ganhar força o financiamento monetário e o processo inflacionário, através do qual o passivo existente deve ser corroído. A eficácia desta terceira alternativa depende da estrutura da dívida pública e de ela ser ou não indexada. Caso ela seja indexada, a corrosão do valor da dívida exigirá que a economia passe por um processo de aceleração inflacionária, que, entretanto, a partir de um certo ponto, traz efeitos negativos do ponto de vista do imposto inflacionário e das receitas fiscais.

Por último, existe a alternativa da moratória ou do calote, que podem implicar a perda de reputação do governo, dado que significam uma ruptura de contrato, o que tende a agravar o problema da confiança. Além disso, a moratória ou o calote também podem gerar uma situação crítica no âmbito dos agentes que tenham uma parte significativa de seus ativos investidos em títulos públicos. Se estes forem instituições financeiras, pode criar-se uma situação de instabilidade financeira.

Nesta situação de impasse e possíveis alternativas é interessante o comentário de Marcello DE CECCO ao texto de ALESINA sobre as possíveis saídas.

"When public debt is accompanied by private enterprise indebtedness, the only realistic policy will be the cancellation through monetization and inflation. When public debt coincides with private asset accumulation, a coalition is likely to be formed, which includes rentiers and bankers, which will not be opposed by industry, and which will enforce a policy of budget surpluses, high real interest rates, severe deflation and unemployment. To these two extreme cases, a whole array of intermediate ones can be added, with weaker solutions or even open stalemates".<sup>21</sup>

Na medida em que uma parte importante da dívida acumulada do setor público vem sendo financiada com créditos do mercado financeiro internacional, o tratamento da questão da dívida externa tem que ser incorporado às opções de política econômica anteriormente discutidas. Qualquer alternativa de encaminhamento desta parte da dívida pública também está condicionada pelo poder político que os distintos grupos afetados conseguem exercer. Neste sentido, seria totalmente insuficiente vislumbrar qualquer alternativa que ignore os interesses dos credores externos, sua força política e seus meios de pressão. Além disso, grupos internos também são afetados por diferentes tipos de negociações em torno da dívida externa, e, na medida em que estas se dão conjuntamente com a implementação de políticas econômicas internas, as articulações dos grupos de interesse podem ver-se alteradas ao longo do tempo.

No âmbito externo, as discussões do limite do endividamento do setor público e das alternativas para enfrentar o impasse assume praticamente o mesmo conteúdo. Uma vez que se cria a desconfiança na capacidade de servir os compromissos da dívida, a primeira reação dos credores externos tende a ser a de aumentar o prêmio de risco e encurtar os prazos do financiamento internacional, o que só tende a ampliar o problema. Uma vez criado o impasse, isto é, quando se corta a oferta voluntária de recursos externos, as alternativas são: i) gerar superávit fiscal e na balança comercial; ii) declarar a moratória; iii) deixar a dívida externa se desvalorizar.

No caso da primeira alternativa, além do ajuste fiscal é necessário que haja um superávit na balança comercial que permita cumprir o serviço da dívida externa em moeda estrangeira. Com relação à segunda alternativa, também cabe a avaliação dos custos de romper um contrato.

---

21 ALESINA (1988:89).

Embora analiticamente se esteja tratando de maneira separada a parte interna da parte externa do processo do endividamento do setor público e seus limites, é importante ter presente que na prática estas dinâmicas interagem intensamente. Mais especificamente, a desconfiança com relação à capacidade de cumprimento do serviço da dívida tende a reforçar-se tanto pelos agentes internos como pelos externos. Da mesma maneira, quando melhoraram as condições de refinanciamento da dívida no âmbito interno (externo), aumenta o raio de manobra das autoridades econômicas para negociar junto aos credores externos (internos), supondo outros fatores constantes.

Em suma, deslocando a discussão do financiamento de longo prazo e de seus limites para a dinâmica de uma economia aberta e com a participação do setor público, nos aproximamos metodologicamente dos aspectos relevantes que são o objeto de estudo desta tese.

### 1.1.6. O papel do sistema financeiro

Se entendermos as decisões de investimento como totalmente independentes das decisões dos agentes de alocar sua poupança, o sistema financeiro passa a cumprir um papel central para que os investimentos, uma vez existente a decisão, se possam concretizar. Na medida em que os investidores necessitam de recursos de terceiros, é a postura dos agentes financeiros e das autoridades econômicas (através da política monetária e creditícia), frente à demanda de crédito, que sancionará ou não a decisão de investimento<sup>22</sup>.

O sistema financeiro cumpre basicamente duas funções. Em primeiro lugar como supridor de liquidez, já que os bancos atuam como câmara de compensação. Em segundo lugar como criador de crédito. A interdependência destas duas funções fica implícita na análise de MINSKY quando ele destaca o papel estratégico dos bancos comerciais no sistema financeiro.

"(...) there is one set of banks – the commercial banks – that remain of special importance because of their aggregate size and because their liabilities constitute a large part of the money supply. In a capitalist economy money is tied up with the process of creating and controlling capital assets."<sup>23</sup>

Por outro lado, no entanto, como lembra DYMSKI (1988:516),

"estas funções não são só interdependentes: elas podem conflitar. Quanto mais os bancos geram crédito para satisfazer a demanda por financiamentos, menos fundos estão disponíveis para serem redistribuídos para poder satisfazer a demanda por liquidez dos depositantes".

DYMSKI, ao retomar o dilema entre estas duas funções, adverte para um problema sério presente em algumas economias em desenvolvimento: quando a demanda por liquidez for elevada, limita-se a capacidade do sistema financeiro de cumprir sua função de criador de crédito.

Esta última função, por sua vez, pode ser subdividida em três. Em primeiro lugar, as instituições financeiras podem atuar como simples intermediadoras de recursos entre agentes superavitários e unidades deficitárias. Em segundo lugar, elas estendem créditos de curto

22 "Banking (...) is an essential factor if investment and economic growth are to be financed" MINSKY (1986:229). "The financial structure leads to the prior allocation of cash flows (...) The cash flows from income either validate or do not validate commitments made in the past" MINSKY (1986a:7).

23 MINSKY (1986:223).

prazo para financiar gastos autônomos, seja de investimentos (*finance*) ou de consumo (crédito ao consumidor). Por último, como lembra DAVIDSON (1978:291), "os bancos também fornecem crédito de curto prazo para as instituições financeiras que atuam como compradores e vendedores residuais nos mercados organizados de títulos".

Na opinião deste mesmo autor, na realidade é esta atuação residual que garante o funcionamento contínuo dos mercados *spot* e desta maneira implica a elevada elasticidade substituição entre dinheiro e títulos financeiros e a baixa elasticidade entre estes e ativos reais.<sup>24</sup>

Destas funções se deduz que o sistema financeiro cumpre um papel crucial tanto no fornecimento de créditos de curto prazo como no funcionamento contínuo dos mercados *spot* de títulos financeiros. No entanto, é importante reiterar que a atuação dos agentes financeiros nos mercados *spot* é de natureza residual, sendo que o grosso do carregamento dos ativos financeiros deve ser de poupadores. Ou seja, a capacidade de *funding* precisa estar presente e o papel dos bancos é estarem dispostos a cobrir possíveis necessidades da circulação financeira nos mercados de capitais.

A partir deste enfoque, não é o sistema financeiro o responsável pela adequada alocação dos recursos de uma economia. Esta alocação é, *a priori*, determinada pelas decisões de investimento, a partir das quais se estabelece a demanda por recursos no mercado financeiro, seja de *finance* ou de *funding*. A responsabilidade do sistema financeiro consiste na sua capacidade de satisfazer adequadamente as demandas de financiamento. Isto é, fornecer créditos de curto prazo e criar condições para que os detentores de riqueza estejam dispostos a diferir seu poder de compra no tempo e pôr seus recursos à disposição das unidades econômicas transitoriamente deficitárias em seus fluxos de caixa.

Com relação ao processo de *funding*, têm se desenvolvido basicamente dois tipos de modelos nos sistemas financeiros dos países desenvolvidos. Por um lado, há os sistemas onde prevalecem mercados *spot* extremamente desenvolvidos de títulos de dívida e ações, que garantem uma elevada liquidez a este tipo de ativo financeiro. Neste caso as demandas de recursos por prazos mais longos são satisfeitas essencialmente nestes mercados e os bancos também se guiam por sinais destes mercados para estender seus créditos. Os exemplos clássicos deste tipo de sistema se encontram na Inglaterra e nos Estados Unidos. Por outro lado, nos países que apresentam mercados de títulos menos desenvolvidos, o *funding* tende a ser canalizado diretamente através de instituições bancárias, que na sua política de crédito se guiam por um acompanhamento mais próximo da operação das empresas. Esta é a forma que ainda prevalece nos países continentais da Europa e no Japão.

Ainda que os agentes financeiros não sejam os responsáveis pela alocação dos recursos, pois esta, como foi assinalado, é determinada pelas decisões de investimento, eles podem frustrar as decisões ao não colaborarem na cobertura das suas necessidades de financiamento. É nesta capacidade unilateral de negar a oferta de crédito que consiste o poder e profundo impacto que os bancos podem exercer sobre o processo de acumulação.

Quando se apresenta uma deficiência no suprimento de recursos pelo sistema financeiro, pode-se identificar basicamente três causas, que, embora tratadas individualmente, tendem a

---

24 "(...) it is the existence of these residual buying and selling by financial institutions who provide continuity in the spot market for placements, and who therefore create a degree of liquidity for securities which far exceeds any liquidity which might be associated via spot market for the capital goods of firms." DAVIDSON (1978:291).

ser interdependentes. Em primeiro lugar, os agentes bancários, por decisão própria, podem limitar a expansão do crédito de curto prazo. Uma segunda contenção pode surgir a partir da implantação de uma política monetária restritiva, seja diretamente, colocando limites à expansão do crédito, seja indiretamente, pela reavaliação do risco feita pelos bancos, a partir da subida da taxa de juros de curto prazo, de seus efeitos macroeconômicos e do impacto sobre os demandantes de crédito. Uma terceira fonte de restrição de financiamento, basicamente de recursos de longo prazo, pode se dar seja por um nível de poupança abaixo das necessidades de recursos para a acumulação, seja por problemas macroeconômicos que impedem que a poupança possa ser canalizada para o financiamento de longo prazo.

Isso nos mostra que é possível tanto identificar problemas no âmbito da dinâmica bancária propriamente dita, como causas macroeconômicas e relativas ao padrão de crescimento que podem frustrar a oferta de recursos, e com isso interromper o processo de expansão. Cabe identificar, nos distintos momentos da crise de financiamento, o tipo de problema que prevaleceu.

### 1.1.7. A questão da indexação<sup>25</sup>

Dada a persistência do crônico problema da inflação no Brasil, toda a discussão do financiamento não pode prescindir da questão da indexação. A sua introdução plena nos contratos financeiros, que se generalizou a partir do final da década de 70, quando a inflação ultrapassou a casa de um dígito, traz novas dificuldades na análise de *finance e funding*.

A indexação tem como objetivo garantir a cobertura da perda de valor diante do processo inflacionário. O conceito que melhor exprime isso é o da "moeda indexada", introduzido no período do ministro Funaro. Dado que a moeda já não cumpria mais sua função de reserva de valor, introduziu-se uma moeda escritural, a LBC, cujo valor nominal teria garantido ajustes equivalentes à variação do índice oficial de preços.

A concentração das aplicações financeiras voluntárias, por parte dos detentores de riqueza, em títulos públicos de curto prazo com plena indexação (moeda indexada) indica uma preferência absoluta por liquidez. Em outras palavras, existe poupança voluntária, que é canalizada para o mercado financeiro e está disponível para cobrir as necessidades dos que demandam recursos (no caso, especialmente o setor público), só que a preferência é por aplicações de curto prazo. Neste sentido, o problema de *funding* se transforma numa questão de prazo, já que só pode ser garantido através do mecanismo de *roll-over*.

Diante destas características que a canalização da poupança voluntária assumiu no Brasil nos anos 80 e das gestões de política econômica implementadas para enfrentar a restrição financeira do setor público, a questão do limite de financiamento do Estado se apresenta através de dois problemas, que analiticamente podem ser separados. Um primeiro se refere à desconfiança dos detentores de riqueza quanto à capacidade do Estado de cumprir suas obrigações financeiras, e está associado ao contexto mais geral da política macroeconômica. O segundo problema quanto ao limite de financiamento do setor público diz respeito à regra de indexação. Ao longo desses anos, em vários momentos o governo desrespeitou e alterou as regras de indexação, com o que feriu um elemento básico que fundamenta os contratos no mercado financeiro. Como estes são o instrumento operacional elementar da dinâmica desse mercado, a desindexação criou uma desconfiança em relação à respeitabilidade do próprio

---

25 Este item contou com a profunda colaboração de Luiz Carlos Mendonça de Barros, ainda que todos os equívocos sejam de minha exclusiva responsabilidade.

contrato. Assim, enquanto se continuar num contexto de inflação crônica e os agentes económicos desconfiarem que as regras de indexação implícitas nos contratos podem ser descumpridas, persiste um forte elemento desagregador no processo de financiamento. Isso é ainda mais grave na situação de concentração do financiamento no curto prazo e de polarização das posições credora (setor privado) e devedora (setor público).

Em suma, o limite de financiamento do passivo acumulado do Estado no caso do Brasil, na gestão desta crise, com as diferentes tentativas de desindexação, apresenta uma dificuldade adicional, que é a crescente desconfiança quanto aos indexadores do governo e, por extensão, aos próprios contratos estabelecidos com ele ou por ele regulados. Isso constitui um problema a ser considerado ao se pensar a questão do financiamento num contexto de retomada do crescimento no país.

## **1.2. Uma proposta metodológico-analítica para compreender a dinâmica da crise de financiamento do Estado brasileiro nos anos 80**

Para entender como se foi gestando esta crise a análise precisa incorporar basicamente três tipos de questões: i) as características da estrutura económica do país quando eclodiu a crise, principalmente do ponto de vista de sua inserção internacional; ii) a dimensão e o impacto do choque externo; e, por último, iii) a gestão da política económica implementada a partir deste choque.

Com relação à natureza da inserção internacional da economia brasileira que foi delineada nos anos 70, cabe ressaltar três aspectos. Em primeiro lugar, o financiamento externo assumiu um peso relativamente grande frente ao grau de abertura comercial, que continuava extremamente pequeno, apesar da expansão dinâmica das exportações nesse período. Esse processo não pode ser dissociado da ampla disponibilidade de recursos nos mercados financeiros internacionais e da possibilidade de acesso que se criou para países de desenvolvimento médio diante da retração da demanda por crédito nos países industrializados. Em segundo lugar, as condições nas quais os empréstimos foram contratados, principalmente as taxas de juros flutuantes, explicam a velocidade com que se deteriorou a capacidade de cumprir o serviço da dívida externa. Por fim, a concentração da captação de recursos externos no Estado implicou uma rápida escalada da dívida pública, criando sérias dificuldades, de ordem financeira e fiscal, para o Estado se ajustar.

O segundo tipo de questões se refere à dimensão e ao impacto do choque externo, que ao levar a um intenso processo de desvalorização cambial para administrar as contas externas implicou um empobrecimento relativo do país e, conseqüentemente, um esforço ainda maior para cumprir com as obrigações externas. A rápida deterioração da capacidade de pagamento somente pode ser entendida a partir da evolução totalmente inversa dos juros internacionais em relação aos preços e à demanda pelas exportações do país. Além disso, as instituições bancárias efetivamente exerceram seu poder de cortar unilateralmente a oferta de crédito. Esta ruptura é o primeiro sintoma da crise e se estende ao longo de toda a década, refletida na postura dos credores privados nos processos de renegociação das dívidas externas.

O terceiro e último (não por isso menos importante) condicionante do processo de endividamento cumulativo do setor público está relacionado com a política económica que foi implementada ao longo da década, tanto para lidar com o novo contexto internacional como para enfrentar os problemas internos, relacionados à ou independentes da crise externa. Embora a discussão desta questão pudesse envolver todas as áreas de atuação de política

econômica, para nosso argumento três são as mais relevantes. Em primeiro lugar, o ajuste do crescimento se baseou essencialmente em medidas macroeconômicas de caráter recessivo que não foram complementadas com políticas setoriais que resultassem num reordenamento mais efetivo frente aos novos desafios internacionais. Esse tipo de política fez com que o grosso do ônus do ajuste do setor privado fosse transferido para o Estado sem critério algum. Por um lado, isso significou um passivo maior e, por outro, restringiu o Estado na implementação de políticas compensatórias nas áreas estratégicas que deveriam ter sido protegidas da recessão. Este é um dos aspectos que contrasta fortemente com algumas das experiências de ajuste dos NICs asiáticos. Em segundo lugar, a ênfase que se deu na política cambial e monetária foi determinante para a deterioração do quadro inflacionário e da situação financeira do setor público. E, por último, a situação financeira do setor público também acabou sendo agravada por fatores de natureza estritamente interna, principalmente do lado da receita e do gasto, que não podem ser desprezados.

Ao integrar estas distintas questões num marco analítico baseado nos conceitos teóricos anteriormente discutidos, pode-se tentar entender os determinantes básicos que desencadearam a crise de financiamento do Estado. A ruptura que se observou no sistema financeiro internacional a partir da política monetária implantada pelos Estados Unidos desde fins de 1979 foi a pedra angular dos problemas financeiros nos quais o Estado brasileiro incorreu ao longo da década de 80. O choque externo foi de tal magnitude — pelo salto dos juros, pela deterioração das relações de troca e pelo corte total do financiamento externo —, que criou desajustes entre fluxos e estoques dificilmente superáveis sem medidas de natureza mais profunda e seletiva internamente. No entanto, a política econômica que se implantou ao longo da primeira parte dos anos 80, além de subjugada às pressões de rolagem restrita da dívida externa por parte dos credores internacionais, também transferiu para o Estado o ônus do ajuste do setor privado interno em geral. Desta maneira a economia brasileira chegou a meados dos anos 80 com um acúmulo significativo de dívida pública, financiada em boa medida pelo setor privado através de suas aplicações de carteira em títulos públicos indexados. O paradoxo da situação é que o Estado acumulou um crescente estoque de dívida para cumprir com o serviço da dívida externa e para socializar o ônus do ajuste do setor privado, enquanto este último, por sua vez, passou a financiar o Estado via operações de mercado aberto. Este circuito passou a representar o mecanismo de manutenção do valor da riqueza privada acumulada e que deixou de ser canalizada para investimentos produtivos.

Assim, pode-se dizer que até a metade da década o setor privado esteve disposto a financiar uma crescente dívida pública interna, que permitiu ao governo fazer o ajuste e em nenhum momento desafiar as regras estabelecidas pela comunidade financeira internacional para a renegociação da dívida externa.

A partir de meados da década o acúmulo de dívida concentrado no setor público passou a apresentar maiores riscos, diante das dificuldades de retomada sustentada do crescimento e do significativo peso dos encargos financeiros do Estado. Eram evidentes as dificuldades que o governo vinha enfrentando na contenção dos gastos e sua incapacidade de avançar no sentido de uma reforma fiscal mais ampla. Por sua vez, as tentativas de criar condições de financiamento internas menos onerosas e de prazo mais longo e de implementar uma negociação da dívida externa alternativa também sinalizavam ao setor privado as crescentes dificuldades para a sustentação do financiamento do processo de endividamento. Por último, o retorno a uma estratégia de ajuste ortodoxa com desindexação financeira, no último ano de gestão do presidente Sarney, revelou que se estava no limite da confiança em que o setor público seria capaz de honrar seus compromissos.

No entendimento da crise desta maneira encontram-se três idéias básicas que estarão presentes na análise desenvolvida ao longo dos próximos capítulos. Em primeiro lugar, na raiz dessa crise estaria a ruptura do padrão de financiamento internacional e a maneira como este choque externo foi tratado. Conseqüentemente, a saída da crise teria como condição necessária a recomposição sustentada dos mecanismos de financiamento e dos fluxos de capital internacionais, através dos quais se marginalizaria o problema do passivo externo acumulado e diminuiria o peso relativo dos encargos financeiros externos do setor público. Em segundo lugar, essa crise também refletiria a dificuldade de implementar-se um novo modelo de desenvolvimento e de fazer os ajustes estruturais em função de seus objetivos, o que se poderia denominar de "falta de um projeto de desenvolvimento". Esta dificuldade não pode ser dissociada da complexidade da estrutura industrial que a economia brasileira assumiu na fase do II PND e das incertezas quanto a uma nova inserção internacional frente às transformações nos países centrais. Isso fez com que a ruptura do financiamento externo fosse absorvida internamente num processo defensivo de crescente transferência do ônus de distintos setores privados para o Estado, levando-o ao seu limite de endividamento. Por último, diante da retração da economia, a crise nos anos 80 não seria de falta de poupança, mas de dificuldades de financiamento do setor público, especificamente de *funding*. Neste contexto e em função da dimensão do passivo acumulado, os ajustes de fluxo e de natureza basicamente fiscal se mostraram inefetivos para resolver a crise.

## **CAPÍTULO II**

**O Contexto Financeiro Internacional:  
mudanças na dinâmica e nos fluxos de recursos  
e a gestão da dívida externa**

O objetivo deste capítulo é analisar como as transformações no contexto financeiro internacional condicionaram o acesso a recursos externos de países em desenvolvimento endividados como o Brasil. A idéia básica é que estas transformações tanto determinaram o tratamento que os credores dispensaram à crise da dívida externa como explicam a permanência de dificuldades de acesso a um volume mais significativo de financiamento internacional.

A maior parte das análises sobre o sistema financeiro internacional enfatiza os aspectos microeconômicos e, desta maneira, entende os anos 80 como continuidade e aprofundamento do processo de transformações que se iniciou no final da década de 60. O enfoque adotado nesta análise, ao contrário, tenta ser mais abrangente. Neste sentido, quando estamos falando dos mercados financeiros internacionais estamos tratando essencialmente dos grandes bancos privados e/ou instituições financeiras que operam em nível mundial. A atuação destes agentes privados estratégicos, embora assumam uma dinâmica própria<sup>1</sup>, não pode ser dissociada dos Estados e dos Bancos Centrais, já que estes interagem fortemente com os agentes privados, e os condicionam através das regulações a que estão sujeitos os sistemas financeiros dos países e do impacto das políticas macroeconômicas — essencialmente a política monetária. Assim, procura-se entender as transformações financeiras analisando as interações entre os principais agentes financeiros privados e as políticas monetária e de regulação implementadas nos países centrais.

De acordo com este enfoque analítico, pode-se sugerir um corte no comportamento dos mercados financeiros no final dos anos 70. A continuidade no processo das inovações financeiras, que teve início em fins da década de 60, é somente um dos elementos da análise<sup>2</sup>. Estas inovações e seus principais desdobramentos devem ser inseridos no contexto macroeconômico, que sofreu alterações importantes a partir do final da década de 70.

O capítulo está subdividido em quatro partes. Numa primeira, discute-se o papel central dos Estados Unidos nas mudanças da dinâmica financeira internacional em discussão. Na segunda parte caracterizam-se as principais transformações observadas nos mercados financeiros privados internacionais. Em seguida analisam-se aquelas conseqüências das transformações que apresentam maior importância do ponto de vista do problema do endividamento externo e do acesso de países subdesenvolvidos a recursos financeiros internacionais novos. Por último, na quarta parte, estas mudanças são relacionadas com o padrão de renegociação da dívida externa que predominou ao longo dos anos 80.

---

1 As instituições financeiras não se limitam a ser intermediadores passivos entre agentes superavitários e deficitários, o que imprime uma lógica extremamente dinâmica e própria ao sistema financeiro. Para uma análise teórica da lógica de operação bancária, ver MINSKY (1986: cap. 10).

2 Em alguns estudos se interpretam as inovações financeiras introduzidas na década de 80 como uma simples continuidade dos instrumentos que começaram a generalizar-se na primeira metade dos anos 70, como a taxa de juros flexível, as práticas de *roll-over* e a sindicalização. Nesta mesma linha, outros relacionam as mudanças exclusivamente com o progresso tecnológico. Para maior referência sobre distintas interpretações, ver *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 2, Nº 4, 1986.

## 2.1. A política norte-americana como determinante da restrição financeira internacional para países em desenvolvimento

Antes de analisar as alterações que se observaram no contexto financeiro internacional a partir do final da década de 70, cabe um breve comentário sobre os anos de oferta "aparentemente" ilimitada de recursos externos para alguns países em desenvolvimento. Retrospectivamente, parece bastante claro que essa fase de fácil acesso ao mercado financeiro privado internacional esteve estreitamente associada à crise e às tentativas de reestruturação produtiva nos países industrializados após 1973. As políticas macroeconômicas implementadas nesse período, que ficaram conhecidas como "stop and go", e os investimentos concentrados na racionalização da produção<sup>3</sup> implicaram uma queda na demanda por crédito nos países desenvolvidos, fazendo com que os recursos dos mercados financeiros fossem canalizados para novas regiões e investidores, principalmente no mundo subdesenvolvido.

Ainda que fossem considerados "tomadores de segunda linha" (*second best borrowers*), alguns destes países estavam desenvolvendo grandes projetos de investimento e expandindo suas exportações de produtos manufaturados, mais especificamente os New Industrialized Countries (NICs), o que os tornava atrativos às instituições financeiras internacionais, pois eram países com projetos rentáveis e preocupados em aumentar sua capacidade de geração de divisas.

Este movimento também foi reforçado pela política dos próprios governos dos países centrais, para amenizar seu processo de ajuste interno. Além de promoverem a externalização de alguns processos produtivos (os intensivos em mão de obra e/ou energia; os poluidores), estes governos estenderam créditos oficiais aos NICs para a importação de bens de capital, com o que compensaram parcialmente o impacto negativo da retração do crescimento da economia mundial e contribuíram para o ajuste de suas balanças de transações correntes.

Outros países subdesenvolvidos, que não apresentavam condições vantajosas de investimentos produtivos, tampouco deixaram de receber créditos privados internacionais em volumes significativos nesse período, sendo os credores internacionais atraídos por elevada rentabilidade e garantias de curtíssimo prazo.

Ou seja, independentemente dos motivos internos que levaram cada um dos países em desenvolvimento a captar recursos externos nos anos 70, o acesso relativamente fácil ao mercado financeiro internacional privado foi um condicionante externo básico e comum a todos eles e que não pode ser dissociado da crise e reestruturação produtiva nos países centrais.

Este condicionante externo básico mudou completamente a partir do final dos anos 70, num primeiro momento, pelo aprofundamento da crise a partir da implementação de uma política recessiva (1981-1982) e, num segundo momento, pela significativa retomada dos investimentos nos países centrais a partir de 1984. Como se pode observar na Tabela 2.1, a participação dos países em desenvolvimento na entrada bruta de capitais nas economias diminuiu de 35% na segunda metade dos anos 70 para 19% no mesmo período dos 80s, não sendo poucos os países que passaram de importadores a exportadores líquidos de capital neste último período. Na primeira parte dos anos 80 a participação dos países em desenvolvimento só se manteve no patamar dos anos 70 pelos pacotes de reestruturação das dívidas externas, armados com a ajuda dos governos dos países centrais e dos organismos oficiais para evitar

3 FROEBEL (1983).

uma crise mais ampla no sistema financeiro internacional, em função do impacto potencial da inadimplência das economias endividadas.

Tabela 2.1

**ENTRADA DE CAPITAIS NOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS  
E EM DESENVOLVIMENTO<sup>a</sup>**

	(médias anuais)		US\$ bilhões
	1975-79	1980-84	1985-89
Países industrializados	99.1	175.7	463.3
Setor público	21.0	40.1	63.8
Setor privado <sup>b</sup>	78.1	135.6	399.5
Países em desenvolvimento	52.1	105.5	110.0
Setor público	32.1	66.7	74.3
Setor privado <sup>b</sup>	19.9	38.8	35.8

**Notas:**

(a) Soma de entradas brutas, excluindo-se os movimentos de reserva.

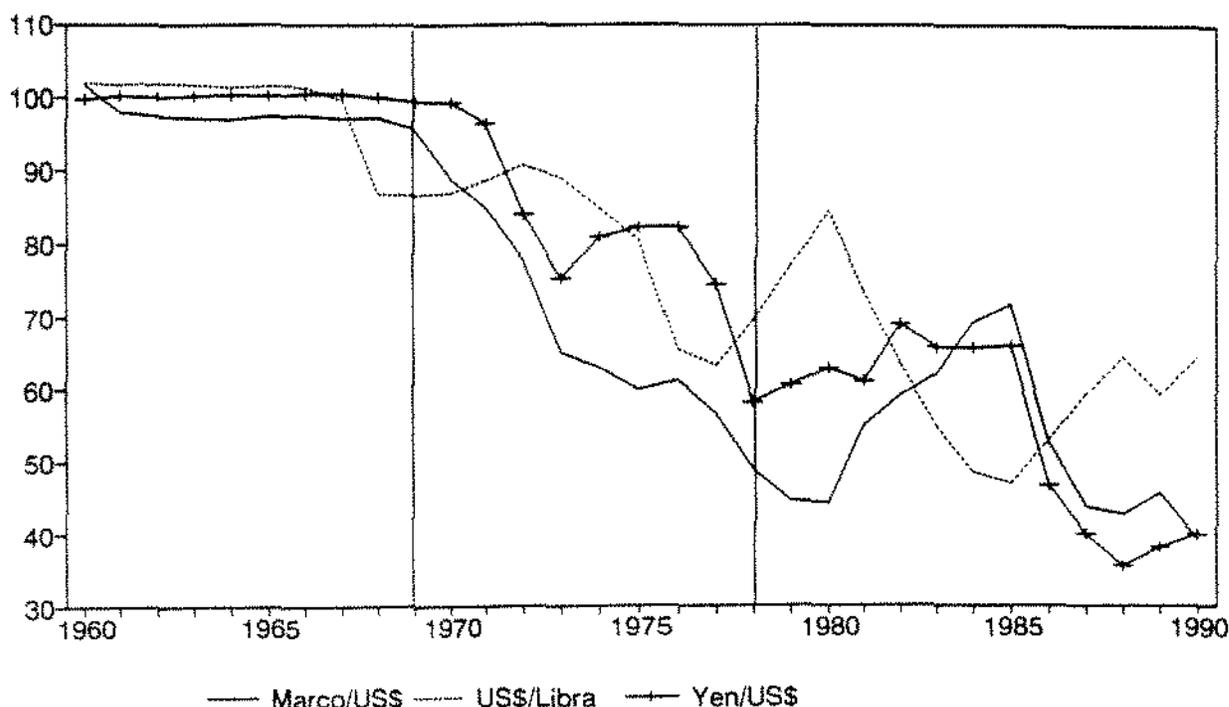
(b) Investimento direto em títulos (inclusive títulos públicos) mais empréstimos bancários de longo prazo. Estão excluídos os empréstimos bancários de curto prazo.

Fonte: Dados originais FMI, "Balance of Payments Statistics". In: TURNER, Philip: "Capital Flows in the 1980s: a survey of major trends", *BIS Economic Papers*, Nº 30, Basileia, Abril 1991.

As duas fases sincronizadas no âmbito dos países centrais — 1981-1982 e 1984-1990 — foram lideradas e condicionadas essencialmente pela política macroeconômica norte-americana. A primeira, que se caracterizou pela política monetária restritiva implementada no último período Carter e, posteriormente, reforçada no início da gestão do presidente Reagan, teve basicamente duas repercussões. Primeiro, ao levar a economia mundial a uma recessão profunda, no período 1981-1982, afetou importantes setores e agentes produtivos que se haviam endividado junto aos bancos privados ao longo da década de 70, tanto nos países industrializados, especialmente nos EUA, como nos países em desenvolvimento. O impacto negativo sobre estes setores/agentes rebateu no sistema financeiro, fragilizando especialmente os grandes bancos comerciais norte-americanos, que haviam sido os mais ativos na intermediação financeira nos anos 70.

Em função do maior risco de crédito, que se manifestou no início de 1980 com a primeira escalada das taxas de juros e se tornou evidente com a crise da dívida externa dos países em desenvolvimento em 1982, procurou-se fortalecer a posição dos bancos, como precaução contra uma possível crise sistêmica. Assim, os agentes financeiros, de sua parte, foram elevando os *spreads* para fazer frente ao crescente risco. Por sua vez, os bancos centrais dos países industrializados, especialmente depois de 1982, tornaram-se mais exigentes em termos de capitalização e reservas de contingências dos bancos. Se por um lado esta política era necessária para enfrentar a extrema fragilidade dos grandes bancos internacionais, por outro

Gráfico 2.1  
**TAXAS DE CÂMBIO 1960-1990**  
 base: média 1950-69 = 100



Nota: Os dados referem-se a médias anuais.

Fonte: FMI - *International Financial Statistics* - diversos números.

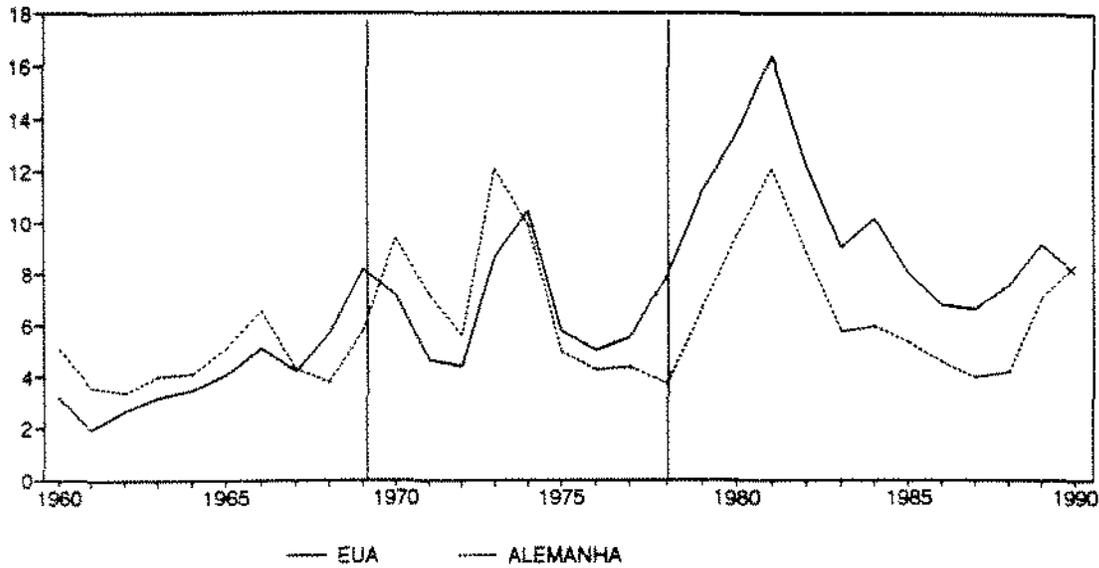
elevou o custo dos recursos obtidos junto ao sistema bancário, incentivando o processo de desintermediação financeira<sup>4</sup>.

A segunda repercussão que a rígida política monetária implementada pelos EUA teve foi intensificar as flutuações das taxas de câmbio e de juros, causando um grau de instabilidade anteriormente desconhecido nos mercados financeiros (Gráficos 2.1 e 2.2 e Tabela 2.2). Este contexto de instabilidade criou uma significativa demanda por instrumentos de transferência de risco de preço. Entre as inovações financeiras na década de 80, estes instrumentos foram os que mais se expandiram e que maiores problemas trouxeram para a regulação das autoridades econômicas<sup>5</sup>.

4 Denomina-se desintermediação financeira, em contraposição à intermediação financeira, a troca de recursos entre agentes superavitários e deficitários através de um contato direto entre eles. Neste caso, qualquer intervenção de um agente financeiro se restringe à simples estruturação e gestão da operação, não envolvendo a estrutura ativa/passiva da instituição financeira.

5 Entre os principais instrumentos de transferência de risco de preço encontram-se os *swaps*, opções e futuros, que foram objeto de estudo aprofundado pelo BIS, para que os bancos centrais dos países industrializados pudessem readequar o seu marco regulatório. Para maior referência, ver BIS (1986).

Gráfico 2.2  
**TAXAS DE JUROS 1960-1990**  
 em %



Nota: Os dados referem-se a médias anuais.

Fonte: FMI - *International Financial Statistics* - diversos números.

Na segunda fase — também liderada pela política macroeconômica norte-americana—, que se caracterizou pela recuperação do crescimento das economias centrais, a dinâmica financeira foi condicionada pelos dois grandes desajustes causados por esta política no âmbito dos próprios países industrializados — o déficit da balança de transações correntes e a conseqüente passagem dos EUA de economia credora para devedora; e o crescimento da dívida pública norte-americana e seu crescente financiamento por capitais externos<sup>6</sup>.

Como se pode observar na Tabela 2.3, o fluxo de investimento estrangeiro direto (IED) cresceu a taxas aceleradas no âmbito dos países centrais nesta segunda fase, quadruplicando seu valor anual entre 1985 e 1989. No entanto, aquele destinado aos países em desenvolvimento se manteve praticamente estancado até 1988, o que fez com que a participação destes últimos no volume total de IED caísse de 24% no período 1975-1979 para 14% em 1989<sup>7</sup>.

6 Para uma análise detalhada dos problemas e riscos que estes desajustes envolvem, referências importantes são: MARRIS (1985) e a versão atualizada de agosto de 1987; FRIEDMAN (1987); e MISHKIN (1987).

7 Cabe entretanto notar que o comportamento também é muito diferenciado entre os países em desenvolvimento. No mesmo período, enquanto os NICs asiáticos e os países da Associação das Nações do Sudeste Asiático (ANSEA — Indonésia, Malásia, Singapura e Tailândia) mantiveram sua participação no fluxo global entre 5%-6%, o grupo dos países altamente endividados viu sua participação baixar de 13% para 4,5%.

Tabela 2.2

## INDICADORES DE VARIAÇÃO DAS TAXAS DE CÂMBIO E JUROS

## TAXA DE CÂMBIO

Coefficiente de Variação (%)	US\$/LIBRA	MARCO/US\$	IENE/US\$
1950-67	0.5	2.4	0.2
1968-73	1.7	13.0	10.2
1974-78	11.6	8.6	12.1
1979-90	17.4	19.9	22.9
Amplitude	US\$/LIBRA	MARCO/US\$	IENE/US\$
1950-67	0.07	0.23	2.51
1968-73	0.11	1.32	88.85
1974-78	0.59	0.51	86.35
1979-90	1.03	1.33	120.90

## TAXA DE JUROS INTERBANCÁRIA

Coefficiente de Variação (%)	EUA	ALEMANHA
1968-73	25.8	37.4
1974-78	29.0	41.4
1979-90	28.3	33.9
Amplitude (Taxa Anual em Pontos Percentuais)		
1968-73	4.3	8.3
1974-78	5.5	6.2
1979-90	9.7	8.1

## Notas:

- Coeficiente de Variação = Desvio Padrão / Média.
- Amplitude = diferença entre o máximo e o mínimo valor observado.
- Os dados originais referem-se a médias anuais.

Fonte: FMI, *International Financial Statistics* - diversos números.

Tabela 2.3

DISTRIBUIÇÃO GLOBAL DE IED<sup>a</sup>

US\$ bilhões

	Médias Anuais							
	1975-79	1980-84	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Fluxos totais	27.6	53.3	48.2	76.6	112.0	139.9	192.4	179.6
Países industrializados <sup>b</sup>	21.0	36.9	35.9	64.6	96.0	123.5	164.3	150.9
Países em desenvolvimento	6.6	16.4	12.5	12.8	16.6	17.5	28.1	28.6
NIC's asiáticos <sup>c</sup>	0.5	1.6	1.6	2.5	4.2	4.6	5.0	5.5
ANSEA <sup>d</sup>	0.9	1.7	1.2	1.1	1.5	3.3	4.1	6.2
Export. de petróleo								
Credores <sup>e</sup>	0.4	5.0	0.7	1.1	-1.1	-2.6	-0.2	0.1
Devedores <sup>f</sup>	1.8	2.5	1.8	2.2	4.6	3.9	5.6	4.7
Países altamente endividados <sup>g</sup>	3.6	5.3	4.5	3.7	6.1	8.7	9.0	7.6

Notas: (a) Investimento Estrangeiro Direto.

(b) Países industrializados: Estados Unidos, Canadá, Austrália, Japão, Nova Zelândia, Alemanha, Áustria, Bélgica-Luxemburgo, Dinamarca, Finlândia, França, Grécia, Islândia, Irlanda, Itália, Holanda, Noruega, Portugal, Espanha, Suécia, Suíça, Reino Unido.

(c) Novos Países industrializados: Coreia do Sul, Formosa, Hong Kong e Singapura. Os dados excluem Hong Kong, sendo que para 1989 e 1990 não incluem Formosa.

(d) Associação das Nações do Sudeste Asiático: Indonésia, Malásia e Tailândia.

(e) Kuwait, Omã e Árabia Saudita. Não se dispõe de dados para o Catar e os Emirados Árabes Unidos. Para 1989 não se dispõe também dos dados referente ao Kuwait, e para 1990 dispõe-se apenas dos dados de Omã.

(f) Etiópia, Camarões, Congo, Equador, Gabão, Indonésia, Iraque, México, Nigéria, Trindade e Tobago e Venezuela.

(g) Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, Costa do Marfim, Equador, Filipinas, Iugoslávia, Jamaica, México, Marrocos, Nigéria, Peru, Uruguai, Venezuela.

Fonte: Dados originais FMI, "Balance of Payments Statistics". In: TURNER, Philip: "Capital Flows in the 1980s: a survey of major trends", BIS Economic Papers, Nº 30, Basileia, Abril 1991. Os dados de 1989 foram ajustados e os de 1990 acrescentados conforme "Balance of Payments Statistics", Yearbook, Vol. 42, Parte 2, 1991, Tabela C-17, p. 69.

Tabela 2.4

## FINANCIAMENTOS NO MERCADO FINANCEIRO INTERNACIONAL

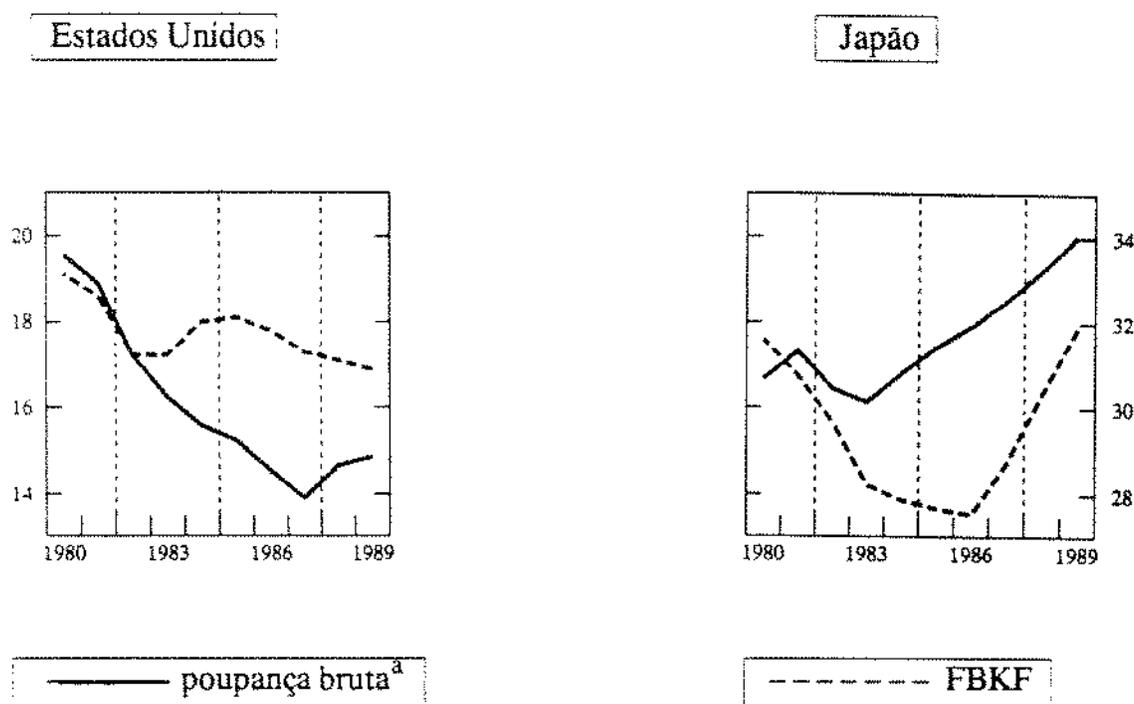
US\$ bilhões

	Média Anual								
	1980-1984	1985-1990	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
A. Créditos internacionais líquidos	119	294	105	205	320	260	410	465	85
B. Colocação líquida de títulos	53	157	133	171	131	159	182	164	205
C. A + B = Total	172	451	238	376	451	419	592	629	290

Fonte: BIS, "Annual Report", junho de 1985, 1987, 1989, 1990, 1991 e 1992.

Por sua vez, houve uma expansão significativa dos fluxos de financiamento nos mercados internacionais, cuja média anual mais que duplicou na segunda metade dos anos 80 em relação à primeira (Tabela 2.4). Neste caso também é patente a maior concentração nos próprios países centrais. O fluxo líquido de créditos dos bancos internacionais para os países em desenvolvimento se tornou continuamente negativo a partir de 1987, exceto para os países do Leste Europeu (Tabela 2.5), e a participação de agentes de países em desenvolvimento na captação de recursos via colocação internacional de títulos, que se desenvolveu intensamente na década de 80, também foi insignificante<sup>8</sup> (Tabela 2.6).

**Gráfico 2.3**  
**Poupança e investimento em países importadores e exportadores de capital:**  
**Estados Unidos e Japão (% do PNB)**



Nota: (a) exclui investimentos em estoques.

Fonte: Turner, P. (1991) "Capital Flows in the 1980s: A Survey of Major Trends", BIS Economic Papers, nº 30, p. 27.

Esta expansão dinâmica dos investimentos de risco e de carteira, concentrada no âmbito dos países centrais, se apresenta, entretanto, fortemente assimétrica devido à crescente absorção de recursos pelos Estados Unidos. Ao longo de toda a década de 80 se observa uma situação crescentemente polarizada entre a posição importadora líquida de capitais dos EUA e a posição exportadora do Japão (Gráfico 2.3), que se monta a partir da política do dólar forte e, posteriormente, da retomada do crescimento econômico sob a liderança dos EUA. Neste período, a economia norte-americana absorveu praticamente 50% de todo o investimento estrangeiro direto dos países industrializados e captou uma parte não desprezível dos investimentos de carteira<sup>9</sup>.

8 Exceto para os países asiáticos, para os quais este tipo de financiamento passou a ter uma importância maior.

9 Baseado em TURNER (1991), itens II (Tabela 13) e item IV.

Tabela 2.5

**CRÉDITOS BANCÁRIOS PARA OS PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO<sup>a</sup>**

US\$ bilhões

Fluxos ajustados pelas variações cambiais

Médias Anuais

	1979-82	1983-90 <sup>b</sup>	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	Estoque em fim de dez. de 1991
Empréstimos líquidos totais <sup>c</sup>	28.0	-24.7	6.0	16.0	-38.0	-28.0	-59.0	-104.1	20.1	30.3
OPEP <sup>d</sup>	-10.0	-3.2	-6.0	23.0	-17.0	-6.0	-9.0	-27.7	9.4	-100.0
Países menos desenvolvidos não export. de petróleo	26.0	-20.9	5.0	-10.0	-22.0	-15.0	-45.0	-70.6	9.6	17.5
Leste Europeu	2.0	1.6	3.0	3.0	3.0	4.0	9.0	-4.0	-3.0	70.1
Outros países centrais menos desenvolvidos <sup>e</sup>	10.0	-2.2	4.0	0.0	-2.0	-11.0	-14.0	-1.8	4.0	42.7

**Notas:**

- (a) Estimativa dos fluxos de recursos entre os bancos da área do BIS e grupos de países que não pertencem à região do BIS.
- (b) A partir de 1984 os dados incluem as posições dos bancos da Finlândia, Noruega, Espanha, Barein e Antilhas Holandesas, bem como de todos os bancos nas Bahamas, ilhas Cayman, Hong Kong e Singapura.
- (c) Empréstimos menos variações nos depósitos: um sinal negativo indica um aumento líquido nos depósitos.
- (d) Inclui também Brunei, Omã e Trindade e Tobago, mas exclui Barein a partir de 1984.
- (e) Países centrais não pertencentes à área do BIS.

Fonte: BIS, "International banking and financial market developments" e dados históricos. In: TURNER, P; "Capital flows in the 1990's: a survey of major trends", *BIS Economic Papers*, nº 30, Basileia, Abril/1991. Ajustamos 1990 e acrescentamos 1991 conforme BIS, "International banking and financial market developments", maio/1992, p. 8.

Em suma, a dinâmica financeira que se gestou ao longo da década de 80 está intimamente associada à política macroeconômica implementada pelos Estados Unidos, tanto na fase recessiva, que desencadeou a crise geral de endividamento e teve conseqüências sérias para os mercados financeiros, como no subsequente ciclo expansivo, também liderado por este país, mas financiado em parte não desprezível com capitais externos, tornando a economia norte-americana o principal pólo absorvedor de capitais.

A contraface desta política norte-americana foi uma situação absolutamente paradoxal para aquelas economias em desenvolvimento da América Latina que haviam adotado uma estratégia de captação de recursos externos nos mercados privados internacionais na década anterior. Por um lado, dadas a elevação das taxas de juros e a deterioração das relações de trocas, deu-se um crescimento intenso da dívida externa por razões estritamente financeiras e condições deterioradas de geração de divisas necessárias ao cumprimento do serviço desta mesma dívida. Por outro lado, houve um corte absoluto na oferta de financiamento dos credores privados internacionais, restringindo-se os recursos novos a impedir a "inadimplência" dos países endividados.

Tabela 2.6

**INDICADORES DE INVESTIMENTO DE PORTFOLIO NOS PAÍSES  
DESENVOLVIDOS E EM DESENVOLVIMENTO**

A. EMISSÕES DE BÔNUS INTERNACIONAIS*							US\$ bilhões
	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Países desenvolvidos <sup>b</sup>	96.8	147.2	212.3	166.6	213.4	240.4	207.1
Países em desenvolvimento	3.8	6.9	4.3	3.1	4.2	2.6	3.6
Sete economias dinâmicas na Ásia <sup>c</sup>	2.7	4.9	1.8	0.8	1.1	1.5	2.4
Leste Europeu	-	0.4	0.3	0.5	1.4	2.2	1.6
Bancos internacionais de desenvolvimento <sup>d</sup>	7.9	10.7	9.2	10.3	8.0	10.3	14.6
B. CAPITALIZAÇÃO NO MERCADO ACIONÁRIO*							US\$ bilhões
		1980	1984	1988	1989	1990 <sup>f</sup>	
Países desenvolvidos <sup>g</sup>		2592.1	3293.9	9402.8	11005.4	8985.0	
Países em desenvolvimento		146.0	129.6	466.9	724.6	544.0	
Sete economias dinâmicas na Ásia <sup>c</sup>		87.0	73.2	345.1	559.2	410.0	
América Latina <sup>h</sup>		39.9	37.0	57.8	83.0	74.0	

Notas: (a) Bônus internacionais e emissões tradicionais de bônus externos.

(b) Incluições da CEE e países da OCDE.

(c) Hong Kong, Singapura, Coreia do Sul, Formosa, Indonésia, Malásia e Tailândia.

(d) Banco de Desenvolvimento da África, Banco de Desenvolvimento da Ásia, Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento, Banco Inter-americano de Desenvolvimento e Corporação Financeira Internacional.

(e) Valores em fim de período.

(f) Estimativa.

(g) Todos os países da OCDE mais Israel e África do Sul.

(h) Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México, Uruguai e Venezuela.

Fonte: Dados originais BIS, "International banking and financial market developments", vários números, e OCDE, "Financial Statistics Monthly", vários números; e CFI, "Emerging stock markets factbook", 1990. In: TURNER, Philip - "Capital Flows in the 1980s: a survey of major trends", BIS Economic Papers, Nº30, Basileia, Abril 1991.

Ainda que os parâmetros financeiros e comerciais tenham melhorado com a recuperação do crescimento sincronizado dos países industrializados a partir de 1983-1984, a **restrição de financiamento externo** se manteve pelo resto da década.

## 2.2. As características básicas das transformações nos mercados financeiros privados

As mudanças que ocorreram nos mercados financeiros privados ao longo dos anos 80 foram condicionadas por uma preocupação básica dos agentes econômicos: enfrentar um contexto macroeconômico de mudanças estruturais e maior instabilidade monetário-financeira. Assim, a dinâmica nestes mercados se orientou no sentido de uma crescente flexibilização dos instrumentos financeiros existentes e da criação de novos mecanismos, que permitissem reduzir o risco de crédito e transferir o risco de preço.

Esta dinâmica se desenvolveu através de três processos básicos: a *securitization*<sup>10</sup>; a proliferação das **operações fora de balanço** das instituições financeiras, que abarcam essencialmente as negociações dos mecanismos de transferência de risco de preço — *swaps*, opções e futuros —; e a **globalização financeira**.

Em relação ao primeiro processo, houve um antecedente importante, que foi o crescimento significativo dos mercados monetários em alguns países industrializados, em função dos déficits dos governos e de seu financiamento através de títulos públicos. No entanto, a emissão de títulos como forma de captação de recursos por parte dos agentes privados começou a assumir uma importância maior com a retomada dos investimentos produtivos nos países centrais em meados dos anos 80 (Tabela 2.4) e a crise dos créditos sindicalizados outorgados aos países em desenvolvimento nos anos 70.

A retomada dos investimentos por grandes empresas, num contexto de extrema fragilidade dos principais bancos internacionais, fez com que se estimulasse a desintermediação financeira. Quanto maior o porte da empresa e mais elevado o custo de intermediação financeira, maior o incentivo, para os tomadores de recursos, a apropriar-se desta margem financeira. Neste processo não se pode menosprezar o papel das grandes empresas norte-americanas. Dado que o sistema financeiro dos EUA foi o mais fragilizado pela crise, o incentivo para a captação direta de recursos pelas grandes empresas deste país foi maior. Além disso, como o mercado de capitais norte-americano tende a ser o mais dinâmico do ponto de vista das inovações, a captação de recursos no exterior por estas empresas também contribuiu significativamente para acelerar o processo de inovação nos outros mercados.

O processo de securitização significa, por um lado, a captação direta de recursos por parte dos investidores produtivos, através da colocação de papéis próprios, podendo a atuação de instituições financeiras restringir-se única e exclusivamente à sua operacionalização. Por outro lado, nos anos 80, tal processo também correspondeu a uma intensa flexibilização dos ativos das próprias instituições financeiras, isto é, sua transformação em instrumentos negociáveis, como reação à crescente instabilidade e ao risco de crédito que ativos de mais longo prazo apresentam neste contexto.

A *securitization*, para que cumpra seu objetivo de dar maior flexibilidade aos ativos financeiros, tem que vir acompanhada do segundo processo que caracterizou as mudanças financeiras nos anos 80: um intenso desenvolvimento dos mecanismos de transferência de

10 Na linguagem do mercado este termo é traduzido por securitização ou titularização e significa a transformação dos ativos financeiros em instrumentos negociáveis no mercado.

risco. Existem hoje mercados organizados de *swaps*, opções e futuros<sup>11</sup> que permitem ao investidor precaver-se contra o risco de preço causado pela significativa instabilidade das taxas de juros e de câmbio. Portanto, é a imbricação da securitização com a ampla disponibilidade de mecanismos de transferência de risco que imprime atualmente a dinâmica aos mercados financeiros, que se caracteriza por uma extrema flexibilidade em termos de taxas de remuneração, prazos e moedas.

A securitização e o desenvolvimento dos mecanismos de transferência de risco foram mudanças condizentes não somente com as necessidades dos captadores de recursos e dos próprios agentes financeiros, mas também com a alteração no comportamento dos poupadores. Diante da fragilização dos agentes bancários com a crise e do contexto de maior instabilidade, os poupadores passaram a concentrar suas aplicações em fundos de investimento, que lhes davam acesso a operações de maior escala, lhes garantiam, em princípio, maior segurança (pela dispersão do risco através de um grande número de ativos) e lhes permitiam ter maior flexibilidade em termos de prazo. Desta maneira, o processo de desintermediação financeira assumiu uma dinâmica própria extremamente intensa, paralela à estrutura tradicional dos bancos, desencadeada pelas necessidades dos captadores de recursos financeiros (principalmente grandes empresas) e facilitada pela mudança de comportamento de uma parte significativa dos aplicadores em ativos financeiros, que partiram para formas mais institucionalizadas de investimento.

O terceiro processo diz respeito a uma maior integração dos mercados financeiros dos países industrializados e destes com as unidades *off-shore*, o que apontaria no sentido de uma globalização financeira. Esta integração está associada tanto a uma diminuição significativa dos controles sobre os movimentos de capitais, como à concessão de maiores facilidades de acesso a instituições financeiras estrangeiras.

A maior abertura externa dos sistemas financeiros nos países industrializados, por um lado, foi desencadeada pelos dois processos indicados anteriormente, na medida em que, neste contexto de flexibilização, os controles dos movimentos de capital e as restrições de acesso aos mercados vigentes deixaram de ser efetivos. Em outras palavras, através da securitização e de uma combinação de *swaps* de moeda e juros, o demandante de recursos pode dispor de uma operação financeira no mercado internacional equivalente à de um sistema financeiro de um país específico, ao qual ele não tenha acesso direto. Por outro lado, a maior abertura externa também vem ocorrendo em função das mudanças no posicionamento estratégico dos principais países industrializados — Estados Unidos, Japão e Alemanha — no movimento transnacional de capitais e quanto ao papel de suas moedas como meio circulante internacional.

Essas três transformações básicas imprimiram mudanças estruturais importantes no mercado financeiro. A expressiva expansão do movimento nos mercados de capitais assumiu características diferentes das do passado, na medida em que se deu num contexto de flutuações mais significativas de taxas de câmbio e juros. Em função destas flutuações, a dinâmica nos mercados de capitais veio associada a uma intensa utilização de mecanismos que visam

---

11 “Um *swap* é um contrato no qual as partes se comprometem a trocar um referencial financeiro como juros (*swap* de juros), câmbio (*swap* de divisas) ou de ambos parâmetros (*swap* cruzado). Uma opção é um contrato, de tempo determinado, que implica um direito, mas não uma obrigação, de comprar ou vender certos bens ou títulos a um preço especificado. Futuro é um contrato que obriga as partes envolvidas a comprar ou vender certos bens ou títulos a um preço especificado numa data (ou datas) estipulada(s) de antemão. Este se diferencia do contrato a prazo (*forward*) por ser negociado em mercados organizados sob termos altamente normatizados.” BERGES, ONTIVEROS e VALERO (1988).

essencialmente o encurtamento do prazo e a cobertura de riscos. Isso fez com que a dinâmica nos mercados de capitais, no que diz respeito à importância das expectativas de curto prazo, se aproximasse cada vez mais das características de funcionamento dos mercados monetários.

Além desta revalorização dos mercados de capitais, os créditos sindicalizados outorgados pelos bancos nos anos 80 também se diferenciaram dos do passado. Ao contrário do que acontecia nos anos 70, eles tenderam a concentrar-se entre tomadores de recursos nos países industrializados, em apoio a suas operações de reestruturação industrial e incorporações<sup>12</sup>. Uma parte dos créditos dos bancos passou a estar associada à própria dinâmica de *securitization*, na medida em que são recursos que respaldam as operações de colocação de títulos administradas pelos agentes financeiros<sup>13</sup>.

Todo esse processo implicou mudanças importantes do ponto de vista das relações entre os agentes do sistema financeiro. Primeiro, dinamizou-se a atividade dos bancos de investimento e marginalizou-se a dos bancos comerciais como credores das grandes empresas. Os serviços prestados junto ao mercado de capitais tornaram-se uma importante fonte de lucros para os agentes financeiros. Isso fez com que nos países onde havia segmentação rígida entre estes dois tipos de atividades, como por exemplo nos EUA, os bancos comerciais passassem a pressionar as autoridades pela eliminação desta segmentação.

Também acirrou-se a concorrência bancária porque, em função da fragilização financeira e da concentração da demanda por recursos nas grandes empresas transnacionais, o aspecto essencial para as instituições financeiras era voltar a servir os tomadores de primeira linha. A intensa disputa na captura dos melhores clientes tendeu a reduzir a margem de intermediação das instituições na área de operações junto ao mercado de capitais.

A crescente concorrência e a regulamentação mais estrita por parte das autoridades governamentais quanto a reservas e capitalização, por sua vez, fizeram com que as instituições financeiras procurassem recompor sua margem de rentabilidade através de novas atividades, basicamente de dois tipos. Primeiramente, operações que minimizassem o comprometimento de recursos da instituição financeira, contornando assim o problema das maiores reservas e exigências de capitalização. Neste sentido se expandiram todas as operações de prevenção contra o risco de preço (*swaps*, futuros e opções), que não aparecem nos balanços das instituições — conhecidas como *off-balance sheet operations* — e que, conseqüentemente, são mais difíceis de serem captadas pela regulação oficial. Embora estas operações não estejam explícitas nos balanços, sua administração envolve riscos para as instituições financeiras.

No processo de *securitization* também surgiram operações que implicam garantias por parte das instituições financeiras, podendo comprometer seus recursos, o que, entretanto, tampouco aparece nos seus demonstrativos contábeis exigidos pelas autoridades. Por exemplo, numa operação de subscrição de títulos de uma empresa, a instituição financeira pode atuar como simples intermediadora para colocar o papel no mercado, cobrando por este serviço, não havendo comprometimento algum de recursos do banco. No entanto, na medida em que nesta operação o banco estende ao cliente certas garantias, isso pode implicar compromissos da instituição financeira, sem que necessariamente eles estejam explicitados.

12 BIS 59th Annual Report, cap. 5, Basileia, junho/89.

13 Neste sentido aponta-se para o desenvolvimento de linhas de crédito *stand-by*. Ver ONTIVEROS (1988:61-2).

O segundo tipo de novas atividades que as instituições financeiras começaram a desenvolver para ampliar suas fontes de renda foram serviços de intermediação de negócios, gestão de fusões e incorporações, venda de informações através de acesso a bancos de dados e serviços de engenharia financeira. Todo este processo fez com que as instituições financeiras parecessem transformar-se em empresas de prestação de serviços extremamente dinâmicas, serviços estes que ultrapassam o âmbito estritamente financeiro<sup>14</sup>.

Em suma, das transformações nos mercados financeiros privados na década de 80 se podem tirar duas conclusões básicas. No que tange à dinâmica e estruturação do sistema em si, em função da crise dos agentes que se endividaram na década anterior e da conseqüente fragilização financeira, as instituições bancárias voltaram-se para os tomadores de recursos de primeira linha e procuraram expandir suas rendas com novas operações, algumas não desenvolvidas anteriormente por elas e muitas delas também não refletidas em seus balanços, o que desencadeou pressões em favor de certas desregulações e exigiu que as autoridades governamentais se adaptassem ao novo contexto. Neste processo de reorientação das atividades e forte concorrência nas áreas vinculadas à dinâmica dos mercados de capitais, os bancos tradicionais, que mantinham uma estrutura operacional ampla e dispersa geograficamente para atender pequenos e médios empresários e pessoas físicas, tiveram que ajustar-se significativamente. Primeiro, passaram a desenvolver as novas áreas. Segundo, enxugaram e racionalizaram as suas estruturas, tanto pela informatização como pelo maior peso das operações de grande escala. Assim, um volume maior de recursos financeiros vem sendo administrado e operacionalizado com uma estrutura menor, principalmente no que diz respeito a número de funcionários.

No início deste processo temia-se que os grandes bancos tradicionais fossem incapazes de responder aos novos desafios da dinâmica financeira, dadas a profundidade do impacto da crise sobre eles e a pesada estrutura de que dispunham. No entanto, eles estão se ajustando, para o que tem sido fundamental o papel da área de varejo, âmbito no qual estas instituições operam com elevados *spreads* e que continua sendo uma fonte importante de lucros.

Assim, independentemente das especificidades institucionais de cada país, pode-se afirmar que operacionalmente os sistemas financeiros nos países centrais apresentam uma natureza dual. Por um lado, encontram-se as áreas em expansão e de intensas inovações, relacionadas à dinâmica do mercado de capitais, âmbito onde se trava forte concorrência entre os agentes do sistema. Por outro lado, os grandes bancos tradicionais preservam suas áreas de operações no varejo, onde a concorrência é relativamente menor e as margens de lucro continuam elevadas, permitindo a estas instituições, em geral mais afetadas pela crise, ajustar-se.

No que tange aos impactos destas mudanças sobre os tomadores de recursos financeiros e o risco global do sistema, duas tendências parecem bastante claras. Por um lado, há uma maior seletividade dos agentes no acesso às áreas mais dinâmicas e inovadoras dos mercados financeiros. Isso deveria ser um elemento fundamental na avaliação do acesso e da disponibilidade de recursos financeiros externos para agentes de países como o Brasil. Por outro lado, entretanto, apesar da maior seletividade, dado o tipo de operações que vem prevalecendo e a intensa dinâmica inovativa e concorrencial travada entre os agentes financeiros, em termos potenciais, o risco sistêmico tende a ser maior<sup>15</sup>.

14 The Economist. Metamorphosis — A Survey of International Banking, 25/03/89.

15 Para maior referência, ver AGLIETTA (1992).

## 2.3. Algumas conseqüências das transformações financeiras

A discussão do impacto e das conseqüências dessas mudanças nos mercados financeiros pode ser muito ampla e enfocada de distintas maneiras, dependendo da preocupação inicial da qual se parta. Neste sentido, do ponto de vista da dinâmica da economia internacional, se desenvolve um intenso debate sobre a questão do risco sistêmico e dos problemas de regulação na área financeira.

No âmbito deste trabalho, entretanto, a discussão das conseqüências é mais específica e visa três aspectos que afetam diretamente o problema da dívida externa e os fluxos de financiamento privado para países em desenvolvimento: o financiamento da reestruturação e expansão produtiva; a securitização; e a arbitragem.

### 2.3.1. O financiamento da reestruturação e expansão produtiva

Como foi assinalado, uma parte importante dos desenvolvimentos financeiros nos anos 80 está intimamente relacionada com a flexibilização do sistema para enfrentar a maior instabilidade. Estimativas de vários analistas apontam que praticamente dois terços do movimento do conjunto dos principais mercados se referem a operações intra-agentes financeiros. Ou seja, a ampliação da dinâmica financeira só guarda uma relação menor com a demanda final de recursos, isto é investidores e consumidores, estando portanto fortemente condicionada pela flexibilização dos próprios ativos financeiros e os movimentos de arbitragem. Assim, alguns dos principais beneficiários dos desenvolvimentos nos mercados financeiros são os próprios agentes destes mercados, ainda que isso tenha exigido que um importante segmento do sistema tivesse que ajustar sua estrutura operacional, como foi assinalado.

O mais importante, no entanto, se refere ao apoio desta dinâmica financeira à expansão dos investimentos. Neste sentido é muito claro que os desenvolvimentos vêm favorecendo essencialmente as grandes corporações, pois são elas as únicas que têm acesso aos mercados organizados de novos instrumentos financeiros.

"Colocação de títulos e financiamento internacional são desenvolvimentos que ainda se referem a poucas empresas muito grandes, competitivas e em expansão. Tamanho, reputação e credenciais são condições essenciais para levantar fundos nos mercados financeiros internacionais."<sup>16</sup>

Portanto, as vantagens das inovações financeiras ficam praticamente restritas aos tomadores de primeira linha, não se observando uma redução no custo de intermediação financeira para o conjunto dos tomadores de recursos.

A maior seletividade no acesso dos agentes econômicos aos mecanismos financeiros mais desenvolvidos faz com que, do ponto de vista da reestruturação produtiva, também se viva uma situação de dualidade. Por um lado, encontram-se as grandes corporações, especialmente as de setores dinâmicos, que além de terem uma maior capacidade de autofinanciamento são as que têm as melhores condições de alavancar seu poder financeiro com recursos de terceiros. Por outro lado, encontram-se as empresas de porte menor e/ou situadas em setores econômicos menos dinâmicos, que não só têm menor capacidade de captação de recursos financeiros como arcam com maiores custos e riscos em função da instabilidade. Esta dualidade se projeta

---

16 OECD (1987:167).

assim numa expansão dinâmica das grandes empresas e destas em setores com grandes avanços tecnológicos, o que se contrapõe a dificuldades significativas encontradas por corporações menores ou localizadas em setores tradicionais, que só são superadas na medida em que há um engajamento decisivo das autoridades públicas. O aprofundamento do poder diferenciado dos agentes econômicos em função das características que assumiu a dinâmica financeira a partir dos anos 80 é um elemento fundamental para explicar o intenso movimento de fusões e incorporações de empresas em situações financeiras críticas.

A este processo de concentração se articula um movimento especulativo ousado, que muitas vezes acaba tendo que ser bancado pelos governos, dado que envolve grandes instituições, cujas dificuldades teriam repercussões mais sérias para o conjunto do sistema. A crise das Savings & Loans e as operações com *junk bonds* nos Estados Unidos são claros exemplos neste sentido.

Assim, parece haver indicações bastante evidentes de que a atual dinâmica financeira se articula com um intenso processo de concentração de capital, liderado por grandes empresas localizadas principalmente em novos setores dinâmicos, aprofundando as dificuldades de financiamento nas áreas tradicionais e de infra-estrutura. As respostas a estas dificuldades têm sido diferenciadas entre os governos.

Para os países em desenvolvimento, diante da maior seletividade dos agentes que têm acesso aos mercados financeiros privados internacionais, recoloca-se a discussão sobre o papel dos organismos financeiros internacionais e dos créditos oficiais bilaterais, que nas décadas de 50 e 60 foram suas principais fontes de crédito de longo prazo. As instituições multilaterais e bilaterais e os próprios bancos centrais dos principais países industrializados cumpriram a função estratégica de credores de última instância com a eclosão da crise da dívida em 1982, ao sustentarem um nível mínimo de recursos novos diante da intensa retração dos créditos privados<sup>17</sup>. Isso fez com que voltasse a aumentar significativamente a importância relativa dos financiamentos oficiais, bi e multilaterais, na primeira metade dos anos 80 (Tabela 2.7). No entanto, esses recursos novos foram estendidos para que se garantisse minimamente o pagamento do serviço das dívidas externas e com isso se evitasse uma ruptura nas relações entre credores e devedores.

Na segunda metade dos anos 80, quando o risco financeiro sistêmico já estava superado, a obtenção de recursos oficiais novos, isto é, *fresh money*, tornou-se em geral bastante difícil, o que se reflete nas negociações no âmbito do Clube de Paris e com organismos como o BIRD e o BID. O dinheiro novo, assim como a rolagem da dívida, passou a estar associado a condicionalidades ampliadas e cruzadas de desempenho macroeconômico, o que praticamente estancou a entrada de recursos novos via crédito de longo prazo.

Em suma, dadas a demanda por recursos por parte de agentes de primeira linha e as conseqüências da crise da dívida externa, as instituições financeiras internacionais se tornaram mais seletivas, seja diretamente nas operações de crédito, seja pelas próprias características de funcionamento de mercados organizados como os de capitais. Paralelamente se observa que as fontes tradicionais de financiamento de longo prazo para países em desenvolvimento, além de ampliarem suas condicionalidades de desempenho macroeconômico, tendem a

17 Para maiores referências ao papel dos principais bancos centrais como credores de última instância na crise da dívida externa, ver PADOAN (1990).

Tabela 2.7

**FLUXO LÍQUIDO DE FINANCIAMENTO AO SETOR PÚBLICO DA AMÉRICA  
LATINA E CARIBE, POR ORIGEM CREDORA<sup>a</sup>**

	Participação relativa							
	1970	1975	1980	1981-1982	1983	1984	1985	1986-1990
1. Total	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
1.1. Credores Oficiais	42.84	26.78	24.70	21.51	25.12	39.36	60.82	76.57
1.1.1. Multilaterais	21.67	11.62	13.82	11.99	13.41	27.78	42.11	52.77
1.1.2. Bilaterais	21.16	15.16	10.87	9.52	11.71	11.57	18.71	23.80
1.2. Credores Privados	57.16	73.22	75.30	78.49	74.88	60.64	39.18	23.43

Nota: (a) Fluxo líquido de crédito ao setor público e ao setor privado, garantido pelo Estado.

Fonte: World Bank, "World Debt Tables - External Debt of Developing Countries", corresponde a rubrica, "Net Flows (Disbursements - Principal Repayments)", edições 1988-89 e 1990-91, Washington.

articular-se mais intimamente à lógica dos próprios fluxos de capitais privados<sup>18</sup>. É neste sentido que apontam claramente a política oficial de apoio financeiro do Japão e, mais recentemente, também a orientação do Banco Mundial<sup>19</sup>. Ou seja, neste contexto internacional, a questão do financiamento externo passa cada vez mais por uma lógica condicionada essencialmente pelos interesses e comportamentos dos capitais privados.

### 2.3.2. "Securitização" e a desvalorização do estoque da dívida externa

O processo de titularização, num contexto de retomada dos investimentos no âmbito das economias industrializadas e de reiterada incapacidade dos países subdesenvolvidos altamente endividados de cumprirem com seus serviços financeiros externos, criou a situação de uma virtual desvalorização dos estoques de dívida externa pelo mercado. A securitização permitiu aos agentes financeiros dar uma maior flexibilidade a seus ativos, principalmente àqueles que apresentam maiores riscos.

Neste processo observam-se basicamente duas fases. Uma primeira, logo na eclosão da crise da dívida externa, quando se constituiu um mercado secundário de títulos da dívida externa, pequeno e informal<sup>20</sup>, no qual os ofertantes eram basicamente bancos internacionais que tinham um envolvimento marginal com países em desenvolvimento. Através da securitização, estes bancos tentaram desfazer-se destes ativos internacionais, que somente lhes exigiam um envolvimento maior nestes países dadas as características que os processos de reestruturação das dívidas assumiram, já que naquele momento implicavam a colocação de dinheiro novo.

18 Exceto em casos de apoio financeiro com objetivo essencialmente político.

19 No caso do Japão, ver OZAWA (1989). Com relação ao Banco Mundial, ver Banco Mundial: a nova face da instituição, *Gazeta Mercantil*, 24/09/91, São Paulo.

20 Dado o pequeno número de agentes e transações, rigorosamente ainda não se poderia denominar mercado.

A segunda e mais importante fase, no entanto, inicia-se em meados da década de 80, com a retomada dos investimentos e dos financiamentos nos países centrais. A partir de então, o estoque de ativos alocados no mundo subdesenvolvido e com problemas de realização foi perdendo importância relativa na carteira dos agentes financeiros, seja pelo acúmulo de reservas de contingências, seja pela expansão de novos negócios nos países industrializados. Isso fez com que mais agentes financeiros começassem a oferecer títulos de dívidas externas no mercado secundário, derrubando os preços destes papéis.

Abriu-se então, no âmbito dos próprios credores privados internacionais, a discussão sobre mudanças nas negociações das dívidas externas com a introdução da alternativa do *menu approach*. Enquanto do lado dos credores esta proposta ratificava uma tendência de mercado, do lado dos países devedores foi interpretada como uma possibilidade de desvalorização do estoque de passivo externo. Esta possibilidade se viu reforçada, em termos potenciais, com o surgimento da Proposta Brady no início de 1989, quando, pela primeira vez, os Estados Unidos não só admitiram a necessidade de uma redução no estoque da dívida externa, como se dispuseram a apoiá-la através de um envolvimento oficial no processo.

Em suma, a flexibilização das operações financeiras através do processo de securitização – num contexto de retomada da dinâmica financeira internacional entre os países industrializados e, conseqüentemente, de menor importância relativa dos ativos "presos" na região subdesenvolvida – abriu espaço para a discussão de uma possível desvalorização de ativos referentes a dívidas externas de países subdesenvolvidos de renda média.

### 2.3.3. A arbitragem

Uma terceira conseqüência importante das mudanças nos mercados financeiros internacionais para os países em desenvolvimento endividados se refere ao processo de arbitragem. A flexibilização dos instrumentos financeiros incrementou o espaço potencial para a arbitragem.

Como foi assinalado, os mercados financeiros dos países industrializados viveram na década de 80 um contexto de maior instabilidade dos dois referenciais básicos, juros e câmbio. Neste contexto, tanto investidores finais como as próprias instituições financeiras passaram a ter uma atitude agressiva de explorar nichos de rentabilidade financeira, acirrando o movimento especulativo. Toda esta dinâmica se desenvolveu num ambiente de maior mobilidade de capital e integração dos principais mercados financeiros, para o qual contribuiu o avanço tecnológico nas áreas da informática e das telecomunicações, em função do barateamento do custo de transmissão das informações, da rapidez no processamento dos dados e da facilidade de acesso a distintos mercados.

O maior potencial de arbitragem tem duas conseqüências para os países subdesenvolvidos endividados. Por um lado, dada a maior flexibilidade dos ativos financeiros, em situações de profundo desajuste macroeconômico, tornou-se mais fácil e menos arriscado o processo de fuga de capitais. Ainda que seja difícil dimensionar a magnitude deste processo, ele é apontado por inúmeros analistas e se apresenta como mais um fator de complicação das dificuldades de financiamento das economias subdesenvolvidas endividadas.

Por outro lado, estes países, apesar de ainda conviverem com o problema do estoque elevado de dívida externa e, conseqüentemente, apresentarem um alto "risco-país", não estão alienados de fluxos de capitais especulativos, altamente voláteis, em busca de aplicações

extremamente rentáveis. Neste sentido pode-se apontar aplicações de recursos de fundos de pensão de países industrializados em mercados de ações em alguns países em desenvolvimento – especialmente naqueles com perspectivas de concretizar privatizações de empresas estatais – e arbitragens com diferenciais significativos de taxas de juros.

Estes fluxos de capitais, de natureza eminentemente especulativa, dificultam a gestão das políticas monetária e cambial nos países endividados, além de, em algumas ocasiões, levarem a uma falsa idéia de estabilidade cambial<sup>21</sup>.

Diante destas três conseqüências da dinâmica financeira internacional para países subdesenvolvidos endividados, pode-se inferir duas questões básicas. Primeiro, há uma maior seletividade dos agentes no acesso ao financiamento internacional, ao mesmo tempo em que as economias subdesenvolvidas podem estar sujeitas a fluxos de capitais de curto prazo mais intensos e disruptivos, pelos movimentos de arbitragem. Segundo, como esta arbitragem se intensifica diante de desajustes macroeconômicos e um elemento básico deste desajuste está associado ao problema da dívida externa, a resolução deste estoque de passivo externo continua sendo uma questão crucial. No entanto, como se pretende mostrar no item seguinte, pelas características que as renegociações assumiram ao longo da década de 80, um efetivo encaminhamento do problema da dívida externa não se concretizou nesse período.

## 2.4. A gestão da crise das dívidas externas dos países em desenvolvimento de renda média

O tratamento do problema da dívida externa dos países subdesenvolvidos altamente endividados, ao contrário da dinâmica nos mercados financeiros internacionais, guardou uma relativa estabilidade ao longo de toda a década de 80. Este contraste se explica essencialmente pela paulatina marginalização do problema da dívida externa no contexto financeiro internacional. Três aspectos contribuíram para isso. Em primeiro lugar, a intervenção articulada dos bancos centrais, organismos financeiros internacionais e credores privados em operações de sustentação dos fluxos mínimos de recursos financeiros quando da eclosão da crise. Em segundo lugar, e em contraste, houve pouca capacidade de articulação dos países devedores para defender seus interesses. E, por último, o fator determinante foi a retomada dos investimentos entre os países industrializados, pois a criação de novas fontes de expansão financeira permitiu que o sistema postergasse a resolução do problema do estoque de dívida acumulada e sem perspectiva de ser recuperado na sua íntegra.

### 2.4.1. Caracterização básica do padrão de negociação da dívida externa

O acompanhamento dos acordos mais importantes fechados por países devedores latino-americanos com seus credores externos a partir de 1982 revela que, ao longo da década de 80, realmente houve alterações significativas em alguns de seus termos, tais como taxas de juros de referência, moedas, prazos e taxas de administração. Essas mudanças, entretanto, não chegaram a mudar a natureza básica daqueles acordos ou os seus métodos de negociação, o que implica que de fato persistiu **um só padrão de renegociação da dívida externa**. As características básicas deste padrão podem ser subdivididas em três conjuntos de aspectos: a

21 AKYÜZ (1992).

estratégia de relacionamento dos credores com os devedores, a política de redução da *exposure* dos credores e o relacionamento intracredores, que passaremos a examinar em seguida.

**i) a estratégia de relacionamento dos credores com os devedores**

Um primeiro aspecto do padrão diz respeito à estratégia perseguida pelos credores no processo de renegociação das dívidas externas. Nesse sentido, identifica-se a presença constante de dois objetivos. Por um lado, eles procuraram evitar uma ruptura no relacionamento com os devedores, na medida em que isso poderia implicar uma perda total dos ativos investidos naqueles países e, num primeiro momento, até uma crise do sistema financeiro internacional. Por outro lado, o processo de negociação visou sempre garantir que os países devedores pagassem o máximo possível do serviço da dívida, minimizando desta maneira as perdas das instituições credoras, mesmo que estas já tivessem constituído provisões (seja por determinação dos bancos centrais ou por precaução própria), prevendo a ocorrência de algum prejuízo. Houve assim uma constante tentativa de conciliar o objetivo de **não-ruptura do relacionamento com os devedores** com o que se chegou a chamar de **rédeas curtas** (*short leash*), isto é, o mínimo de recursos novos.

Logo que eclodiu a crise da dívida, o primeiro objetivo visava garantir a estabilidade das instituições financeiras nos países industrializados e evitar que a inadimplência dos países subdesenvolvidos endividados pusesse em risco bancos que, em muitos casos, já estavam fragilizados devido a dificuldades financeiras de importantes devedores nacionais. Àquela época, este foi o determinante fundamental da concessão de "dinheiro novo" aos países devedores por parte dos bancos privados, pois se tratava de uma forma de financiamento cujo objetivo era manter ininterrupto o fluxo de pagamentos às instituições credoras. O cessamento desse fluxo acarretaria para elas, além de prejuízos diretos, os custos derivados da necessidade de constituir imediatamente reservas contra créditos não cumpridos<sup>22</sup>. Além disso, a preservação dos pagamentos logo após o desencadeamento da crise também mantinha uma aparência de normalidade de mercado nas operações bancárias, o que — na visão dos credores — descartava a necessidade de uma solução mais definitiva para o problema da dívida<sup>23</sup>.

Uma vez superado o risco de uma crise financeira sistêmica (meados dos anos 80), sustentar minimamente o fluxo de recursos externos era entendido como um mal necessário, pelo menos do ponto de vista dos credores maiores, para que os devedores sentissem que valia a pena manter-se no processo de negociação. Tais recursos, entretanto, deveriam ser suficientemente escassos para que os países devedores não ampliassem seu raio de manobra na negociação e para que fossem obrigados a se sujeitar a um programa de ajuste de política econômica que recompusesse, em alguma medida, sua capacidade de pagamento do serviço da dívida externa — por mais desgastante que ele fosse internamente. Dava-se grande importância a esse programa de ajuste porque ele era visto como condição necessária para tentar recuperar pelo menos parte do valor dos ativos investidos nos países devedores.

22 Nas primeiras rodadas de renegociação os bancos credores faziam ainda duas exigências aos países endividados com o objetivo de ampliar suas garantias como credores: i) que a reestruturação se referisse apenas às amortizações, com os devedores mantendo inalterados o montante e o cronograma dos pagamentos de juros; e ii) a extensão de garantia estatal às dívidas originalmente contraídas pelo setor privado. Este último aspecto é fundamental para entender parte do processo de estatização da dívida, que transformou a questão do endividamento externo num dos grandes desequilíbrios das contas públicas dos principais países devedores.

23 BATISTA JR. (1988:227-314).

O **segundo** aspecto importante que se observou na estratégia dos credores foi um esforço constante para manter pulverizados ao máximo os interesses e as ações dos países devedores, o que foi denominado o "**tratamento caso a caso**". Procurou-se concretizar este objetivo — que foi exatamente oposto ao que se observou no relacionamento intracredores — através de dois tipos de atuação que tenderam a agravar a situação de desarticulação dos devedores. Nas negociações, os credores procuravam acenar com condições mais favoráveis para devedores que supostamente estivessem mais dispostos a implementar um programa efetivo de ajuste de política econômica. Por outro lado, eles evitavam ao máximo que houvesse coincidência de fases críticas de negociações de alguns devedores importantes. Isso foi muito evidente quando, havendo períodos de negociações concomitantes de alguns dos principais devedores latino-americanos, um deles assumia uma posição mais dura e os credores reagiam procurando deixá-lo isolado.

Um **terceiro** e último aspecto que caracterizou a estratégia dos credores no relacionamento com os países devedores, e que persistiu ao longo de toda a década de 80, foi o **discurso da volta ao mercado**. A sustentação desta esperança se fez, num primeiro momento, a partir do diagnóstico que os credores faziam da crise da dívida, caracterizando-a como um simples problema temporário de liquidez (e não de solvência). Superada essa restrição momentânea, os países voltariam a ter acesso ao mercado internacional de créditos voluntários. No entanto, com a persistência da restrição externa na maioria dos países subdesenvolvidos endividados, ficou evidente que o problema era de natureza mais profunda e não teria solução a curto prazo. Entretanto, a esperança da "volta ao mercado" continuou sendo sustentada pelos credores, que tentaram convencer os devedores de que, com a adoção de políticas efetivas de ajuste, eles não só obteriam melhores condições de reescalonamento da dívida, como voltariam a ter acesso a recursos voluntários.

Esse discurso foi relativamente bem-sucedido e, apesar da persistência do problema da dívida ao longo da década de 80, segmentos políticos importantes dos próprios países endividados, tanto na esfera pública como privada, continuaram alimentando essa esperança. Isso acabou por condicionar significativamente a postura dos países com relação ao encaminhamento do problema da dívida, tornando-os extremamente avessos a qualquer posicionamento mais "duro" no processo de negociação e afastando-os de um esforço maior de articulação de interesses comuns como devedores.

A forma como o processo do endividamento externo e sua crise foram em geral interpretados nos países subdesenvolvidos também contribuiu significativamente para a idéia de que haveria uma volta ao mercado. Encarou-se o endividamento externo a partir da dinâmica interna dos países subdesenvolvidos e não se levou em consideração que, embora houvesse as especificidades de cada país, a grande disponibilidade de recursos no mercado financeiro internacional fora o determinante essencial da oferta de créditos na década de 70 — e que aquela liquidez estava associada à retração econômica nos países centrais. Da mesma maneira, como foi assinalado no início deste capítulo, o desenlace da crise no fim dos anos 70 e sua explicitação definitiva em 1982 também estiveram associados à dinâmica macroeconômica dos principais países desenvolvidos, isto é, foram condicionados pelos impactos da significativa elevação das taxas de juros nos Estados Unidos e pela recessão do início da década de 80. Assim, ao contrário do que pregava o discurso dos credores, o acesso ao mercado financeiro privado internacional depois do desencadeamento da crise não dependia essencialmente do "bom comportamento" dos devedores, mas seria determinado pela importância que os países em desenvolvimento relativamente mais industrializados poderiam vir a ter frente aos fluxos de recursos financeiros internacionais e à divisão internacional do trabalho.

Desde esse ponto de vista, um ajuste macroeconômico interno adequado poderia ser uma condição necessária mas não suficiente para a volta ao mercado. A recomposição do financiamento externo privado aos países endividados, nesta perspectiva, dependeria conjuntamente de ajustes internos e, especialmente, das perspectivas dos fluxos de investimentos internacionais, financeiros e produtivos, nos países centrais.

### ii) a política de redução de *exposure* dos credores

Além da estratégia dos credores no tratamento com os países devedores, o padrão de negociação que se instituiu a partir de 1982 teve outro componente fundamental: a política sistemática de redução da *exposure* dos credores privados nos países devedores. Isso foi feito não só limitando ao máximo o volume de dinheiro novo canalizado pelos bancos para os países subdesenvolvidos, como elevando significativamente suas reservas e seu capital. O processo de formação de reservas e de recapitalização das instituições bancárias foi desencadeado pelos bancos centrais dos países desenvolvidos no início dos anos 80, como política necessária para tentar evitar um abalo maior do conjunto do sistema financeiro. Neste sentido, vale lembrar que, na reunião anual conjunta do FMI e do Banco Mundial em, 1983, o governo norte-americano condicionou o aumento do volume de recursos do FMI à aceitação, por parte dos bancos privados, de uma capitalização de suas instituições.

Em meados da década de 80, entretanto, observou-se que essa tendência de formação de reservas de contingência se reforçou por iniciativa das próprias instituições privadas. Destacou-se a política adotada pelos grandes bancos norte-americanos neste sentido (principalmente a partir de maio de 1987), já que os bancos pequenos dos EUA e as instituições dos países europeus e do Japão, menos expostos nos países subdesenvolvidos, já desde o início da crise da dívida tentaram liberar-se do problema dos ativos ali investidos. Esse movimento de formação de reservas esteve relacionado à retomada dos investimentos nos países centrais e a uma maior concorrência bancária naquela região a partir da retomada dos investimentos, o que fez com que os grandes bancos norte-americanos envolvidos no problema da dívida, tivessem, estrategicamente, de isolar estes ativos "ruins" da sua operação bancária global. Como foi assinalado, este processo também repercutiu no mercado secundário de títulos da dívida externa, implicando uma queda das cotações e um aumento no volume transacionado (Gráfico 2.4 e Tabela 2.8).

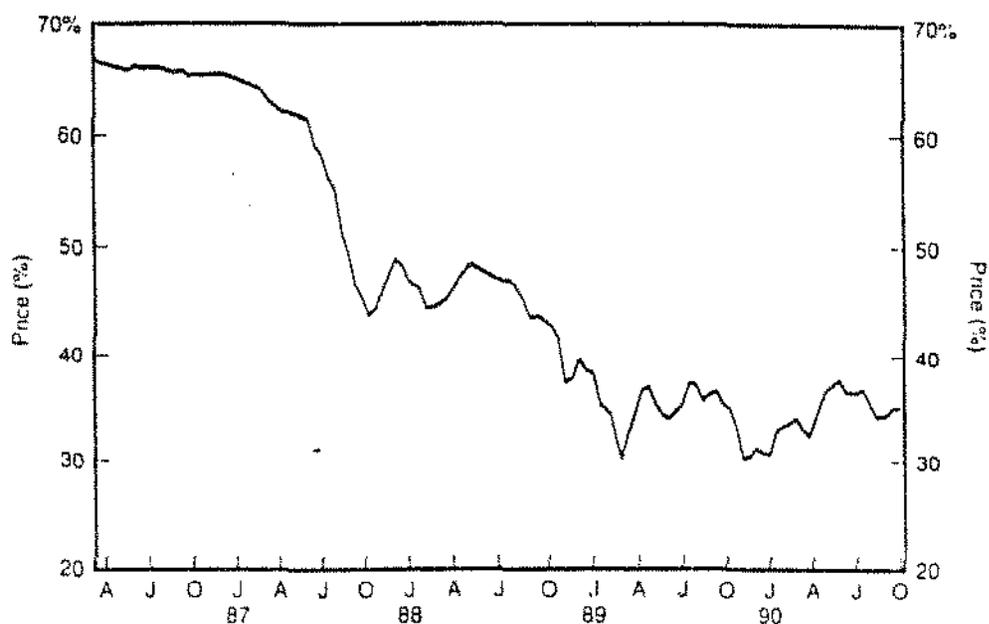
### iii) o relacionamento intracredores

Um terceiro componente importante do padrão de negociação da dívida externa diz respeito ao relacionamento entre os próprios credores. Neste sentido destaca-se como os credores — ao contrário dos devedores — conseguiram articular-se para defender seus interesses em conjunto, ainda que em termos individuais tais interesses pudessem ser muito divergentes. Essa articulação do interesse geral se concretizou basicamente de três maneiras: a constituição de comitês de bancos, o atrelamento formal dos credores e o papel assumido pelo Fundo Monetário Internacional (FMI).

Em primeiro lugar, organizaram-se os **comitês dos bancos credores**, dominados pelas grandes instituições privadas (principalmente as norte-americanas), nos quais se tratou de absorver as divergências internas, apresentando-se em bloco frente ao devedor, impedindo assim que este conseguisse explorar as possíveis divergências internas. De maneira geral, pode-se afirmar que os grandes bancos (e entre eles basicamente os dos EUA) conseguiram impor sua política às demais instituições, utilizando diversos instrumentos de pressão para induzir os bancos menores a seguir a mesma linha, no que foram freqüentemente ajudados pelos bancos centrais e pelo FMI.

Gráfico 2.4

**Cotação dos Títulos da Dívida Externa dos Países em Desenvolvimento**  
(Média ponderada, em % do valor de face)



Fonte: dados originais: SALOMON BROTHERS, *Indicative prices for developing country credits*, Nov. 1, 1990, Nova York.  
- BAER, M. "Estudos Especiais sobre a década de 80: política da dívida externa", CEBRAP/SEADE, mimeo, fev. 1991, p. 278.

Tabela 2.8

**VOLUME DE TRANSAÇÕES NO MERCADO SECUNDÁRIO  
DE TÍTULOS DE DÍVIDAS EXTERNAS DOS PAÍSES  
EM DESENVOLVIMENTO**

Ano	US\$ milhões
1985	4.000
1986	7.000
1987	12.000
1988	50.000
1989	60.000
1990	65.000

Fonte: Banco Mundial, Divisão de Dívida e Finanças Internacionais, *Quarterly Review*, junho de 1991, p. 12.  
Informações fornecidas pelo IECDI.

O **segundo** aspecto do relacionamento entre os credores, que não é desvinculado do primeiro, foi o **atrelamento formal dos credores privados** entre si, através da introdução nos contratos de renegociação das dívidas de cláusulas (como as de *negative pledge* e *shared burden*), que garantem o tratamento igual a todos os credores. Isso, por um lado, obrigou os bancos que eventualmente quisessem retirar-se a se manterem na negociação, evitando que houvesse uma concentração do ônus sobre as grandes instituições. Por outro lado, os devedores não poderiam dar tratamento diferenciado aos credores, já que todas as vantagens concedidas a um deles deveriam ser estendidas aos demais<sup>24</sup>.

A **terceira** forma dessa aglutinação do interesse global dos credores após a eclosão da crise foi a **posição estratégica ocupada pelo Fundo Monetário Internacional nos processos de renegociação das dívidas**. A instituição assumiu o papel de gestor da crise internacional<sup>25</sup> e passou a exercer a função de supervisor dos programas de ajustamento econômico, a dar apoio concreto à articulação do interesse geral dos credores privados e, ao mesmo tempo, evitar o desgaste de pressões explícitas dos governos de países credores sobre os países devedores. Nos processos de renegociação da dívida, os bancos credores passaram a exigir que os países iniciassem programas de ajustamento supervisionados pelo FMI para reescalonar seus débitos. Por outro lado, essa instituição passou a condicionar o início de seus desembolsos à conclusão de um acordo entre o país devedor e os credores privados. Durante o período subsequente, de execução do programa, os bancos só prosseguiram a liberação de "dinheiro novo" na forma prevista nos acordos firmados caso o FMI continuasse aprovando a política econômica do país devedor (e, conseqüentemente, mantivesse os seus desembolsos em dia). Assim, a instituição desempenhou o papel de catalisador dos pacotes de financiamento bancário, pressionando as instituições privadas para que aderissem a eles. Fechava-se assim de certa maneira o círculo que impedia os países devedores de explorar as divergências entre os credores.

Por último, não há dúvida de que as articulações das três instâncias de credores — bancos privados, credores oficiais e organismos multilaterais (basicamente o FMI e o Banco Mundial) —, independentemente de serem formais (como condicionalidades cruzadas, vinculação de desembolsos etc.) ou informais, revelam uma demonstração de força que dificilmente permite colocar os países devedores em posição de igualdade com os credores no processo de negociação.

Deve-se observar ainda que uma das conseqüências das negociações da dívida de acordo com o padrão descrito foi o longo período de tempo exigido pelos processos de renegociação, devido às dificuldades em se chegar a um consenso quanto aos termos do acordo e à necessidade de anuência de um grande número de credores envolvidos. A demora dos processos implicou altos custos (financeiros e humanos) tanto para os credores como para os países devedores, elevando o nível de incerteza dos agentes econômicos. Em muitos casos, as necessidades de recursos dos países durante os períodos de negociações foram cobertas por meio de empréstimos-ponte do FMI, do BIS, do Tesouro norte-americano e dos grandes

24 Este atrelamento formal entre os credores deu origem ao mercado secundário de títulos da dívida externa. Como os grandes bancos não podiam desfazer-se de seus próprios títulos, porque isso provocaria a desvalorização abrupta da totalidade de seus ativos investidos nos países em desenvolvimento, passaram a intermediar negócios comprando títulos de terceiros (inicialmente, instituições financeiras de menor porte), contribuindo assim para que o mercado secundário de títulos ganhasse uma certa dinâmica.

25 "(...) a função efetiva do FMI acaba sendo a de conferir um caráter supostamente supranacional e uma aparência de neutralidade e racionalidade ao gerenciamento da crise financeira internacional." BATISTA JR. (1988:216).

bancos privados. Esses créditos, contudo, deveriam ser quitados assim que os acordos fossem concluídos e começassem os desembolsos neles previstos.

Essas características básicas do padrão de negociação persistiram ao longo da década de 80, na política que ficou conhecida como *muddling through*. Com efeito, esta política permitiu que se contornasse uma crise mais séria dos sistemas bancários dos países industrializados, ao mesmo tempo em que os bancos credores lograram reduzir sua *exposure* e sua vulnerabilidade frente aos países endividados. Assim, pode-se dizer que **este padrão permitiu administrar o problema da dívida, sem entretanto resolvê-lo, pelo menos do ponto de vista das necessidades de financiamento dos países devedores**. Em função disso, os problemas dos países endividados foram se reiterando continuamente, e nas distintas fases dos processos de renegociação das dívidas externas pôde-se observar como se tentou lidar com eles sem, no entanto, abandonar os traços fundamentais do padrão, já que este atingiu essencialmente (e na medida do possível) os objetivos dos credores.

#### 2.4.2. O processo de "securitização" e a adoção do "menu approach" nas renegociações das dívidas externas

Como foi assinalado, o processo de securitização de títulos de dívidas externas está intimamente relacionado com a estratégia de ajustamento das próprias instituições credoras frente à persistência das dificuldades de recuperação destes ativos e aos novos desafios da expansão financeira internacional. Assim, desde o final de 1986, observa-se tanto um incremento significativo no volume de transações no mercado secundário de títulos da dívida externa (Tabela 2.8), como a proliferação de sugestões em torno de novas propostas de renegociação de dívidas que levam em consideração alguma desvalorização destes ativos externos<sup>26</sup>.

Este processo culminou em março de 1989, com o surgimento do Plano Brady. Esta proposta norte-americana apontou para duas mudanças importantes, ambas relacionadas com a postura do governo dos EUA: este país não só passou a admitir explicitamente a necessidade de uma redução no estoque da dívida externa, como se dispôs a apoiá-la através de um envolvimento oficial no processo. Isso de fato representou um elemento de ruptura com os esquemas anteriores de gestão do problema da dívida, nos quais em nenhum momento se questionou o valor do passivo e a ênfase recaía sobre a obtenção de novos financiamentos para que o serviço fosse cumprido na sua íntegra.

Na apresentação da nova proposta norte-americana, discutiram-se quatro aspectos que pareciam fundamentais para concretizar o processo de desvalorização: o envolvimento de recursos oficiais, a suspensão de determinadas cláusulas contratuais, mudanças na legislação bancária dos países industrializados e o desatrelamento entre os desembolsos do FMI e os dos bancos privados.

Com relação ao primeiro aspecto, apontou-se para a necessidade de **recursos oficiais** que servissem como garantia para proceder à desvalorização. É importante destacar que a proposta levava em consideração a necessidade de garantias não só para o principal, mas também para o pagamento dos juros, superando com isso uma restrição que ficou evidente na experiência de securitização tentada pelo México no início de 1988. A definição quanto à origem destes recursos — isto é, a composição de seu financiamento por país (industrializados

26 Para maiores detalhes sobre o surgimento de diferentes propostas e seus impactos, ver BAER (1991:58-81).

e países em desenvolvimento) e por tipo de agente (setor público e/ou privado) — e quanto à administração destes fundos, seja por organismos financeiros já existentes (FMI e BIRD) ou por uma nova instituição, ficou totalmente em aberto quando da apresentação do Plano<sup>27</sup>. Mas a discussão das diferentes alternativas punha em evidência que de qualquer maneira haveria um envolvimento oficial na constituição de garantias para respaldar e viabilizar a desvalorização. A proposta não fazia qualquer referência à desvalorização da dívida dos países em desenvolvimento com instituições oficiais, devendo assim a redução restringir-se aos débitos com os bancos privados<sup>28</sup>.

Em segundo lugar, a proposta lançada por Brady discutia a possibilidade de suspender, por um prazo de três anos, as cláusulas de "promessa negativa" (*negative pledge*) e de "compartilhamento" (*shared burden*). Estas cláusulas, presentes em todos os contratos de reescalonamento de dívidas junto aos bancos privados, ao garantir tratamento igual a todos os credores, obstaculizam o processo de securitização da dívida e, portanto, limitam a efetivação da desvalorização já sinalizada pelo mercado secundário.

Como terceiro aspecto inovador, o Plano Brady também sugeria que os governos dos bancos credores alterassem a legislação bancária em seus países e que dessem incentivos fiscais para que as instituições financeiras privadas fossem levadas a proceder à desvalorização de seus ativos em termos contábeis, ou, ao menos, reduzissem os custos associados a tais operações.

O quarto e último aspecto inovador da proposta refere-se ao relacionamento entre o FMI e os bancos credores. O Plano propôs que a instituição deixasse de vincular seus desembolsos de recursos à normalização das relações entre os países devedores e os bancos credores. Na verdade, tratava-se apenas da explicitação de uma postura que, esporadicamente, já vinha sendo adotada pelo FMI desde 1988, quando este passou a admitir o fechamento de acordos com países que não tivessem concluído negociação com bancos privados e/ou que estivessem acumulando pagamentos atrasados, e a liberar-lhes os desembolsos correspondentes<sup>29</sup>.

O Plano Brady, na forma como foi proposto pelo governo norte-americano, recebeu imediatamente críticas de duas ordens: as que se referiam ao aspecto inovador — a redução da dívida — e as que diziam respeito aos pontos de continuidade em relação ao tratamento do problema no passado.

Com relação a estas últimas, criticou-se primeiramente a insistência no tratamento caso a caso, o que reservava à comunidade financeira internacional um forte poder discricionário. Em segundo lugar, na proposta de Brady ficava muito claro que o processo de desvalorização estaria associado a um aprofundamento das condicionalidades dos organismos financeiros internacionais. As discussões no Congresso norte-americano sobre este aspecto concentraram-se na remoção dos obstáculos ao livre fluxo de comércio e investimentos e na eliminação

---

27 Algumas destas questões, contudo, foram definidas quando começou a implementação do Plano Brady.

28 Posteriormente, as autoridades de alguns países credores (inclusive dos EUA) acenaram com a possibilidade de redução da dívida junto às fontes oficiais. Tal proposta vinha sendo implementada apenas no caso de países de renda mais baixa, mesmo antes do anúncio do Plano Brady. Somente em 1991 ela foi implementada no caso de um país de renda média, a Polônia, e essencialmente por razões geopolíticas.

29 O Fundo passou a admitir que "uma acumulação de pagamentos atrasados talvez tenha de ser tolerada desde que as negociações prossigam e a situação financeira do país não permita que eles sejam evitados". Contudo, a instituição assevera que "A política do FMI de não tolerar atrasos nos pagamentos a credores oficiais permanece inalterada". (IMF, Supplement on the Fund. IMF Survey. Washington, August 1990, p. 14).

de práticas protecionistas e discriminatórias ao capital estrangeiro. Também se fez menção explícita a reformas dos sistemas financeiros internos e à sustentação dos programas de conversão de dívidas em investimentos<sup>30</sup>. A importância das condicionalidades não se restringia, no entanto, à postura norte-americana, mas também era um dos aspectos de maior insistência das autoridades alemãs e japonesas, entre outras.

Com relação ao aspecto inovador da Proposta Brady, cabe assinalar que a desvalorização se restringe a um processo **estritamente voluntário** por parte dos bancos privados, o que exclui — em tese — a pressão explícita dos governos dos países industrializados sobre seus bancos para que se desse uma desvalorização significativa do estoque da dívida como um todo.

Existe aqui um problema quanto à aceitação da desvalorização dos ativos da dívida externa por parte dos credores privados. O comportamento do mercado secundário de títulos da dívida sinaliza, na realidade, que o conjunto dos credores ainda reluta em aceitar uma desvalorização significativa de seus ativos investidos na região. O elevado deságio mediante o qual os títulos são negociados no mercado secundário aplica-se, na realidade, a uma parcela **marginal** da dívida total, porque apenas uma pequena parte do estoque desta passa por aquele mercado (ainda que ele tenha crescido muito na segunda metade da década de 80). Isso significa que o desconto **médio** sobre o estoque dos ativos bancários investidos nos países devedores ainda é extremamente baixo. A dimensão reduzida do mercado secundário (quando comparada ao estoque da dívida) indica que os detentores daqueles ativos resistem a oferecê-los a um preço menor que o seu valor de face. Assim, os credores que efetivamente querem desfazer-se de seus créditos precisam pagar um alto custo por isso, constituído pelo elevado deságio observado no mercado secundário (Gráfico 2.4).

A relutância dos credores a aceitar uma efetiva desvalorização dos ativos também se reflete nas opções que vêm privilegiando nos Planos Brady implantados. Entre a desvalorização do valor de face do título original e a aplicação de taxas de juros fixas a longo prazo, os bancos concentram suas escolhas na segunda alternativa.

Do ponto de vista dos países devedores, o encaminhamento **voluntário** da desvalorização dos títulos da dívida externa é, desta maneira, uma séria restrição a uma solução definitiva para o problema da dívida. **Na medida em que a desvalorização do estoque se dá somente na margem** (Tabela 2.9), os ganhos relativos à redução no custo do serviço da dívida são reduzidos. Além disso, na medida em que as propostas de securitização do Plano Brady abarcam a totalidade dos ativos dos bancos privados, misturando assim passivos contraídos em distintos momentos, **o custo imprimido à operação é nivelado pela parte de maior risco**. Assim, a securitização através da aplicação de uma taxa de juros fixa no longo prazo, embora possa prevenir o país de futuras elevações das taxas no mercado financeiro internacional, se estabelece num patamar relativamente elevado quando comparado à taxa prevalecente no mercado.

A disjuntiva entre a proposta de redução da dívida delineada no Plano Brady e a pretensão dos países devedores ficou muito evidente quando algumas autoridades como Eugene Rotberg, ex-tesoureiro do Banco Mundial, e o vice-ministro das Finanças para Assuntos Internacionais do Japão insistiram no fato de que não se tratava de perdão da dívida, o que, na opinião deles, inclusive representaria um retrocesso. Assim, fica claro que a Proposta Brady não tinha como objetivo uma desvalorização significativa do estoque total de dívida. O Plano tem muito mais o caráter de sancionar um mecanismo de mercado que já estava em

30 WERTMAN (1987).

Tabela 2.9

## REDUÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA DE PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO

	US\$ milhões					
	1985	1986	1987	1988	1989	1990
1. Total	742	1,602	7,608	18,101	12,554	25,030
1.1. Conversão de dívida em capital	497	822	3,271	6,794	4,433	10,589
1.2. Conversão de dívida em moeda local	156	438	796	1,673	2,428	2,733
1.3. Recompra direta	0	0	0	1,862	1,011	10,696
1.4. Pagamento em moeda local	0	63	87	3,431	1,569	512
1.5. Reestruturação do setor privado	89	279	3,454	4,341	3,113	500

Fonte: Banco Mundial, Divisão de Dívida e Finanças Internacionais. *Quarterly Review*, junho de 1991, p. 12. De acordo com as informações fornecidas pelo Institute of International Finance.

funcionamento — a desvalorização marginal da dívida através do oferecimento de um conjunto de opções voluntárias aos credores —, com a diferença de que ele contaria, eventualmente, com um maior respaldo dos governos dos países credores para a constituição de garantias, sem entretanto ferir as regras estabelecidas pelo próprio mercado<sup>31</sup>.

Assim, pode-se concluir que as políticas de renegociação das dívidas externas adotadas pelos credores ao longo da década de 80, mesmo aquelas que começaram a incorporar a idéia de uma desvalorização do estoque na margem, partiam de uma lógica básica que tinha como objetivo principal o ajuste da carteira dos bancos e privilegiava a manutenção do pagamento do serviço da dívida. Nenhuma das propostas lançadas ou postas em execução durante a década de 80 se fundamentou prioritariamente sobre a lógica das necessidades de restituição do financiamento externo dos países endividados.

31 Atualmente, entretanto, esta disjuntiva pode ser amenizada por um aspecto estritamente conjuntural da economia internacional, que é o baixo patamar da taxa de juros desde meados de 1991. Diante deste contexto, os bancos têm apresentado interesse maior pela Proposta Brady, ainda que continuem procurando concentrar suas opções naqueles títulos que postergam a desvalorização no tempo.

## 2.5. Conclusões

Da análise do contexto financeiro internacional se conclui que a retomada do crescimento nos países centrais a partir de 1983-1984 não só fez com que os agentes financeiros voltassem suas prioridades novamente para esta região, como permitiu efetivamente marginalizar o problema do endividamento externo concentrado em alguns países subdesenvolvidos de maior porte. Assim, uma vez superado o risco sistêmico decorrente da crise de 1982, a comunidade financeira internacional passou a administrar o problema da dívida externa topicamente, em função das suas implicações mais críticas, sem desviar-se de sua estratégia de negociação estabelecida desde o princípio.

A flexibilidade gerada pelas inovações financeiras predominantes neste período facilitou a gestão da dívida pelos credores. Entretanto, para os países devedores, diante do intenso desajuste macroeconômico que se criou em função das mudanças financeiras internacionais, esta flexibilidade facilitou a fuga de capitais e intensificou os movimentos de arbitragem, trazendo mais um agravante para a gestão da política econômica.

Diante destes desdobramentos, ao longo dos anos 80, o problema do estoque de dívida em moeda estrangeira e a restrição do financiamento externo para economias como a brasileira se mantiveram do ponto de vista macroeconômico. O maior fluxo de recursos oficiais, que se constatou na primeira metade da década de 80, teve como objetivo evitar uma ruptura com a comunidade financeira e não a retomada de uma fonte importante de financiamento externo. Além de se ligarem a condicionalidades ampliadas de política econômica, estes fluxos de recursos passaram a estar crescentemente atrelados à lógica dos próprios fluxos de capitais privados.

Assim, parece claro que uma mudança da situação do financiamento externo de economias endividadas não depende somente de mudanças na política econômica interna, mas sobretudo de alterações no contexto financeiro internacional.

## **CAPÍTULO III**

### **O Impacto do Choque Externo e as Conseqüências da Política de Ajuste Adotada (1980 - ago. 1985)**

O objetivo deste capítulo é analisar, a partir da estratégia de política econômica adotada pelas autoridades do Brasil na primeira metade da década de 80, o impacto das mudanças no mercado financeiro internacional sobre o âmbito fiscal e financeiro da economia brasileira. A violência do choque externo — não só pela elevação dos custos financeiros internacionais e pela deterioração das relações de troca, mas especialmente pelo corte do financiamento externo — e a política de ajuste implementada para enfrentá-lo implicaram desajustes financeiros no setor público de tal magnitude, que dificilmente podem ser resolvidos com políticas fiscais isoladas e convencionais (aumento das receitas e cortes nas despesas). A análise sugere que o problema vai além da questão fiscal e diz respeito à recomposição das condições internas e internacionais de financiamento do setor público.

O capítulo está subdividido em três partes. Na primeira se analisa o impacto do choque de financiamento externo, tanto em termos de custos, como do ponto de vista do corte abrupto do crédito internacional. A internalização deste impacto se concretizou através do condicionamento da política econômica brasileira pelo processo de negociação com os credores externos e por pressões internas de agentes afetados pela crise. Assim, na segunda parte se procura mostrar o imbricamento da negociação externa com a gestão da política econômica interna, tentando apontar elementos que possam ajudar a explicar por que não se aventou a possibilidade de uma estratégia alternativa de ajuste. Na terceira e última parte são analisadas as conseqüências do choque externo e da política econômica implementada nos âmbitos fiscal e financeiro do setor público.

### **3.1. A natureza da inserção econômica externa do Brasil e o choque financeiro internacional no início dos anos 80**

O impacto de um choque externo sobre a economia de um país, além de sua intensidade em si, depende essencialmente das características da inserção deste país no contexto mundial. No caso do Brasil, a análise pode ser subdividida em três aspectos básicos: i) a deterioração das relações de troca e a estrutura de comércio exterior do país; ii) a evolução das taxas de juros internacionais e a estrutura de endividamento externo; iii) o imbricamento da dinâmica financeira interna com o mercado internacional.

Com relação ao comércio exterior, embora o governo se tenha empenhado numa intensa política de promoção das exportações ao longo dos últimos vinte anos, o peso da produção destinada ao mercado externo ainda era pouco significativo no final dos anos 70, quando eclodiu a crise internacional. O coeficiente de exportações sobre o PNB alcançava apenas 8%, o que é relativamente baixo quando comparado com dois outros países asiáticos, então também classificados como altamente endividados, Coréia e Filipinas (Tabela 3.1). Além disso, nesse mesmo período o peso dos produtos básicos e dos semimanufaturados ainda era importante, sendo em conjunto responsáveis por aproximadamente a metade das exportações (Tabela 3.2). Ou seja, no final dos anos 70, o Brasil continuava se caracterizando por uma economia continental, com uma performance exportadora crescente — embora ainda pouco significativa em relação a sua produção total — e fortemente condicionada pelo desempenho de produtos primários e derivados, sendo os preços destes mais vulneráveis a impactos recessivos na economia mundial.

No que diz respeito às importações, alcançaram seu valor máximo de 12,2% do PNB em 1980 (Tabela 3.1), reiterando a relativamente pequena abertura externa. No entanto, a pauta de importações era bastante rígida, na medida em que em torno de 90% de seu valor estava comprometido com insumos indispensáveis à produção: matérias-primas, combustíveis e

Tabela 3.1

### COMÉRCIO EXTERIOR: BRASIL, REPÚBLICA DA CORÉIA e FILIPINAS

	1970	1975	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1985	1987	1990
<b>EXPORT./PNB (%)</b>											
BRASIL	7.30	7.73	6.97	7.64	9.60	10.10	8.54	12.15	12.83	9.64	6.90
CORÉIA	14.63	27.89	33.90	30.06	36.23	39.88	39.71	37.30	35.69	42.86	31.36
FILIPINAS	18.55	19.01	18.47	19.22	20.55	19.55	17.38	19.99	21.37	23.58	24.54
<b>IMPORT./PNB (%)</b>											
BRASIL	7.86	11.76	8.41	9.93	12.20	10.76	9.62	10.05	7.83	6.61	5.43
CORÉIA	23.53	36.27	35.76	35.59	42.40	43.34	39.82	36.60	34.04	34.25	32.20
FILIPINAS	19.08	26.08	23.78	24.72	25.98	24.86	24.11	26.98	18.56	22.99	29.90

Fonte: FMI, "Balance of Payments Statistics", Yearbook, 1978, 1983, 1987, 1990.

World Bank, "World Debt Tables - External Debt of Developing Countries", 1988-89 e 1990-91 para os dados do PNB.

Bacen, Brasil-Programa Económico, Vol.31, dez/1991, para os dados de balança comercial e de serviços do Brasil em 1990.

produtos derivados e bens de capital (Tabela 3.2). Cabe ressaltar que quando ocorreu o segundo choque do petróleo (1979-1981) o Brasil ainda importava 87% do que consumia deste insumo energético. Somente em meados da década de 80 a produção nacional passou a cobrir a metade do consumo aparente (Tabela 3.3).

Dada esta estrutura de comércio exterior, o impacto da recessão mundial gerada pela política de valorização do dólar se fez sentir essencialmente através da deterioração das relações de troca. Por um lado, houve um aumento significativo nos preços das importações a partir de 1979, determinado principalmente pelo comportamento do preço do petróleo e pelo peso que este produto tinha na pauta de importações do país. Por outro lado, apresentou-se uma evolução negativa do índice de preços das exportações, que se prolongou até meados da década de 80. Desta maneira, o país enfrentou uma deterioração contínua e significativa nas suas relações de troca de 1978 a 1983 (Tabela 3.4).

Se comparado com outras regiões ou alguns países em desenvolvimento altamente endividados, se observa que o impacto da deterioração das relações de troca foi especialmente intenso no Brasil, que no período 1980-1985 teve uma queda de 27% neste índice. Nessa mesma fase, a região asiática praticamente manteve estabilidade nos seus termos de troca. Por sua vez, o conjunto dos países em desenvolvimento da América e os quinze países altamente endividados apresentaram uma redução muito menor deste índice, 11% e 3,7%, respectivamente (Tabela 3.4)<sup>1</sup>.

Assim, independentemente do impacto direto da elevação dos juros internacionais sobre a conta de capital do balanço de pagamentos, a forte deterioração das relações de troca — num contexto de crescimento mais lento do comércio mundial — e a rigidez da pauta de

<sup>1</sup> Para uma análise comparativa mais abrangente do impacto sobre a América Latina e os países asiáticos, ver HUGHES & SINGH (1988).

Tabela 3.2

**BRASIL: PARTICIPAÇÃO RELATIVA DOS GRUPOS DE PRODUTOS  
NA PAUTA DE COMÉRCIO EXTERIOR (em %)**

Período	TOTAL	EXPORTAÇÕES			
		Básicos	Semimanu- faturados	Manufaturados	Transações Especiais
1970-74	100.0	64.3	10.0	23.5	2.2
1975-79	100.0	51.9	10.5	35.6	2.0
1980	100.0	41.9	12.0	44.8	1.3
1981	100.0	38.0	9.4	51.0	1.6
1982	100.0	40.6	7.3	50.8	1.2
1983	100.0	38.7	8.4	51.5	1.4
1984	100.0	32.4	10.5	56.0	1.1
1985	100.0	33.3	10.8	54.8	1.1

Período	TOTAL	IMPORTAÇÕES			
		Bens de Consumo	Matérias-Primas <sup>a</sup>	Combust. e Lubrific.	Bens de Capital
1970-74	100.0	9.6	41.8	17.4	31.3
1975-79	100.0	7.8	33.3	32.6	26.3
1980	100.0	5.7	30.8	44.4	19.1
1981	100.0	4.5	26.0	51.3	18.2
1982	100.0	5.2	24.0	53.9	16.9
1983	100.0	5.2	22.8	55.8	16.2
1984	100.0	5.0	26.7	52.8	15.5
1985	100.0	6.0	28.1	47.0	18.9

(a) inclui petróleo.

Fonte: Cacex, in Bacen, *Boletim Mensal*, vários números.

MIN. FAZ. EC. PLAN., DECEX, CTIC, *Balança Comercial Brasileira*, dez/90.

importações do Brasil criaram uma forte restrição cambial na balança comercial, que foi enfrentada pelo governo com um esforço redobrado de expansão das exportações e a contenção das importações, através de um ajuste recessivo e medidas de contingenciamento. Duas estimativas apontam que a dívida externa brasileira teve um acréscimo de US\$ 19 a 25 bilhões no período 1979-1982, estritamente por conta do impacto negativo das condições do comércio

Tabela 3.3

**MERCADO DE PETRÓLEO (1979 - 1990)**

	PREÇO		CONSUMO (Mil Barril/Dia)					PRODUÇÃO NACIONAL	
	ÁRABE LEVE (mercado de Rotterdam)		PETRÓLEO BRUTO			DERIVADOS DE PETRÓLEO <sup>b</sup>		CONSUMO APARENTE <sup>c</sup>	CONSUMO APARENTE
	(US\$/b)	(1979 = 100)	PRODUÇÃO NACIONAL <sup>a</sup> (A)	IMPOR- TAÇÕES (B)	EXPOR- TAÇÕES (C)	IMPOR- TAÇÕES (D)	EXPOR- TAÇÕES (E)	(F) = (A) + (B) - (C) + (D) - (E)	(A)/(F) (%)
1979	30.57	100.00	171	1.000	0	23	29	1.165	14.7
1980	32.18	105.27	187	871	1	44	37	1.064	17.6
1981	33.71	110.27	220	841	15	28	81	993	22.2
1982	31.49	103.01	268	793	22	69	108	1.000	26.8
1983	28.53	93.33	339	728	1	31	120	977	34.7
1984	28.46	93.10	474	649	0	14	183	954	49.7
1985	26.81	87.70	563	545	0	36	169	975	57.7
1986 (*)	16.58	54.24	593	601	0	44	131	1.107	53.6
1987	17.49	57.24	590	624	0	52	149	1.117	52.8
1988	15.10	49.39	576	639	0	86	155	1.146	50.3
1989	18.20	59.54	616	592	0	80	129	1.159	53.1
1990	23.07	75.47	653	571	0	70	92	1.202	54.3

Notas: (a) Inclui GLP.

(b) Exclui derivados não energéticos.

(c) Inclui variação de estoques.

(\*) A partir de 1986 o preço do petróleo passou a ser calculado pela metodologia Net Back (média dos dados semanais).

Fonte: FGV, Conjuntura Econômica - diversos números.

Bacen, Brasil - Programa Econômico - diversos números.

internacional<sup>2</sup>. Estas cifras tornam-se ainda mais significativas quando comparadas com o valor do estoque da dívida externa líquida do Brasil no final de 1978, véspera do choque externo: US\$ 38,2 bilhões.

A segunda questão relativa ao choque externo se refere ao impacto direto no âmbito financeiro. Ao contrário do que se observou na área do comércio exterior, ao longo dos anos 70 a dinâmica financeira apresentou uma maior abertura ao exterior, o que, como foi assinalado no capítulo anterior, não pode ser dissociado dos acontecimentos nos países centrais e seus principais mercados financeiros. Como se pode observar na Tabela 3.5, a partir de 1971 a poupança externa assumiu um peso maior do que tinha em anos anteriores.

2 Uma estimativa é de José SERRA (1982) e a outra é de Eliana A. CARDOSO e Rudiger DORNBUSCH (1988). Um trabalho pioneiro nesta mesma linha de argumentação, abrangendo um período mais amplo (1973-1983), foi o de BACHA (1984).

Tabela 3.4

## RELAÇÕES DE TROCA: BRASIL E OUTRAS REGIÕES EM DESENVOLVIMENTO

Ano	BRASIL		ÁSIA <sup>b</sup>	AMÉRICA	ENDIVID. <sup>c</sup>
	Índice de Preços				
	Exportações	Importações	Relações de Troca	Relações de Troca <sup>a</sup>	Relações de Troca <sup>a</sup>
1977	100.00	100.00	100.00		
78	92.00	107.00	85.98		
79	101.00	128.00	78.91	100.00	100.00
1980	107.00	163.90	65.28	98.60	107.40
81	100.70	182.10	55.30	97.81	101.28
82	94.60	176.10	53.72	98.40	93.38
83	89.50	166.80	53.66	99.19	88.99
84	91.30	158.40	57.64	100.57	93.71
1985	86.10	149.20	57.71	99.77	88.83

Notas: (a) Média ponderada pela participação dos países nas exportações/importações totais do grupo.

(b) Exclui a China.

(c) Quinze países altamente endividados: Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa do Marfim, Equador, Filipinas, Iugoslávia, México, Marrocos, Nigéria, Peru, Uruguai e Venezuela.

Fonte: FGV, *Conjuntura Econômica*, vários números (para o período 1977-85).

FMI, *World Economic Outlook*, out/1988 (dados de 1980), out/1989 (dados de 1981), out/1990 (dados de 1982), out/1991 (dados de 1983 a 1985).

O processo mais significativo da abertura financeira brasileira na década de 70 diz respeito ao endividamento externo, e se fez em condições que aumentaram a vulnerabilidade do país a choques no mercado internacional. A razão básica desta maior vulnerabilidade está associada à concentração da captação de recursos externos no mercado privado e às condições em que seus bancos passaram a operar a partir da crise do padrão monetário internacional. De 1970 a 1978, a participação relativa dos credores privados na dívida externa de médio e longo prazo do Brasil aumentou de 55% para 80%, reduzindo-se significativamente o peso dos financiamentos oficiais, bi e multilaterais<sup>3</sup>. Além de as condições médias dos empréstimos privados — em termos de taxas de juros e prazos — serem piores que as dos recursos oficiais<sup>4</sup>, a partir de 1973 os empréstimos bancários passaram a ser estendidos na base de taxas de juros flutuantes<sup>5</sup>. Esta prática sujeitou o país a um alto risco frente a qualquer elevação das taxas de

3 BAER (1986:74).

4 Num estudo de 1981, o FMI mostra como na década de 70 as condições médias de endividamento junto aos bancos privados, ou seja as taxas de juros e os prazos de amortização, foram muito piores que junto a fontes oficiais. Citado por BAER (1986:78).

5 A adoção de taxas de juros flutuantes no mercado financeiro internacional generalizou-se a partir de 1973.

Tabela 3.5

**BRASIL: INDICADORES DE POUPANÇA FINANCEIRA (em %)**

PERÍODO	POUPANÇA EXTERNA	POUPANÇA EXTERNA	FUNDO DE POUPANÇA COMPULSÓRIA <sup>b</sup>	FUNDOS MÚTUOS DE INVESTIMENTO + AÇÕES
	POUPANÇA INTERNA	POUPANÇA INTERNA VOLUNTÁRIA <sup>a</sup>	POUPANÇA FINANCEIRA INTERNA BRUTA TOTAL	POUPANÇA FINANCEIRA INTERNA BRUTA TOTAL
1964-1967	-3.96	-4.10	3.07	36.11
1968-1970	7.32	8.00	6.94	45.33
1970	7.99	8.77	7.18	41.82
1971	11.55	13.00	7.12	41.56
1972	20.96	23.02	9.32	33.48
1973	13.35	14.73	9.29	32.81
1974	23.94	28.49	15.71	34.63
1975	12.46	14.19	11.50	28.09
1976	12.87	15.54	16.39	25.58
1977	6.58	8.14	17.91	23.14
1978	12.84	15.64	17.23	21.78

Notas: (a) PIV = HAVERES FINANCEIROS + AÇÕES + FUNDOS MÚTUOS DE INVESTIMENTO.

(b) inclui FUNDOS FISCAIS DE INVESTIMENTO.

Fonte: Bacen, Boletim do Banco Central - Vol. 15, Nº 5 - maio 1979, p.129.

juros internacionais e, portanto, a uma situação potencial de instabilidade financeira na área externa.

Na virada da década de 70 para a de 80, em torno de três quartos da dívida externa brasileira de médio e longo prazo estavam contratados a taxas de juros flutuantes, o que implicou um impacto forte e imediato da política de valorização do dólar praticada pelos Estados Unidos a partir de 1978. Como se pode observar na Tabela 3.6, em 1981-1982 os juros internacionais deram um salto de 5 a 7 pontos percentuais em termos reais<sup>6</sup>. Ou seja, de um patamar de 1%-1,5% a.a. de 1978 a 1980, os juros reais subiram para a faixa de 7%-8% a.a. Esses juros passaram a incidir praticamente de imediato sobre um passivo externo do Brasil de US\$ 51 bilhões<sup>7</sup>. As estimativas realizadas por SERRA (1982) e CARDOSO & DORN-BUSCH (1988) apontam para um acréscimo de US\$ 10 a 16 bilhões na dívida externa brasileira, no período 1979-1982, somente por conta do impacto da elevação das taxas de juros internacionais.

A intensidade deste impacto sobre o setor externo brasileiro fica ainda mais evidente quando se relaciona o comportamento dos juros internacionais com a evolução dos termos de troca do país, já que esta mede o esforço de gerar as divisas na balança comercial para cobrir o maior serviço financeiro externo. Como se pode observar na Tabela 3.6, ao deflacionar os

6 Juros reais denominados em dólar, definidos como os juros nominais deflacionados pela variação do IPC dos Estados Unidos.

7 Em dezembro de 1980 o Brasil tinha US\$ 53,8 bilhões de dívida de médio e longo prazo, sendo que 75% estava contratada a taxas de juros flutuantes, e US\$ 10,4 bilhões de dívida de curto prazo, sobre a qual a variação das taxas de juros também foi imediata.

juros internacionais pelo índice de preços das exportações brasileiras ou pela variação das relações de troca, o choque da elevação das taxas de juros internacionais se apresenta ainda mais imponente. Além disso, também se infere destes mesmos dados que, embora o momento mais intenso do choque de preços externos — elevação dos juros e deterioração das relações de troca — para o Brasil tenha sido o período 1980-1981, de fato o impacto teve início em 1978 e se prolongou até 1983 inclusive.

Tabela 3.6

### EVOLUÇÃO DAS TAXAS DE JUROS INTERNACIONAIS Taxas médias anuais (em %)

PERÍODO	PRIME RATE (EUA)				LIBOR (US\$ - 6 meses)			
	nominal	real			nominal	real		
		(a)	(b)	(c)		(a)	(b)	(c)
1975	7.9	-1.1	7.9	11.4	7.8	-1.2	7.8	11.3
1976	6.8	1.0	-7.4	-4.9	6.1	0.3	-8.0	-5.5
1977	6.8	0.3	-12.5	-9.0	6.4	-0.1	-12.8	-9.4
1978	9.1	1.5	18.6	26.7	9.2	1.5	18.7	26.8
1979	12.7	1.3	2.7	23.0	12.2	0.8	2.2	22.4
1980	15.3	1.6	8.8	39.3	14.0	0.4	7.6	37.7
1981	18.9	7.7	26.3	40.4	16.7	5.7	24.0	37.8
1982	14.9	8.3	22.3	18.3	13.6	7.1	20.9	17.0
1983	10.8	7.3	17.1	11.0	9.9	6.4	16.2	10.1
1984	12.0	7.4	9.8	4.0	11.3	6.7	9.1	3.4
1985	9.9	6.2	16.5	9.9	8.6	4.9	15.2	8.6

Notas: (a) Deflacionado pela variação do IPC-EUA.

(b) Deflacionado pela variação do índice de preços das exportações brasileiras.

(c) Deflacionado pela variação do índice de relações de troca do Brasil.

Fonte: FMI, *International Financial Statistics* - vários números.

BACEN, *Brasil - Programa Econômico* - vários números.

BACEN, *Boletim do Banco Central do Brasil* - Vol.24 Nº 3, mar/1988.

FGV, *Conjuntura Econômica* - vários números.

FUNCEX, *Balança Comercial e outros indicadores conjunturais* - vários números.

Ou seja, o impacto da política de valorização do dólar sobre o setor externo brasileiro na passagem dos anos 70 para os 80 é muito maior do que se tende a inferir exclusivamente da observação direta e isolada da evolução das taxas de juros internacionais nominais, ou mesmo reais, neste período. Adotando a terminologia de Minsky, pode-se dizer que o Brasil a partir de 1978 passou de uma situação de *hedge finance* para uma de *Ponzi finance*, na qual

o país entrou num processo acelerado de endividamento junto aos bancos para poder arcar com o serviço financeiro externo<sup>8</sup>. No período 1978-1983, as dívidas externas bruta e líquida cresceram em média 16% e 20% a.a., respectivamente, fazendo com que o passivo externo líquido praticamente triplicasse em seis anos (Tabela 3.7). Este intenso processo de endividamento foi sustentado pelos bancos privados internacionais na base do encurtamento dos prazos dos financiamentos novos, da aplicação dos juros de mercado e de *spreads* crescentes, estes supostamente para dar cobertura a maiores riscos.

Tabela 3.7

### DÍVIDA EXTERNA LÍQUIDA - Posição de dezembro (US\$ milhões)

Ano	Dívida externa		Reservas externas (liquidez internac.) (4)	Haveres dos bancos comerciais (5)	Dívida externa líquida (6) = (3)-(4)-(5)	
	registrada <sup>a</sup> (1)	não registrada <sup>b</sup> (2)				bruta (3) = (1) + (2)
1977	32,037	5,914	37,951	7,256	1,214	29,480
1978	43,511	8,676	52,186	11,895	2,043	38,248
1979	49,904	5,899	55,803	9,689	1,817	44,297
1980	53,848	10,397	64,244	6,913	1,479	55,853
1981	61,411	12,552	73,962	7,507	2,085	64,371
1982	70,198	15,106	85,304	3,994	2,099	79,210
1983	81,319	12,237	93,556	4,563	1,924	87,069
1984	91,091	10,949	102,040	11,995	2,274	87,770
1985	95,857	9,269	105,125	11,608	1,984	91,533

Notas: (a) Dívida de médio e longo prazo.

(b) Créditos com prazos de vencimento menores que 360 dias. Até 1979, dados estimados com base nos fluxos de curto prazo do balanço de pagamentos.

Fonte: Bacen, *Boletim Mensal*, vários números; *Relatório Anual*, vários números.

A **explicitação** da vulnerabilidade financeira externa do Brasil — como na maioria dos países subdesenvolvidos endividados junto ao mercado privado — não se deu com a elevação das taxas de juros internacionais. Ela só ocorreu a partir de agosto de 1982, com o **corte do financiamento internacional pelos bancos privados** uma vez que o México declarou a moratória. A partir deste momento os recursos financeiros internacionais se tornaram extremamente escassos. Da faixa de US\$ 13 a 14,5 bilhões anuais em 1981-1982, os créditos voluntários de médio e longo prazo dos bancos privados deixaram de existir. A partir de 1983, o escasso dinheiro novo proveniente de fontes privadas se deveu ao processo de renegociação da dívida externa, restringindo-se a montantes mínimos que impedissem que o país declarasse unilateralmente a moratória.

Quanto ao impacto do choque financeiro internacional associado ao processo de endividamento externo, vale a pena fazer um breve contraponto com a Coreia, que muitas vezes

8 Este fato foi apontado por vários críticos na época, que sugeriam que as autoridades brasileiras renegociassem a dívida externa para evitar que o país continuasse se endividando por motivos estritamente financeiros.

é apresentada como caso exitoso de ajuste diante do fracasso brasileiro. Sem entrar no mérito de que possa haver outras diferenças importantes do ponto de vista da gestão da política econômica, há dois aspectos financeiros básicos que tornam as duas realidades *a priori* diferentes. Em primeiro lugar, o peso do financiamento oficial ao longo dos anos 70 foi relativamente mais importante na Coréia que no Brasil, o que tornou sua vulnerabilidade externa menor. Em segundo lugar, a Coréia não sofreu um corte nos financiamentos dos bancos privados internacionais. Entre 1982 e 1983, enquanto o Brasil teve um corte de 60% nos créditos novos dos bancos privados, a Coréia conseguiu ampliar a entrada de dinheiro novo destas fontes em quase 50%. Esta diferença básica persistiu ao longo de toda a década de 80 (Tabela 3.8).

O que mais chama a atenção é a capacidade da Coréia de manter o acesso ao mercado financeiro privado internacional em plena crise de endividamento, quando este país também era classificado como um dos quinze países em desenvolvimento altamente endividados. Dada a boa performance exportadora da Coréia, o coeficiente serviço da dívida externa sobre exportações ficou, na maior parte dos anos, próximo de 20%, enquanto no caso do Brasil ele em geral ultrapassava os 50%, chegando a alcançar 84% em 1982. No entanto, quando se compara o saldo da balança de bens e serviços não-fatores dos dois países, o desempenho coreano não se diferencia do brasileiro do ponto de vista da segurança financeira. A Coréia apresenta déficits até 1982 e somente um modesto superávit até 1985, e mesmo assim consegue captar recursos novos significativos junto aos credores privados.

Ou seja, a diferença básica entre a Coréia e o Brasil diante da eclosão da crise financeira internacional é que aquele país conseguiu sustentar seu fluxo de recursos internacionais, e portanto não teve uma ruptura no seu padrão de financiamento. Isso tem implicações internas da maior relevância, pois explica em boa medida a sustentação do seu crescimento econômico, a capacidade de ampliar sua poupança interna sobre a qual alavancar o financiamento de prazo mais longo, e assim dar continuidade a seus projetos estratégicos de desenvolvimento<sup>9</sup>.

Infere-se daqui uma idéia básica: a continuidade do fluxo de recursos externos, ainda que sob condições adversas de juros internacionais elevados, faz toda diferença na capacidade de um país para sustentar maiores graus de liberdade na formulação da sua política de ajuste. Os elevados custos financeiros externos têm um impacto negativo no âmbito fiscal. Este impacto, no entanto, não resulta automaticamente num problema de financiamento, na medida em que se sustenta o fluxo de recursos externos e desta maneira se estende o refinanciamento do passivo no tempo. Assim, uma questão crucial na análise do caso brasileiro passa a ser o impacto do choque externo, não só do ponto de vista dos problemas que gerou no âmbito fiscal, mas especialmente das condições em que se deu o refinanciamento do passivo acumulado.

Em suma, com relação ao mais importante aspecto da abertura financeira brasileira na década de 70, isto é, o endividamento externo, conclui-se que este foi potencializado no período 1978-1982 pela forte elevação das taxas de juros internacionais, passando o país a viver uma situação de *Ponzi finance*. Durante esse período os bancos privados internacionais sancionaram um processo acumulativo de endividamento e posteriormente, com a moratória mexicana, cortaram abruptamente o crédito internacional ao país. Nesse choque externo e na maneira como ele foi enfrentado através da gestão de política econômica interna encontra-se a causa básica da crise fiscal e de financiamento do setor público brasileiro. O acúmulo do

---

9 Para maior referência sobre a gestão da política econômica e o desempenho deste país nos anos 80 ver REISEN (1988) e COLLINS & PARK (1989).

Tabela 3.8

## BRASIL E REPÚBLICA DA CORÉIA: INDICADORES DO SETOR EXTERNO

	1970	1975	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1985	1987	1990
<b>BRASIL</b>											
1- Dinheiro Novo de médio e longo prazo (US\$ milhões)	1.792	7.050	14.617	12.241	11.323	16.095	15.380	7.964	2.466	2.475	3.562
1.1- Credores Oficiais	269	810	943	896	1.236	1.562	2.096	2.271	1.888	1.502	1.279
1.2 - Credores Privados <sup>a</sup>	1.523	6.240	13.674	11.345	10.087	14.533	13.284	5.693	578	973	2.283
2-Exportações (US\$ milhões)	2.739	8.492	12.473	15.244	20.132	23.276	20.173	21.898	25.634	26.210	31.414
Serviço Div. Ext./Exportações (em %)	24,8	50,6	66,8	73,9	65,3	66,0	83,7	51,4	40,0	37,2	20,4
3-Saldo da Balança de bens e serviços não-fatores <sup>b</sup>	(236)	(4.905)	(2.830)	(5.016)	(5.931)	(1.678)	(2.794)	4.077	10.785	8.830	7.463
<b>CORÉIA</b>											
1- Dinheiro Novo de médio e longo prazo (US\$ milhões)	476	1.769	3.687	5.128	3.980	5.837	4.5636	6.061	7.080	4.461	4.727
1.1- Credores Oficiais	154	559	776	1.007	916	1.380	1.408	1.483	789	784	1.356
1.2 - Credores Privados <sup>a</sup>	322	1.210	2.911	4.122	3.064	4.457	3.156	4.578	6.291	3.677	3.371
2 - Exportações (US\$ milhões)	882	5.003	12.711	14.705	17.214	20.671	20.879	23.204	26.442	46.244	63.123
Serviço Div. Ext./Exportações (em %)	77,0	15,0	16,2	19,4	18,5	19,6	21,9	21,3	27,2	35,1	11,7
3-Saldo da Balança de bens e serviços não-fatores <sup>b</sup>	(796)	(1.744)	(917)	(3.507)	(3.734)	(2.291)	(73)	556	1.480	11.059	(1.984)

Notas: (a) Supõe-se que os recursos destinados ao setor privado, sem garantia, tem origem essencialmente no mercado financeiro privado. (b) Inclui transportes, turismo, representações diplomáticas, etc.. Obtidos a partir da soma dos itens 3 a 10, 21 a 26, 31 e 32 da Tabela 2. do "Balance of Payments Statistics", Yearbook, 1978, 1983, 1987 e 1990.

Fonte: World Bank, "World Debt Tables - External Debt of Developing Countries" 1988-89, 1990-91 Editions. FMI, "International Financial Statistics", Yearbook 1991, para os dados de Exportação. Bacen, *Brasil-Programa Econômico*, Vol. 31, dez/1991, para os dados da balança comercial e de serviços de 1990.

passivo externo e seu serviço financeiro subordinaram a formulação da política econômica às necessidades de gestão das contas do balanço de pagamentos, diante do corte abrupto do crédito internacional, e ao ajuste no setor público, diante da concentração do passivo neste âmbito. Este ajuste abarca questões fiscais e de financiamento interno.

O terceiro e último aspecto relevante para entender as conseqüências do choque externo para o financiamento da economia brasileira nos anos 80 diz respeito ao imbricamento da dinâmica financeira interna com o mercado internacional. Neste sentido apresenta-se uma pergunta básica: dadas as características e o grau de desenvolvimento do sistema financeiro brasileiro, que desdobramentos se poderia esperar com relação às condições internas de financiamento a partir da crise externa em 1982?

O sistema financeiro brasileiro privado recebeu um impulso significativo com a reforma de 1964-1967 e passou por um intenso processo de concentração na primeira metade dos anos 70. Do ponto de vista da dinâmica do financiamento e da relação deste sistema com o mercado financeiro internacional, dois aspectos parecem relevantes.

Primeiro, as instituições financeiras privadas, seja de crédito ou do mercado de capitais, em nenhum momento exerceram um papel relevante do ponto de vista do financiamento de longo prazo, apesar de todo o desenvolvimento da sistemática de indexação. Dois fatores são importantes para o entendimento desta característica da intermediação financeira privada no Brasil.

Em primeiro lugar, desde os anos 50 o Estado sempre teve uma presença marcante no financiamento de longo prazo, através da atuação de várias instituições financeiras de fomento. Além disso, como a política de fomento teve na maior parte do tempo um significativo componente subsidiado, os agentes privados dificilmente poderiam competir nesta área.

Em segundo lugar, o processo inflacionário foi, sem dúvida, o principal obstáculo à consolidação do financiamento de prazo mais longo. Enquanto a economia brasileira operava com inflação baixa e sem indexação, os agentes privados captavam recursos no curto prazo, a juros baixos ou até negativos, e os emprestavam também no curto prazo, mas com garantia de refinanciamento por um período de tempo mais longo. No entanto, com o recrudescimento do processo inflacionário, o risco aumentou, fazendo com que os agentes privados se retraíssem até mesmo dessa tímida prática de refinanciamento, encurtando e selecionando ao máximo suas operações ativas. Elevou-se o risco de descasamento entre prazos, que não foi eliminado pela indexação. A própria indexação, por não ser única, criou por sua vez outro risco financeiro, o do "descasamento entre moedas", na medida em que ativo e passivo poderiam ser corrigidos por indexadores diferentes<sup>10</sup>. Além disso, com a aceleração da inflação aumenta a dispersão de preços, fazendo com que os agentes dos setores menos oligopolizados não alcancem a indexação plena de seus preços, representando assim um risco de crédito para as instituições financeiras. Em suma, a indexação tornou-se extremamente imperfeita com o agravamento do problema inflacionário, além de sujeita a todo tipo de arbitrariedades.

Desta maneira, o *funding* foi coberto essencialmente por instituições financeiras públicas, que sempre tiveram um peso importante na concessão dos financiamentos ao setor produtivo (Tabela 3.9). Também coube ao setor público o *finance* dos setores mais vulneráveis à estagflação e a cobertura do diferencial de indexação entre operações ativas e passivas

---

10 Por exemplo, os empréstimos habitacionais (ativo dos bancos) eram corrigidos pelo índice de reajuste salarial e as cadernetas de poupança (passivo dos bancos), origem dos recursos, eram atualizadas pela correção monetária. O custo deste diferencial de indexação acabou sendo transferido para o Estado.

Tabela 3.9

**BRASIL: CRÉDITOS DO SISTEMA FINANCEIRO AO SETOR PRIVADO  
POR EMPRESTADOR FINAL - participação relativa (em %)**

INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS	1972	1975	1978	1980
<b>PÚBLICAS</b>	<b>45.13</b>	<b>54.93</b>	<b>55.75</b>	<b>59.65</b>
Banco do Brasil	19.74	22.90	21.23	29.56
Bancos Comerciais (Fed. + Est.)	9.74	10.17	10.48	9.51
Financeiras	0.30	0.59	0.61	0.49
Bancos de Investimento	0.16	0.41	0.26	0.33
BNH (Total Líquido)	3.95	2.04	0.71	0.70
Sociedades de Crédito Imobiliário	0.44	0.43	0.47	0.42
Caixas Econômicas (Fed. + Est.) <sup>a</sup>	6.99	10.27	11.60	9.58
BNDES	2.17	5.42	6.91	6.05
Bancos Estaduais de Desenvolvimento	1.49	2.47	3.27	2.79
BNCC	0.14	0.24	0.21	0.19
<b>PRIVADAS</b>	<b>54.87</b>	<b>45.07</b>	<b>44.25</b>	<b>40.35</b>
Bancos Comerciais	23.69	18.22	18.20	15.71
Financeiras	12.61	9.78	7.21	5.63
Bancos de Investimento	12.45	10.50	10.06	10.51
Sociedades de Crédito Imobiliário	5.18	5.22	6.41	6.18
Assoc. de Poupança e Empréstimo	0.94	1.36	2.37	2.32
<b>TOTAL</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>

Nota: (a) inclui PIS, administrado pela CEF.

Fonte: Boletim do Banco Central - Vol. 15 Nº5, p.140 a 143 e Vol.19 Nº 9 p.86 a 89.

reguladas. Assim, o sistema financeiro privado restringiu-se às operações de curto prazo em que a cobertura de risco era segura e, neste âmbito, foi extremamente dinâmico e respondeu aos novos desafios do mercado.

Segundo, nos anos 70 aumentou a interação dos agentes no mercado financeiro brasileiro com o sistema internacional. Isso se deu pela própria captação de recursos no mercado externo

e pela associação com bancos estrangeiros no mercado brasileiro, mas também pela abertura de agências dos maiores bancos brasileiros no exterior<sup>11</sup>. Assim, observou-se ao longo da década de 70 uma maior interação dos agentes do sistema financeiro brasileiro com o exterior.

Dadas estas características da dinâmica do sistema financeiro brasileiro, a partir da crise de 1982 se podem observar basicamente dois desdobramentos. Por um lado, **reforçou-se o problema estrutural do prazo das operações financeiras, fortemente concentradas no curto prazo**. Isso está associado tanto à maior instabilidade com a qual passam a conviver os agentes econômicos, como a um patamar inflacionário bem mais elevado, que em 1980 passou para a casa dos três dígitos. Além disso, não se pode esquecer que muito recentemente os agentes haviam passado pela maior violação das regras de indexação financeira desde a sua criação, que foi a pré-fixação da correção monetária e cambial no primeiro semestre de 1980. Por outro lado, **com a crise se intensificou a abertura financeira do país**<sup>12</sup>. Esta abertura se deu, em primeira instância, pela própria abertura comercial ao exterior, através da expansão das exportações para ampliar a capacidade de pagamento do serviço da dívida externa. A estratégia de megassuperávits na balança comercial, frente a uma política contracionista interna, aumentou o peso relativo das transações com moeda estrangeira. Em segundo lugar, a abertura financeira externa também se aprofundou devido à crescente importância que a moeda estrangeira assumiu como reserva de valor, seja através de ativos nacionais indexados pela variação da taxa de câmbio, seja pela aplicação em ativos financeiros no exterior, esta última implicando fuga de capitais. O processo de fuga de capitais — causado essencialmente pela desajuste macroeconômico interno do país desencadeado com o corte abrupto dos créditos externos — foi facilitado nos anos 80 pelas inovações financeiras no mercado internacional, que permitiram aplicações com liquidez elevada, versatilidade e rentabilidade financeira relativamente alta.

Ou seja, o impacto da crise internacional aprofundou os problemas já existentes na estrutura de financiamento interno da economia brasileira. Com o desajuste macroeconômico que se criou, os detentores de riqueza fugiram para ativos mais seguros, no mercado interno ou no exterior, e aumentaram sua preferência pela liquidez. O mercado financeiro privado respondeu a esta nova demanda com inovações financeiras, e foi nestas condições que teve que se dar a substituição dos créditos externos — restritos a partir do final de 1982 — por financiamentos internos.

Em suma, dadas as características da inserção da economia brasileira no contexto internacional, o país estava extremamente vulnerável ao choque de preços internacionais desencadeado pela política de valorização do dólar a partir do final da década de 70. A elevação dos juros internacionais e a deterioração das relações de troca, ao serem assumidas integralmente pelo país, implicaram uma duplicação da dívida externa líquida num período de quatro anos, de 1979 a 1982. Neste último ano, os encargos do passivo externo alcançaram a cifra de US\$ 18,3 bilhões contra um déficit na balança de bens e serviços não-fatores de US\$ 2,8 bilhões. A crise se explicitou quando o serviço da dívida externa, numa clara situação de *Ponzi*

11 Para uma análise detalhada sobre a saída dos bancos brasileiros para o exterior, ver BAER (1986:56-63) e FREITAS (1989).

12 Utiliza-se o conceito de abertura financeira num sentido mais amplo que a simples liberalização dos movimentos na conta de capital. "By external financial liberalization we mean policy actions that increase the degree of financial openness, i.e. the ease with which residents can acquire assets and liabilities denominated in foreign currencies and non-residents can operate in national financial markets (including the enjoyment of market access by foreign banks)." AKYÜZ (1992:3).

*finance*, sofreu restrições de refinanciamento por parte dos credores privados internacionais. Como o Estado era responsável por aproximadamente 70% do passivo externo acumulado até então, o corte do refinanciamento internacional criou simultaneamente um problema cambial e de financiamento do setor público.

### 3.2. O processo de negociação com os credores externos e o condicionamento da política econômica<sup>13</sup>

Este item tem dois objetivos básicos. Por um lado, mostrar as dificuldades das autoridades econômicas brasileiras no relacionamento com os credores externos e na gestão das contas do balanço de pagamentos diante da estratégia de negociação adotada pela comunidade financeira internacional a partir da crise de 1982. Por outro lado, também se pretende discutir por que não se conformou uma estratégia alternativa de negociação da dívida externa por parte das autoridades brasileiras, já que havia resistências internas aos condicionamentos externos da política econômica. Somente no período imediatamente após a eclosão da crise, quando os bancos ainda intervinham de maneira *ad hoc* nos mercados e estavam pouco articulados entre si, existiria alguma chance, ainda que difícil de dimensionar, de tentar interferir nas regras do jogo que estavam se conformando.

A análise está subdividida em três partes. Na primeira se discute a negociação externa na gestão do ministro Delfim Netto (final de 1982 a março de 1985), quando se pôde perceber que ele utilizou as resistências internas ao processo de ajuste para incrementar seu poder de barganha frente aos credores internacionais. Este já não parece ter sido o caso no período em que Francisco Dornelles esteve à frente do Ministério da Fazenda (de março a setembro de 1985), como será analisado na parte seguinte. Por último, se discutem alguns aspectos da dificuldade de articular-se no Brasil uma estratégia alternativa de negociação logo no início da crise da dívida externa.

#### 3.2.1. Os primeiros dois anos e meio de renegociações (outubro de 1982 a março de 1985)

O virtual fechamento do mercado financeiro internacional a partir de setembro de 1982 levou à necessidade de uma operação de salvamento para o Brasil que envolveu, nos dois últimos meses desse ano, *bridge-loans* do Tesouro norte-americano no valor de US\$ 900 milhões, dos bancos comerciais privados no valor de US\$ 2,3 bilhões, do FMI (através de sua linha de financiamento compensatório) no valor de US\$ 500 milhões e do Bank for International Settlements (BIS) no valor de US\$ 500 milhões. O total de empréstimos compensatórios de curto prazo atingiu então US\$ 4,3 bilhões, quantia esta destinada a financiar um déficit no balanço de pagamentos brasileiro que alcançou quase US\$ 8,5 bilhões só no segundo semestre de 1982. A diferença, US\$ 4,2 bilhões, representou a perda de reservas por parte do Brasil.

Diante desta situação, nos últimos meses de 1982 as autoridades econômicas brasileiras não tiveram outra alternativa que a de iniciar os contatos com os credores externos. Nas conversações informais e secretas com os bancos privados, o governo norte-americano e o FMI, procedeu-se pela primeira vez à programação do setor externo "ao contrário". Não se partiu das estimativas de necessidades de importação para dada taxa de crescimento do produto interno e de projeções de exportações para determinar o saldo comercial esperado,

13 Este item baseia-se em parte em BAER (1988 e 1989).

adicionando-se os serviços fatores e não-fatores para chegar ao déficit em transações correntes, discutindo-se então as formas de financiá-lo (investimento direto, *supplier's credits*, créditos e movimento de reservas). De modo inverso, tomou-se como ponto inicial a cifra de US\$ 10,6 bilhões (aparentemente resultante de conversas informais com bancos privados credores) como limite máximo de financiamento ao Brasil, adicionou-se uma estimativa de US\$ 3,5 bilhões de investimento direto e crédito de fornecedores, e chegou-se à previsão de US\$ 14,1 bilhões de ingressos via conta de capital. Como as amortizações previstas eram da ordem de US\$ 7,2 bilhões, obteve-se um superávit na conta de capital da ordem de US\$ 6,9 bilhões. Dado que não era possível contar com perdas adicionais de reservas, àquela altura virtualmente esgotadas, estes US\$ 6,9 bilhões deveriam ser o déficit máximo permissível em transações correntes. Uma vez que o déficit na conta de serviços foi estimado em US\$ 12,9 bilhões, a diferença de US\$ 6,0 bilhões teria que ser obtida através de um superávit na balança comercial.

Como não se esperava que as exportações pudessem crescer muito mais que 10% em 1983 (passando de US\$ 20,3 bilhões para algo em torno de US\$ 22 bilhões), as importações teriam que declinar de US\$ 19,5 bilhões para a faixa de US\$ 16 bilhões, uma redução de cerca de 18% frente a 1982 e de 30% em comparação com 1980. O ajuste do país, tal como proposto, implicava mais um ano de recessão na economia.

Em 1982, o déficit em conta corrente chegou a US\$ 16,3 bilhões, dos quais 70% correspondentes ao pagamento de juros sobre a dívida externa. As reservas internacionais brutas das autoridades monetárias no final deste mesmo ano eram da ordem de US\$ 3,9 bilhões. Em termos líquidos (isto é, descontadas as obrigações de curto prazo), porém, eram de apenas US\$ 445 milhões. Só a "rede de segurança" montada às pressas pelos grandes bancos da praça de Nova York evitou que se agravassem os problemas de financiamento diário das agências de bancos brasileiros no exterior, em especial da agência do Banco do Brasil.

Em 31/12/82 a dívida externa total do Brasil chegou a US\$ 85,3 bilhões, dos quais US\$ 70,2 bilhões se referiam à dívida de médio e longo prazos e o restante (US\$ 15,1 bilhões) à dívida com maturidade de menos de um ano. Não obstante este perfil, desde setembro o problema central das autoridades econômicas tinha passado a ser a administração do fluxo de caixa em moeda conversível para evitar o colapso cambial. É bem verdade que o colapso foi evitado e o governo, após chegar a um acordo preliminar com a missão oficial do FMI<sup>14</sup>, em 20 de dezembro submeteu aos 125 bancos credores (com créditos ao Brasil superiores a US\$ 50 milhões) quatro projetos com suas necessidades de financiamento externo para o ano de 1983.

O Projeto 1 consistia na concessão por parte dos credores de dinheiro novo através de empréstimos de médio e longo prazos da ordem de US\$ 4,4 bilhões. Isto equivalia a um aumento médio de 7% na *exposure* dos bancos internacionais. O Projeto 2 previa a renovação dos empréstimos de médio e longo prazos cuja amortização fosse de competência de 1983, no valor de US\$ 4,3 bilhões. O Projeto 3 significava a manutenção das linhas comerciais de curto prazo no valor de US\$ 10,4 bilhões, enquanto o Projeto 4 determinava a restauração dos financiamentos às agências de bancos brasileiros no exterior nos níveis de julho de 1982, ou seja, US\$ 9,6 bilhões.

A 1ª Carta de Intenções do Brasil ao FMI foi encaminhada em janeiro de 1983, mas teve que ser revista já em fevereiro, após a decisão de desvalorizar o câmbio fora de seus termos

---

14 Representantes desse organismo estiveram no país de 29 de novembro de 1982 a 16 de janeiro de 1983.

(maxidesvalorização de 30%), elaborando-se assim a 2ª Carta de Intenções. O acordo com o FMI foi finalmente assinado em fins de fevereiro (com o que o Brasil obteve um crédito *stand-by*) e a negociação com os bancos privados foi concluída logo em seguida. Com isso, as autoridades esperavam superar o problema de escassez de divisas.

Em termos de política econômica, o ajuste recessivo que o Brasil levou a cabo em 1983 e 1984, sob a tutela do FMI, subdivide-se em duas etapas. A primeira, que pode ser considerada de resistência, prolongou-se até novembro de 1983, período no qual as autoridades procuraram restringir o ajuste à regularização das contas externas. A segunda é constituída pela adoção explícita de um programa abrangente de ajuste recessivo nos moldes preconizados pelo FMI.

No primeiro período, os esforços das autoridades brasileiras se concentraram na obtenção de um expressivo superávit na balança comercial (o que explica a maxidesvalorização de fevereiro). Esta medida veio a agravar significativamente o quadro interno da política econômica, principalmente no que tange à inflação e às finanças públicas<sup>15</sup>, o que, por sua vez, tornou ainda mais difícil o cumprimento das metas de ajuste interno assinadas com o FMI. Isso fez com que, já em maio de 1983, a instituição suspendesse o desembolso de seus recursos, o que levou a dificuldades na sustentação da entrada dos empréstimos privados.

Além do problema de interrupção do fluxo de entrada, as necessidades de recursos e as dificuldades junto ao grande número de bancos estavam, desde o princípio, subestimadas. Na verdade o Projeto 1, através do qual o Brasil solicitou recursos novos, estava flagrantemente subestimado, porque o país tivera necessidade de US\$ 4,3 bilhões de empréstimos emergenciais no final de 1982, os quais teriam que ser pagos em 1983. Além disso, dado que também se haviam subestimado as despesas com juros e superestimado os ingressos sob a forma de *supplier's credits* e investimentos diretos, mesmo alcançando o superávit esperado de US\$ 6,0 bilhões em 1983, o Brasil precisaria de pelo menos US\$ 3,5 bilhões adicionais, supondo que todos os demais projetos (2, 3 e 4) da primeira fase de negociação com os credores privados fossem cumpridos plenamente. Com relação ao valor do Projeto 2, este foi posteriormente elevado em 8%, traduzindo o que o país deixaria de pagar a título de amortizações em 1983. Quanto aos Projetos 3 e 4, é importante notar que, em contraste com os empréstimos internacionais de médio e longo prazos, as linhas comerciais de curto prazo — especialmente os créditos interbancários — eram extremamente pulverizadas e a maioria dos bancos envolvidos não tinha qualquer outro interesse ou *exposure* no país financiado. Assim foi que em fins de maio, dos cerca de seiscentos bancos convidados a participar do Projeto 3, aproximadamente duzentos sequer se dignaram a responder, e outros duzentos não registraram operações. Para alcançar o limite estipulado, os bancos restantes tiveram que se comprometer com um financiamento superior ao inicialmente previsto. O mesmo não ocorreu com o Projeto 4, que não conseguiu ser cumprido nem mesmo após ter-se baixado a meta de recursos de US\$ 9,6 bilhões para US\$ 7,5 bilhões.

Assim, diante da contração das entradas de recursos externos e da acumulação de atrasados comerciais da ordem de US\$ 2,5 bilhões, no final de julho as autoridades econômicas se viram obrigadas a decretar a centralização das operações cambiais no Bacen, de modo a impedir o total esgotamento das reservas. Isso encerrou, de fato, o acordo da Fase I, e iniciou-se então a Fase II de negociação.

---

15 É importante lembrar que aproximadamente 75% da dívida externa brasileira já estavam então em mãos do setor público.

Do lado do FMI começaram as pressões para que o Brasil aplicasse definitivamente o arrocho nas áreas monetária, fiscal e salarial, o que encontrou séria resistência política interna, mas acabou sendo implementado em novembro de 1983<sup>16</sup>. Nesse jogo de pressões entre o Fundo e as autoridades brasileiras, estas conseguiram introduzir o conceito de "déficit público operacional", embora não se eliminasse, entre as metas, o déficit nominal.

A situação econômica de 1983 só não foi mais grave devido ao significativo superávit alcançado na balança comercial: US\$ 6,5 bilhões, contra US\$ 780 milhões no ano anterior (Tabela 3.10). Este desempenho se explica só em parte pela expansão das exportações (8,5%), resultando principalmente da queda de 20% no valor das importações.

Não obstante os progressos conseguidos no "front externo", o ano de 1983 encerrou-se com alguns números pouco animadores. A implementação da política de estabilização de caráter recessivo implicou uma queda do produto da ordem de 3,41%, o que não foi suficiente, porém, para impedir que a inflação alcançasse a taxa anual de 211% (IGP-DI). A dívida externa total alcançou US\$ 93,6 bilhões, com um déficit em transações correntes de US\$ 6,8 bilhões.

Na retomada das negociações com os credores privados nos últimos meses de 1983 (Fase II), havia plena consciência, tanto da parte dos credores quanto da do Brasil, de que as metas acordadas em dezembro de 1982 se haviam baseado em premissas irrealistas e previam mecanismos de execução (como as adesões voluntárias) pouco eficazes. No entanto, o intuito das negociações continuou sendo o de aperfeiçoar os contratos firmados na Fase I, e não o de uma reformulação global do formato das negociações. Após um longo e difícil processo de negociações e tendo o Brasil assinado a 3ª Carta de Intenções junto ao FMI<sup>17</sup>, conseguiu-se fechar em fins de janeiro de 1984 um segundo acordo com os bancos privados. Os aperfeiçoamentos obtidos pelo Brasil foram principalmente de duas ordens: quanto à efetividade dos créditos comprometidos e quanto às condições dos empréstimos.

No primeiro caso, dotou-se de formalidade a contratação das linhas de crédito de curto prazo, comerciais e interbancárias, através de um comprometimento mais firme por parte dos bancos credores (por meio de cartas de compromisso). Os montantes concernentes às linhas de crédito, no entanto, foram diminuídos em comparação com o primeiro acordo assinado: US\$ 9,8 bilhões para o comércio exterior (na fase I eram de US\$ 10,4 bilhões) e US\$ 5,4 bilhões para o interbancário (contra US\$ 6,0 bilhões alcançados na Fase I).

No que diz respeito às condições dos empréstimos, houve uma diminuição dos prêmios de risco (2,0% frente a 2,125% para a LIBOR) e das comissões *flat* (1,0% em lugar de 1,5%). Ao mesmo tempo, os prazos de refinanciamento e do dinheiro novo foram alargados de oito para nove anos, enquanto a carência passou de dois anos e meio para cinco anos. Quanto ao volume de dinheiro envolvido, o total de dinheiro novo acertado foi da ordem de US\$ 6,4 bilhões (além de se recuperarem os US\$ 4,5 bilhões da Fase I) e as amortizações reescaladas atingiram US\$ 5,4 bilhões (Tabela 3.11).

Duas grandes demandas do governo brasileiro, no entanto, não foram atendidas. O total de dinheiro novo pleiteado originalmente foi da ordem de US\$ 9,2 bilhões (ou seja, 42% mais do que foi efetivamente conseguido) e requereu-se a capitalização parcial dos juros como modalidade alternativa à consorciação exigida para captar novos recursos.

---

16 Para detalhes adicionais sobre como se comportou o jogo de forças entre o governo brasileiro e os credores externos, ver KANDIR e BAER (1984).

17 Nessa Carta o Brasil comprometia-se com a realização do ajuste recessivo.

Tabela 3.10

**BRASIL: BALANÇO DE PAGAMENTOS - US\$ milhões**

	1979	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
1. Balança comercial	(1,024)	(2,840)	(2,823)	1,202	780	6,470	13,090	12,486
2. Balança de serviços <sup>a</sup>	(2,365)	(3,014)	(3,430)	(3,233)	(4,173)	(3,165)	(2,540)	(2,675)
3. Transferências Unilaterais	71	18	168	199	(8)	108	171	150
4. Saldo (1 + 2 + 3)	(3,318)	(5,835)	(6,085)	(1,832)	(3,401)	3,413	10,720	9,961
5. Obrigações financeiras	(8,020)	10,570)	(11,321)	(15,403)	(18,305)	(16,418)	(16,671)	(18,150)
5.1. Juros <sup>b</sup>	(2,696)	(4,186)	(6,311)	(9,161)	(11,353)	(9,555)	(10,203)	(9,659)
5.2. Amortizações	(5,324)	(6,385)	(5,010)	(6,242)	(6,952)	(6,863)	(6,468)	(8,491)
6. Necessidades de financiamento externo líquido (4-5)	(11,338)	(16,405)	(17,406)	(17,235)	(21,706)	(13,006)	(5,951)	(8,190)
7. Financiamento	11,338	16,405	17,406	17,235	21,706	13,006	5,951	8,190
7.1. Investimentos <sup>c</sup>	1,071	1,491	1,121	1,584	991	664	1,077	720
7.2. Empréstimos e financiamentos de médio e longo prazos <sup>d</sup>	13,811	11,228	10,596	15,553	12,515	6,708	10,401	7,078
7.3. Capitais de curto prazo e out.	1,358	601	2,561	1,135	(259)	899	(5,228)	(2,404)
7.4. Movimento de reservas <sup>e</sup>	(4,263)	3,215	3,472	(625)	4,651	(273)	(7,168)	573
7.5. Operações de Regularização <sup>f</sup>					4,177	3,337	6,468	2,627
7.6. Juros atrasados						2,340		
7.7. Erros e Omissões	(639)	(130)	(343)	(414)	(368)	(670)	403	(405)
Memo: Fluxo Líquido de Crédito <sup>g</sup>	8,487	4,844	5,586	9,312	9,740	3,183	10,400	1,214

Notas: (a) Exclui pagamento líquido de juros e lucros reinvestidos.

(b) Não inclui atrasados.

(c) Não inclui reinvestimentos.

(d) Inclui o refinanciamento de amortizações.

(e) Aumento de reservas (-).

(f) A partir de 1982 as operações de regularização (ou operações compensatórias) incluem financiamentos do BIS, FMI, Tesouro americano, *bridge-loans* e refinanciamentos não-voluntários dos bancos.

(g) Empréstimos de médio e longo prazo (+) operações de regularização (-) amortizações.

Fonte: Bacen, Boletim Mensal, vários números; Relatório Anual de 1989; Brasil - Programa Econômico, mar/1992.

Tabela 3.11

## ACORDOS DA RENEGOCIAÇÃO: ITENS SELECIONADOS

ITEM	FASE I (25/2/83)	FASE II (27/1/84)	MINUTA DA FASE III (FEVEREIRO DE 1985)
1. Dinheiro "Novo" (US\$ bilhões)	4,4	6,4	-
2. Amortizações reescaladas (US\$ bilhões)	4,3	5,4	44,0
3. Prazo de consolidação (anos)	1	1	7
4. Prazo total (anos)	8	9	até 16
5. Carência (anos)	2,5	5	7
6. Pagamento do Principal (US\$ bilhões)	-	-	10,4
7. Taxa de Referência	LIBOR ou Prime	LIBOR ou Prime	LIBOR
8. Spread sobre LIBOR (% a.a.)	2 1/8 <sup>a</sup>	2 <sup>b</sup>	1 1/8
9. Flat Fee (% a.a.)	1 1/2	1	-
10. Comissão de compromisso (% a.a.)	0,5	0,5	-
11. Reempréstimo	Pleno	Pleno	Pleno com ontending
12. FMI	EFF	EFF	EFF
13. Jurisdição	Todos os acordos: Londres ou Nova York		
14. Linhas comerciais (US\$ bilhões)	10,4	9,8	9,8
15. Linhas interbancárias (US\$ bilhões)	6,0	5,4	6,0 <sup>c</sup>

Notas: (a) 1 7/8 no caso da Prime.

(b) 1 3/4 no caso da Prime.

(c) Eliminação gradual das linhas interbancárias e sua transformação em linhas comerciais (Projeto 3) no prazo de quatro anos.

Fontes: BACHA (1987), BATISTA JR. (1988) e MINISTÉRIO DA FAZENDA (1988). Extraído de: ARAÚJO, Aloísio Barboza de, A Dívida Externa Brasileira: Evolução das Negociações. In: IPEA/INPES. *Perspectivas da Economia Brasileira*. Rio de Janeiro, 1989; SEP-SP, *Análise de Conjuntura Econômica*, nº 20, maio de 1986

O ano de 1984 transcorreu tranqüilo do ponto de vista do setor externo. A recuperação do comércio mundial desde meados de 1983, com impacto positivo sobre as exportações, e a queda do valor das importações permitiram a obtenção de um saldo comercial de US\$ 13,1 bilhões. A dívida externa total do país alcançou US\$ 102,0 bilhões, com as transações correntes apresentando pela primeira vez um saldo positivo, US\$ 517 milhões (Tabelas 3.7 e 3.10). Com isso o Brasil, em meio ao processo de renegociação externa, converteu-se em exportador líquido de capitais.

Internamente, a excelente performance da balança comercial também teve conseqüências positivas. A expansão das exportações, liderada pelos produtos manufaturados, permitiu a retomada do crescimento da indústria de transformação e passou a ter efeitos estimulantes sobre a demanda interna<sup>18</sup>. Estes efeitos foram reforçados pela impossibilidade do governo de realizar a política monetária restritiva com a qual se comprometera junto ao FMI. Ou seja, é importante ressaltar que a própria performance da balança comercial e seu efeito de expansão monetária interna (que não se conseguiu neutralizar) impediram que se cumprisse à risca o programa de ajuste interno de natureza recessiva<sup>19</sup>. Por sua vez, a retomada do crescimento e a conseqüente dinamização do mercado de trabalho aboliram, na prática, a lei salarial instituída em novembro do ano anterior. Assim, no segundo semestre de 1984 já se iniciou a retomada da expansão da massa salarial, como se pode observar nos dados relativos a São Paulo<sup>20</sup> (Gráfico 3.1).

A melhoria das contas externas ocorrida em 1984 acabou produzindo modificações no plano da renegociação da dívida, ao propiciar um fortalecimento significativo do poder de barganha do governo brasileiro frente aos credores externos. O superávit comercial de US\$ 13 bilhões alcançado naquele ano permitiu não só cobrir todos os pagamentos atrasados, mas inclusive recompor o nível de reservas (Tabela 3.12). Esta situação cambial mais folgada deixou o governo brasileiro numa posição menos incômoda, já que dispunha de tempo para fechar uma nova negociação e podia dispensar recursos novos dos bancos privados para 1985.

Essa performance favorável também tornou menos premente a assistência do FMI. Este, por sua vez, não acenou mais com suspensões de desembolsos, não obstante as diversas violações das metas a que se propusera o governo brasileiro. Ao longo de todo o ano de 1984 o Brasil elaborou novas Cartas de Intenções, sem que as metas — exceto as do setor externo — fossem cumpridas. Não há dúvida de que, além da excelente performance da balança comercial, o contexto de indefinição política, diante da transição para um governo civil, também ampliou o raio de manobra na negociação com os credores.

Por outro lado, ainda dentro da política de conciliação com os credores, com a elevação gradual das demandas dos negociadores brasileiros, houve espaço para se pensar em novos mecanismos que assegurassem uma situação externa mais confortável. Neste sentido procurou-se fortalecer a posição dos créditos interbancários e tentou-se implementar um acordo plurianual.

Foi com este espírito que foram iniciadas as negociações da Fase III. A minuta desta fase revelou que novos progressos poderiam ser obtidos dentro da estratégia de reestruturação da dívida externa em vigor. A reestruturação deveria ser de natureza multianual e seguir os padrões da renegociação mexicana. As amortizações reescaloadas atingiriam US\$ 44,0 bilhões, enquanto os prazos de refinanciamento e do dinheiro novo poderiam alcançar até dezesseis anos e a carência passaria para sete anos. O *spread* cobrado do Brasil cairia para

18 Para uma análise detalhada, ver SUZIGAN E KANDIR (1985).

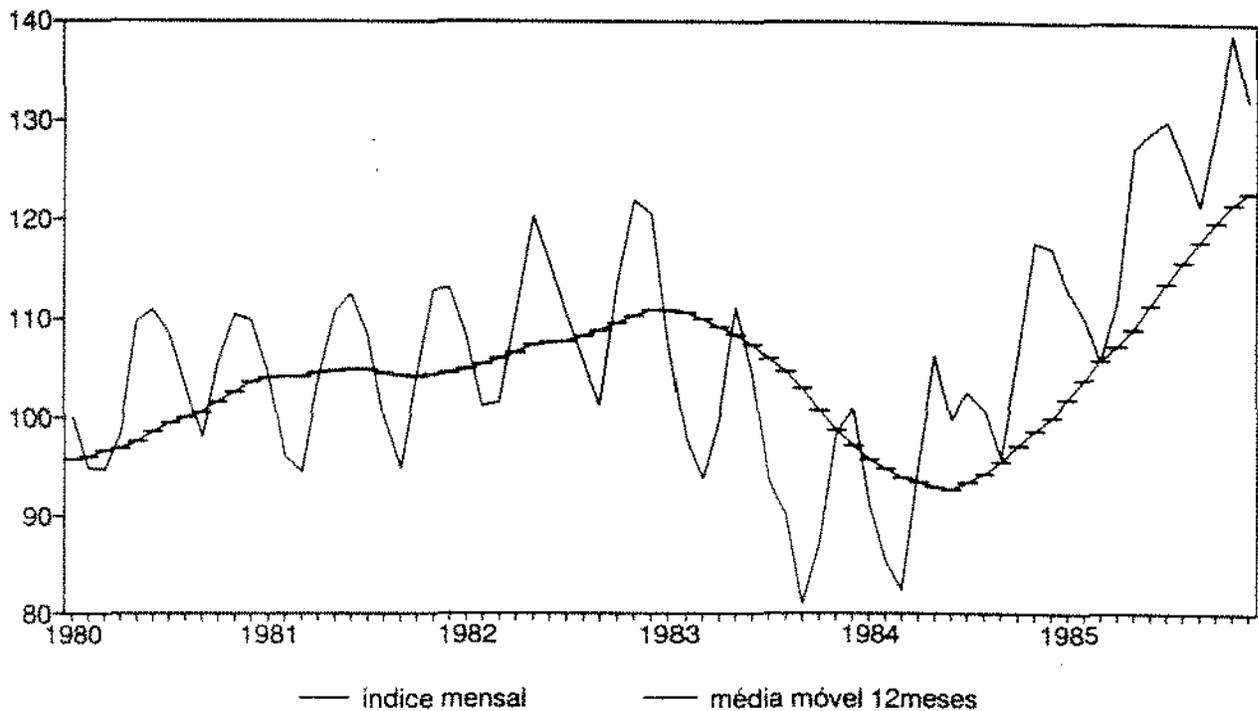
19 "O superávit da balança comercial contribuiu com 57,6% da expansão da base monetária e não pôde ser contrabalançado, apesar da elevada colocação de títulos públicos e da vultosa transferência de recursos do Tesouro Nacional para o Orçamento Monetário". SEP-SP, *Análise de Conjuntura Econômica*, nº 14 - "Retrospectiva Anual de 1984". São Paulo, SEP/SP, 1985.

20 Não se dispõe de dados de massa salarial para o Brasil. No entanto, como aproximadamente 30% da PEA e 50% do Produto Industrial se concentram em São Paulo, o indicador apresentado é representativo do movimento de retomada.

Gráfico 3.1

**MASSA DE SALÁRIOS - SP (FIESP)**

evolução real - Jan/1980 = 100



Nota: deflacionado pelo IPC-Fipe.

Fonte: FIESP.

Tabela 3.12

**BRASIL: RESERVAS INTERNACIONAIS**

(US\$ milhões)

Período

Liquidez Internacional<sup>a</sup>

1983	Jun	3.803
	Dez	4.563
1984	Jun	7.950
	Dez	11.995
1985	Jun	11.647
	Dez	11.608

Nota: (a) O conceito de liquidez internacional abrange somente haveres brutos disponíveis em divisas conversíveis (ouro, DES, posição no FMI e outras moedas conversíveis), não levando em conta as obrigações de curto prazo.

Fonte: BACEN - Brasil-Programa Econômico, vários números.

1,125% sobre a LIBOR e eliminar-se-ia o *flat fee*<sup>21</sup>. O montante e linhas de crédito para o comércio exterior permaneceria inalterado, mas as linhas interbancárias se elevariam para US\$ 6,0 bilhões (Tabela 3.11).

Entretanto, diante das totais incertezas sobre a política econômica que seria seguida a partir de 1985 pelo futuro presidente Tancredo Neves e de evidências de que as metas internas estabelecidas pelo Fundo não estavam sendo cumpridas, os credores externos exigiam o "aval" do governo entrante para firmar um novo acordo com a equipe econômica em exercício. O futuro presidente Tancredo Neves, entretanto, diante do complexo quadro econômico e político, não quis assumir de saída, pelo menos oficialmente, nenhum compromisso com os credores, deixando inconcluso o projeto da Fase III, idealizado pelo então presidente do Banco Central, Affonso Celso Pastore<sup>22</sup>.

### 3.2.2. O período do ministro Francisco Dornelles (março a agosto de 1985)

Em abril de 1985, quando José Sarney assumiu a Presidência da República no lugar de Tancredo Neves, Francisco Dornelles ocupou o Ministério da Fazenda. A partir das suas primeiras ações no ministério ele sinalizava que seu objetivo era fechar, o mais rápido possível, a negociação externa iniciada, mas não concluída, na gestão econômica passada. Poder-se-ia dizer que não havia, por parte desse ministro, qualquer resistência ao padrão convencional de negociação nos moldes do FMI.

O projeto de política econômica que o ministro Dornelles tentou implantar era de caráter nitidamente ortodoxo e, em tese, a maior parte de suas medidas viria ao encontro de uma política de ajuste recomendada pelo FMI. No entanto, as incoerências na sua implementação frustraram o avanço das negociações de um reescalonamento multianual da dívida externa.

A essência de sua estratégia consistia na redução do déficit público, que pretendia combater com o corte nos gastos. Logo nos primeiros dias de sua gestão, entre um conjunto de medidas, decretou um corte de 10% no orçamento fiscal (além da contração de 15% estabelecida pela equipe anterior) e suspendeu por 90 dias os empréstimos de fomento do Banco do Brasil. Por outro lado, ao mudar o critério de cálculo da correção monetária<sup>23</sup>, simultaneamente ao represamento dos reajustes de preços, aumentou a remuneração real das aplicações financeiras, o que ampliou o espaço para a colocação de títulos da dívida pública, permitindo realizar uma política monetária mais restritiva. Na lógica do ministro, a consequente elevação dos juros, por sua vez, contribuiria para conter a demanda privada. Como o reajuste da taxa de câmbio passou a seguir o mesmo critério de cálculo que a correção monetária, a mudança também ampliou a remuneração dos exportadores. Ou seja, esperava-se

21 É uma taxa percentual fixa cobrada pelos bancos a título de encargos administrativos.

22 Para mais detalhes sobre essa proposta e uma análise crítica apresentada à Comissão para Ação de Governo – COPAG (grupo de trabalho em economia criado por Tancredo Neves para preparar seu programa de governo), ver "A Fase III de Renegociação da Dívida Externa Brasileira", in BAER (1985).

23 A correção monetária deixou de corresponder à variação do IGP mensal, para ser calculada pela média geométrica das variações mensais dos últimos três meses. Como num primeiro momento se conteve a inflação, aumentou-se o ganho real dos aplicadores financeiros. No entanto, quando a inflação voltasse a acelerar-se, a correção monetária ficaria abaixo da inflação com este método de cálculo, o que certamente implicaria uma remuneração real negativa aos aplicadores financeiros, criando o risco de uma fuga de capitais do sistema. Em função deste perigo, a medida foi suspensa logo que o ministro Funaro assumiu, quando os preços estavam descontrolados.

refrear a demanda interna (principalmente via contenção do gasto público), reduzir o patamar inflacionário e promover as exportações, com o que se realizaria, simultaneamente, o necessário ajuste interno e externo.

Apesar do "êxito" temporário em baixar a inflação (único trunfo da política de Dornelles), a contradição desta estratégia se evidenciou rapidamente. O represamento dos preços públicos em um contexto de escalada da taxa de juros e ajustes cambiais maiores agravou dramaticamente a situação de várias empresas públicas importantes, aumentando os seus déficits e criando pressões diretas das mesmas e, indiretamente, da Secretaria do Planejamento (que controlava a SEST) contra o Ministério da Fazenda. Simultaneamente, outras áreas da administração pública, afetadas pelos cortes dos gastos, começaram a rebelar-se contra as medidas impostas. Em consequência, rapidamente foi-se perdendo o controle do déficit público e as medidas tornaram-se politicamente insustentáveis. No bojo deste descontrole abriu-se uma polêmica pública entre o Ministério da Fazenda e a Secretaria do Planejamento em torno da natureza do déficit, defendendo a última a interpretação do caráter financeiro do déficit e, conseqüentemente, opondo-se frontalmente à estratégia perseguida pelo Ministério, onde se concentravam todos os poderes para a formulação da política econômica.

Diante dos resultados pouco efetivos alcançados, o ministro Dornelles tentou reforçar, em meados do ano, sua estratégia de redução do déficit público através de um corte adicional de despesas de investimento e custeio das empresas públicas, eliminação de subsídios, recomposição paulatina das tarifas públicas e aumento da arrecadação tributária. Este último foi tentado basicamente através da diminuição do prazo de recolhimento dos impostos e pela elevação de algumas alíquotas. Se por um lado o conjunto de medidas ficou aquém do esperado pelo FMI, por outro acirrou as pressões internas contra o ministro Dornelles.

Neste contexto de forte resistência interna à política econômica implementada e de crescente perda de legitimidade de seu principal responsável, um acordo com o FMI era inviável, o que levou à suspensão das negociações em agosto. O impasse interno foi de tal magnitude que nas últimas semanas da gestão de Francisco Dornelles, o assessor especial da Presidência da República, Luís Paulo Rosenberg, acabou sendo o interlocutor do governo brasileiro junto aos credores externos, devido à total falta de credibilidade do ministro.

Esses impasses impediram que a equipe de Francisco Dornelles fechasse a Fase III de renegociação da dívida externa, com o que o Brasil entrou em um novo período de *stand still*<sup>24</sup>, que se estendeu por cinco meses (até o final de janeiro/86). Para conseguir esta prorrogação de prazo relativamente extenso, Francisco Dornelles havia assinado um *shadow agreement*

---

24 São os períodos de interrupção do processo negociador, durante os quais se estendem, por prazos reiterados de 90 a 150 dias, as condições da última fase de renegociação da dívida externa e se renovam as linhas de crédito comercial e interbancário. Foi a renovação das linhas de crédito de curto prazo — que envolviam aproximadamente US\$ 15 bilhões — que repetidamente gerou as maiores tensões. Isso se deu, em primeiro lugar, porque a linha de crédito comercial (aproximadamente US\$ 10 bilhões — Projeto 3) era fundamental para sustentar o patamar das exportações brasileiras e também tinha importância para a importação de petróleo. Em segundo lugar, o crédito interbancário (em torno de US\$ 5 bilhões — Projeto 4) referia-se aos depósitos nos bancos brasileiros no exterior. Qualquer retirada maciça implicaria uma cobertura dos saldos descobertos destes bancos por parte do governo brasileiro. Ou seja, os Projetos 3 e 4 constituíam-se no elo mais frágil do processo de reestruturação da dívida externa brasileira. Uma condição importante para a sustentação deste processo com relativa "tranqüilidade" (até fevereiro de 1987) era o pagamento em dia dos juros aos credores privados, tanto os referentes à dívida de médio e longo prazos como os que dizem respeito às linhas de crédito assinaladas.

com o FMI, que autorizava os seus técnicos a acompanhar mensalmente os principais agregados macroeconômicos do Brasil.

Em suma, o fracasso das negociações com o FMI nesta primeira etapa da Nova República explica-se, antes de mais nada, pela inconsistência e falta de apoio interno da estratégia de política econômica implementada por Francisco Dornelles. Uma grande parte do conteúdo das medidas condizia com a estratégia defendida pelo Fundo, mas era evidente que este tipo de ajuste era politicamente insustentável. Diante deste quadro mais geral de resistência política ao ajuste recessivo, as divergências em torno de metas específicas e alterações que o ministro Dornelles queria fazer ao projeto de negociação elaborado por Affonso Celso Pastore passaram a ser conflitos de menor importância entre o FMI e o governo brasileiro.

### **3.2.3. As dificuldades de articular-se uma estratégia alternativa de negociação da dívida externa**

Da análise do processo de negociação com os credores externos e dos condicionamentos de política econômica neste primeiro período da década de 80 se conclui que houve uma resistência quase que contínua ao processo de ajuste preconizado pelo FMI. A partir desta constatação coloca-se a pergunta de por que esta resistência não se consubstanciou numa estratégia de negociação externa alternativa. Não se pretende encontrar uma resposta acabada a esta pergunta, pois se trata de uma questão extremamente complexa, na qual interagem fatores internos de ordem econômica e política e condicionantes internacionais que dificilmente se podem captar na sua íntegra. O objetivo nesta parte é somente destacar alguns fatos significativos que com certeza impediram de avançar-se na direção de uma estratégia alternativa e que em parte continuam condicionando a postura das autoridades econômicas brasileiras frente ao problema da dívida externa.

Ainda que a articulação de uma estratégia alternativa de negociação da dívida externa dependa essencialmente de determinantes internos, não se pode menosprezar os condicionantes externos, já que nesse âmbito o Brasil não é um país autônomo. Com relação a estes condicionantes, três questões desestimulavam o governo brasileiro a pensar numa estratégia alternativa. Em primeiro lugar, a articulação rápida dos credores em torno de seu interesse maior, isto é, evitar a sensação de caos no mercado<sup>25</sup>. Assim se promoveu a idéia de que a crise era passageira, razão pela qual parecia extremamente oneroso questionar as regras de mercado estabelecidas, quando o objetivo das autoridades brasileiras continuava sendo captar recursos externos no sistema financeiro internacional.

Uma segunda questão se refere às influências e pressões diretas de personalidades estrangeiras, mais especificamente norte-americanas, sobre autoridades e agentes formadores de opinião no Brasil. Neste sentido, dois fatos são bastante elucidativos. Em novembro de 1982, logo após às eleições e quando as autoridades brasileiras ainda negavam publicamente qualquer negociação com o FMI e os bancos internacionais, D. Rockefeller, vinculado ao Chase Manhattan, em encontro com empresários brasileiros, tentou desmistificar que a ida do Brasil ao Fundo fosse um problema:

---

25 "(...) para os banqueiros a questão vital não é o pagamento mas a administração organizada da dívida(...)" A visão Internacional de W.D. Mulholland (presidente do Banco de Montreal), *Conjuntura Econômica*, julho 1983.

"(...)seria uma surpresa se o Brasil não aproveitasse as vantagens que pode extrair do FMI, (...) o país é um dos fundadores desta instituição, cujo objetivo é exatamente prestar assistência financeira em casos de crises cambiais de seus países membros"<sup>26</sup>, argumento posteriormente muito utilizado por autoridades e empresários brasileiros. A partir de meados de 1983, quando o Brasil havia centralizado as operações de câmbio no Bacen, ou seja, estava de fato em moratória, e ainda resistia ao ajuste recessivo, D. Regan, então secretário do Tesouro norte-americano, advertiu publicamente o Congresso brasileiro se a lei de contenção salarial (Decreto-lei 2045) não fosse aprovada<sup>27</sup>. Ou seja, não deixou de existir pressão direta, até explícita em algumas ocasiões, para que o país se enquadrasse nas regras estabelecidas.

A terceira questão com relação ao condicionamento internacional, e que é somente um exemplo do complexo imbricamento de interesses externos com internos, era o supostamente especial relacionamento que o Brasil tinha com os credores internacionais e até com o governo norte-americano, que lhe conferiria um tratamento mais favorecido. Esta idéia era fortemente veiculada pelas autoridades estrangeiras, que divulgavam a idéia de uma rápida retomada do fluxo de recursos ao país, da boa administração da dívida externa brasileira, da competência de suas autoridades econômicas e do potencial de desenvolvimento que historicamente o Brasil havia demonstrado.

Além desta interpretação, que talvez tivesse poucos fundamentos naquele momento, havia, no entanto, um imbricamento de interesses muito concreto e imediato. Quando o México declarou a moratória em agosto de 1982 e se instaurou a crise da dívida com a retração do fluxo de recursos dos bancos privados, convinha ao Brasil e aos Estados Unidos dissimular a gravidade da crise. Ao Brasil, para não ter que recorrer ao FMI e renegociar com os bancos antes das eleições de novembro daquele ano. Aos Estados Unidos, para evitar a coincidência de problemas com dois grandes devedores na América Latina, região onde seus bancos estavam mais expostos. Foi assim que se deram as negociações veladas e o Brasil obteve os recursos através de empréstimos-ponte que evitaram a declaração da moratória. Diante deste desdobramento muito concreto, era pouco provável que a equipe de governo, que algumas semanas antes havia estabelecido este acordo de mútuo interesse, fosse capaz de liderar a articulação de uma estratégia alternativa que confrontasse os interesses de seus "aliados". Assim, pelo menos no período de Delfim Netto, a equipe econômica brasileira usava as resistências internas para ampliar seu raio de manobra no processo de negociação com os credores, especialmente no que diz respeito ao programa de ajuste de política econômica, mas era incapaz de questionar as regras em si.

A questão do imbricamento de interesses internos com externos chegou a ser até mais ampla, sobrepondo-se a possíveis alternativas gestadas no âmbito das diferentes equipes econômicas em exercício. A evidência mais clara disso talvez tenha acontecido em setembro de 1983. Diante das intensas pressões dos credores externos para que o país implementasse o ajuste recessivo, o presidente J. Figueiredo, por um lado, defendeu a autonomia na definição da política econômica interna:

"Não admitirei negociações econômico-financeiras que atinjam a nossa autoridade moral. Desejamos cumprir nossos compromissos financeiros, mas não aceitaremos imposições que impliquem a abdicação de nossa autonomia."

26 Oportunidade não deve ser perdida, *Gazeta Mercantil*, 22/11/82.

27 "(...) tremo de pensar qual será o futuro do Brasil." Regan adverte o Congresso brasileiro, *Gazeta Mercantil*, 26/09/83.

Por outro lado, no entanto, sinalizou que havia um claro limite de ordem política no enfrentamento com os credores:

"De todas as propostas, a única que o governo rejeita sumariamente é a moratória. Segundo o presidente Figueiredo, ela representaria a falência da Revolução de 1964."<sup>28</sup>

Ou seja, havia uma conjugação maior de interesses políticos que delimitava claramente a articulação de uma estratégia alternativa de negociação. Esta parece ser a questão interna mais relevante para explicar a aceitação das regras de negociação dos credores, ainda que com resistências.

Um segundo aspecto que com certeza dificultou assumir uma posição mais firme junto aos credores internacionais pode ser considerada de natureza técnica, mas não por isso desprezível. Uma parte importante da dívida externa brasileira, especialmente a de curto prazo, havia sido contratada nos mercados financeiros através das agências do Banco do Brasil e de outros bancos brasileiros no exterior. Como o país já não detinha reservas cambiais para cobrir posições descobertas destas instituições, uma declaração de moratória implicaria sua quebra e teria repercussões negativas no sistema financeiro interno. O perigo de uma crise no sistema financeiro brasileiro àquela altura dos acontecimentos seria um aspecto extremamente complexo diante de todas as dificuldades macroeconômicas que o país estava enfrentando.

Por último, um terceiro aspecto interno importante se refere à postura dos empresários diante da crise da dívida externa. A opinião da maior parte destes agentes foi fortemente condicionada pelas idéias de personalidades internacionais assim como pelo diagnóstico das autoridades econômicas do país, que tentavam minimizar a profundidade da crise. A preocupação central dos empresários era a sustentação do crescimento econômico, o que condicionava sua postura em relação a três questões. Em primeiro lugar, era necessário garantir a manutenção das linhas de crédito internacional de comércio. O financiamento das exportações era essencial para manter a performance exportadora e compensar parcialmente a retração da demanda interna. Por outro lado, o financiamento das importações era imprescindível para manter o país operando diante da dependência externa de petróleo e de outras matérias-primas estratégicas<sup>29</sup>. O problema da sustentação das linhas de crédito foi decisivo na postura dos empresários diante da crise cambial em meados de 1983. Frente à crise de liquidez explícita e às dificuldades de negociação com os credores externos, setores da oposição e algumas vezes isoladas – por exemplo, o PMDB e Celso Furtado<sup>30</sup> – defenderam a moratória unilateral. A

28 Dívida Externa: o vaivém da moratória, *Exame*, 07-09-1983.

29 Em entrevista logo após a má desvalorização no início de março de 1983, o presidente Carlos Langoni afirmou: "Nosso nível de importações tem sido bastante comprimido e reduzido a um mínimo essencial. As importações de petróleo só podem ser realizadas nas dimensões atuais, de 9 bilhões de dólares, porque são financiadas em pelo menos 60%. Esses financiamentos a curto prazo e para os quais não há compromisso formal seriam estancados automaticamente e muito remotamente substituídos por créditos de fornecedores (...) logo, o resultado inevitável seria o racionamento de petróleo com reflexos negativos sobre toda economia, inclusive produção e transporte de alimentos (...) outras importações essenciais, como matérias-primas para bens de capital sofisticados, sofreriam corte violento e, além disso, também as exportações brasileiras (especialmente as de produtos manufaturados) seriam prejudicadas, pois dependem em larga proporção de créditos externos." Langoni diz que Governo pensou em estatizar os bancos, *Jornal do Brasil*, 06/03/1983.

30 Sacrifício brutal por um punhado de dólares (entrevista com Celso Furtado), *Exame*, 27/07/83; Dívida Externa: o vaivém da moratória, *Exame*, 07/09/83; Funaro propõe renegociação política da dívida externa, *Folha de S. Paulo*, 13/11/83.

resposta dos empresários, por unanimidade, foi um não categórico à moratória unilateral, pois eles temiam que com o corte do financiamento das importações de petróleo se instalaria o caos.

Assim, este setor não só não admitia, como era explicitamente contra uma ruptura nas relações com os credores externos. Diante da crise de liquidez em meados de 1983, os empresários chegaram a defender a "moratória negociada", entendida como uma proposta de refinanciamento do passivo externo do país, que permitisse sustentar o crescimento e a reestruturação da economia brasileira e assim desse maiores garantias aos credores de que a dívida seria paga. Mas esta moratória, de nenhuma maneira,

"seria um ato unilateral, à semelhança do que, recentemente, fez o governo do México — 'um péssimo exemplo', na avaliação desses empresários"<sup>31</sup>.

O segundo aspecto estratégico na postura dos empresários diante da crise se refere a sua reação frente às medidas de ajuste propugnadas pelo FMI. Por um lado, no nível do discurso, a maior parte dos empresários racionalizava que não havia nenhum problema em negociar com o Fundo, assumindo os argumentos apresentados basicamente pelos próprios credores internacionais e as autoridades econômicas brasileiras, tais como: "o enfoque de ajuste do FMI mudou e ele hoje é mais desenvolvimentista"; "o Brasil é sócio do Fundo"; "ele é necessário para restabelecer a credibilidade do país frente aos bancos privados internacionais".

Por outro lado, no entanto, havia uma clara preocupação com as condicionalidades e a sustentabilidade do crescimento. Assim se articulavam resistências a medidas específicas de política econômica, como foi o caso na primeira carta de intenções em dezembro de 1982. Nesta oportunidade os empresários pressionaram para que o crédito-prêmio às exportações fosse mantido, para que as metas fiscais não fossem tão restritivas, e também manifestaram protestos reiterados quanto à política monetária e o elevado patamar das taxas de juros.

Em outras palavras, o setor empresarial se mostrou totalmente contrário a qualquer confrontação aberta e explícita na negociação que implicasse uma ruptura no relacionamento com os credores externos, o que, no entanto, não os impediu de exercer uma resistência aberta àquelas medidas de política econômica que punham em xeque seus interesses imediatos. Para outras medidas, que supostamente não os afetavam negativamente, não apresentavam resistência, como foi o caso da política de arrocho salarial.

Embora só tenha sido implementada no final de 1983 por resistências no Congresso, esta política até ganhou o apoio de alguns setores empresariais que se juntaram às pressões do FMI<sup>32</sup>. Assim, os empresários resistiam ao ajuste preconizado pelos credores de maneira *ad hoc*. O que chama a atenção é que eles expressavam preocupação e críticas quanto à política econômica seguida e até delineavam aspectos estratégicos de uma solução mais abrangente para o problema. Entretanto, não se articulavam em torno de uma proposta alternativa de ajuste. Algumas manifestações são elucidativas neste sentido. Em setembro de 1983, o presidente da Nestlé no Brasil, A. Mahler, declarou em uma entrevista que "o país não deve aceitar o receituário ortodoxo do FMI" e que "o Brasil tem condições de negociar com firmeza e com boa dose de moral"<sup>33</sup>.

31 Empresários já aceitam a possibilidade de uma moratória negociada, *Gazeta Mercantil*, 19/04/1983.

32 FIESP quer mudança na política salarial, *Gazeta Mercantil*, 30/11/82. O único empresário que reiteradamente mostrou preocupação com o impacto do ajuste sobre o setor assalariado foi J. Mindlin.

33 Ortodoxia do FMI pode destruir o país, *Exame*, 21/09/1983.

Um entendimento muito claro da situação era do empresário J. Mindlin, que em meados de 1983 já reivindicava que era necessário uma solução de prazo mais longo para a dívida externa, que internamente o setor assalariado deveria ser o último a ser atingido pelo ajuste e que se deveria partir para um "pacto social" que permitisse controlar o processo inflacionário, reverter o processo da especulação financeira e promover a retomada dos investimentos produtivos no marco de uma política de modernização tecnológica<sup>34</sup>.

Neste mesmo sentido apontava o presidente da Alcoa numa reunião na FIESP em abril deste mesmo ano:

"(...) a grande expectativa empresarial (...) se coloca no plano de uma renegociação ampla da dívida brasileira, de forma a garantir ao país **um espaço de quatro a cinco anos para respirar, reorganizar a economia**. No entanto, será **preciso montar um plano de reestruturação econômica** para, nessa hora, ganhar a confiança dos credores externos e dos empresários nacionais"<sup>35</sup>.

Ou seja, algumas interpretações apontavam claramente o problema da restrição do financiamento externo que a estratégia de negociação impunha e propugnavam a necessidade de conseguir mais recursos e ter um plano de reestruturação econômica interna coerente. Estas idéias, no entanto, não se consubstanciaram numa efetiva estratégia alternativa de política econômica que se contrapusesse às medidas de ajuste e à restrição financeira defendidas pelos credores.

As causas das dificuldades de concretizar este tipo de estratégia parecem ser de duas ordens, ainda que na realidade elas não possam ser separadas. No plano político não se deu um processo de negociação entre os distintos setores da sociedade e os formuladores da política econômica que pudesse transformar as idéias e os diagnósticos isolados numa estratégia de ajuste alternativa efetiva. Para este fracasso creio que contribuíram tanto o Estado autoritário, que embora em crise mantinha plenos poderes no desenho da política econômica, como a falta de prática de negociação de setores empresariais, seja entre eles, seja deles com organizações de trabalhadores e deles com partidos políticos e o governo. No plano econômico a formulação de uma estratégia alternativa significava não só admitir o fim da etapa de desenvolvimento delineado desde os anos 50, como assumir o custo da reestruturação da economia brasileira, para adequá-la aos novos desafios das mudanças tecnológicas em curso, num contexto internacional, do ponto de vista comercial e financeiro, menos favorável que nos anos 70.

Diante destas dificuldades de formular uma efetiva política de reestruturação econômica e dos efeitos negativos das medidas de ajuste implementadas, os agentes se defendiam de problemas específicos e imediatos pressionando o Estado por medidas compensatórias. O governo respondeu a estas pressões especialmente na área cambial, mas também no âmbito fiscal e de financiamento, reativando basicamente um instrumental de política econômica que já havia sido criado a partir de meados dos anos 70 para gerir os problemas decorrentes do primeiro choque do petróleo. Com relação à área cambial, através da Resolução 432 e da Circular 320 se continuou permitindo que agentes com passivos dolarizados fizessem depósitos em moeda estrangeira no Bacen, que funcionavam como mecanismos de seguro contra a

34 A face moral da crise – um empresário alerta: é hora da solução global (entrevista com José Mindlin) IstoÉ, 29/06/1983.

35 Empresários já aceitam a possibilidade de uma moratória negociada, *Gazeta Mercantil*, 19/04/1983.

desvalorização do cruzeiro. No mesmo sentido funcionou a pré-fixação da correção cambial nos primeiros dez meses de 1980. Embora justificada como medida de combate à inflação, ao manter-se o cruzeiro sobrevalorizado compensaram-se os custos em que haviam incorrido os agentes com passivos em dólares quando da má desvalorização em dezembro de 1979. O governo também colocou títulos públicos indexados pela variação cambial que, se bem ampliavam sua capacidade de endividamento interno, serviam de mecanismo de *hedge* cambial aos agentes privados e desta maneira transferiam o ônus do ajuste ao Estado.

Na área fiscal, algumas medidas visavam compensar, via dedução do imposto de renda, o custo da desvalorização cambial. Neste sentido apontava o Decreto-lei 1733<sup>36</sup>.

Por último, o governo estendeu linhas de financiamento subsidiado e interveio diretamente no sistema financeiro para evitar um processo significativo de falências:

"(...) proliferaram no setor público linhas de financiamento aos segmentos privados mais fragilizados do ponto de vista da capacidade de pagamento, ou considerados estratégicos: setores da agricultura, exportadores e pessoas físicas devedoras do sistema financeiro habitacional. No setor industrial, o BNDES sustentou amplo programa de saneamento financeiro de empresas."<sup>37</sup>

Todas estas medidas compensatórias do impacto negativo do ajuste no setor privado oneraram o setor público, quando este já foi, como será discutido no item seguinte, o setor mais afetado pelo choque financeiro internacional.

Ou seja, em 1982-1983, logo que eclodiu a crise da dívida externa e os credores ainda estavam iniciando seu processo de articulação, do ponto de vista do contexto internacional talvez tenha ocorrido o momento mais propício aos países devedores para reivindicar condições mais favoráveis de negociação. No caso do Brasil, no entanto, uma postura de enfrentamento não encontrava respaldo político interno, e naquele momento tampouco era defendida pela equipe econômica em exercício. Assim os custos da crise internacional foram internalizados e afetaram essencialmente o setor público, principalmente pela concentração da dívida externa neste âmbito. Mas o setor público também foi negativamente afetado por mecanismos de socialização do ônus do setor privado, diante do fracasso de articular-se uma estratégia alternativa de ajuste, que não só permitisse arcar com as maiores obrigações financeiras do Estado, mas também sustentar aspectos estratégicos de investimentos que permitissem um efetivo ajuste na base produtiva e assim viabilizassem a retomada do desenvolvimento.

### **3.3. As conseqüências do choque externo e da política econômica implementada nos âmbitos fiscal e financeiro do setor público**

O impacto do choque internacional, além de seus efeitos diretos sobre o setor externo e o passivo dos agentes endividados em moeda estrangeira, foi internalizado à economia brasileira através da política econômica adotada para enfrentá-lo. Nesta estratégia de política econômica, a prioridade consistia na superação do desajuste externo através da geração de um

36 O Decreto-lei 1733 permitia às empresas que tinham empréstimos em moeda estrangeira e não se haviam beneficiado da Resolução 432 abater do imposto de renda de 1980 a perda incorrida com a má desvalorização cambial de dezembro de 1979. GOLDENSTEIN (1985:79-80).

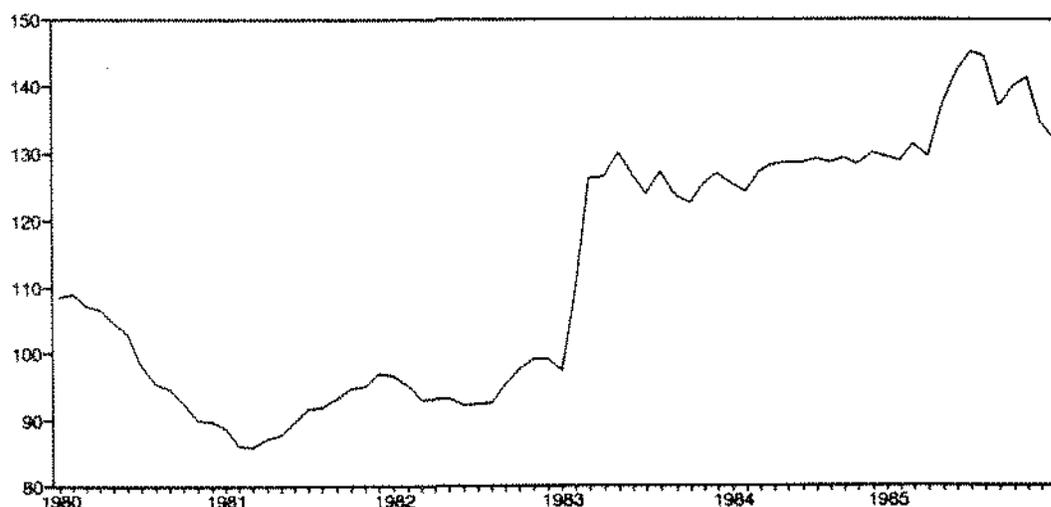
37 ALMEIDA (1988:7). Para maiores detalhes de medidas e algumas cifras apontadas quanto ao custo destas intervenções estatais, ver AFFONSO (1989:51-63).

significativo superávit na balança comercial, dado que se supunha que desta maneira se reestabeleceria a confiança da comunidade financeira internacional no país e, conseqüentemente, o influxo de recursos financeiros. Para alcançar o superávit comercial, as autoridades econômicas brasileiras, além da manutenção dos subsídios às exportações e da contenção das importações, utilizaram como principal instrumento a política cambial, desvalorizando significativamente a moeda nacional em relação ao dólar no período de fevereiro de 1983 a outubro de 1985 (Gráfico 3.2). A contrapartida desta estratégia de ajustamento externo, no entanto, foi uma deterioração da situação macroeconômica interna, especialmente do ponto de vista fiscal e financeiro do setor público, cuja natureza e intensidade ficam explícitas em 1985.

Como o setor público, já no final de 1982, acumulava a maior parte do estoque de dívida em moeda estrangeira – US\$ 47 bilhões, que equivaliam praticamente a 68% do total da dívida externa de médio e longo prazo e a 15,7% do PIB<sup>38</sup> – a desvalorização real do cruzeiro criou um desajuste patrimonial neste setor, já que uma parte não desprezível de seu passivo era indexado em moeda estrangeira e seu ativo, assim como suas receitas, não o eram. A desvalorização da moeda nacional no início de 1983 causou um crescimento do passivo dolarizado, medido em cruzeiros constantes, maior do que se infere das estatísticas da dívida externa em dólares (Gráfico 3.3). Com isso, a dívida externa do setor público, medida em moeda nacional constante, se desloca para um patamar significativamente superior (Gráfico 3.4), implicando um maior ônus em carregá-lo.

Gráfico 3.2

### TAXA DE CÂMBIO REAL CR\$/US\$ média 1980 = 100



Nota: índice deflacionado pela diferença entre o IGP-DI e o IPC-EUA.

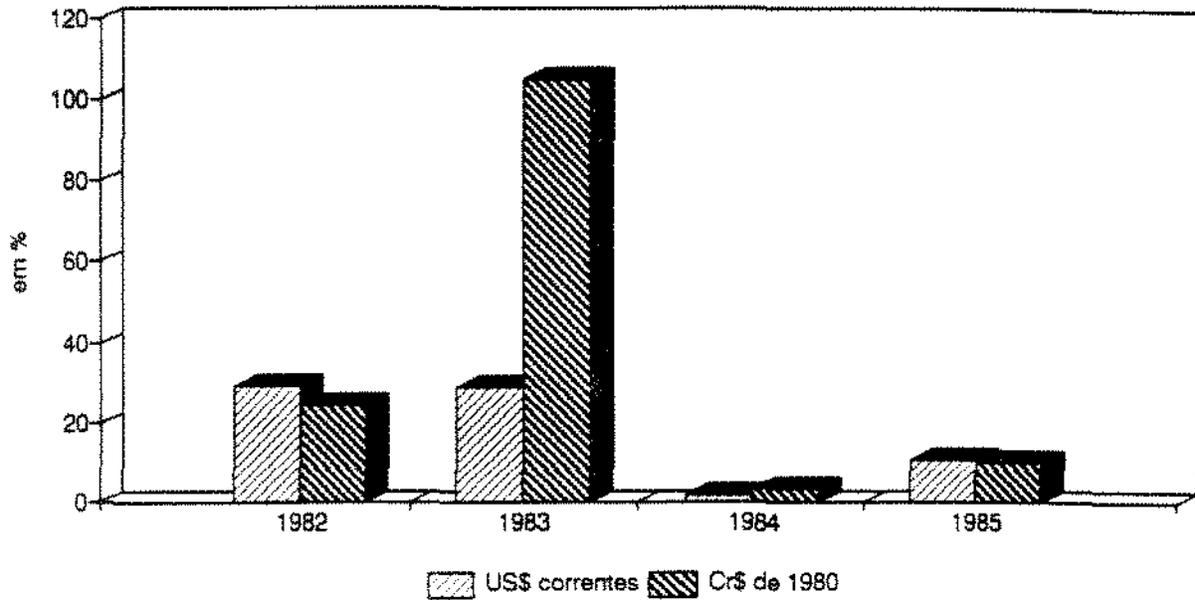
Fonte: FGV, *Conjuntura Econômica* - diversos números.

38 O índice foi calculado tomando-se a dívida externa registrada pública média em 1982 (US\$ 44,6 bilhões) em relação ao PIB (US\$ 284 bilhões).

Gráfico 3.3

## DÍVIDA EXTERNA LÍQUIDA

Setor Público - Crescimento anual

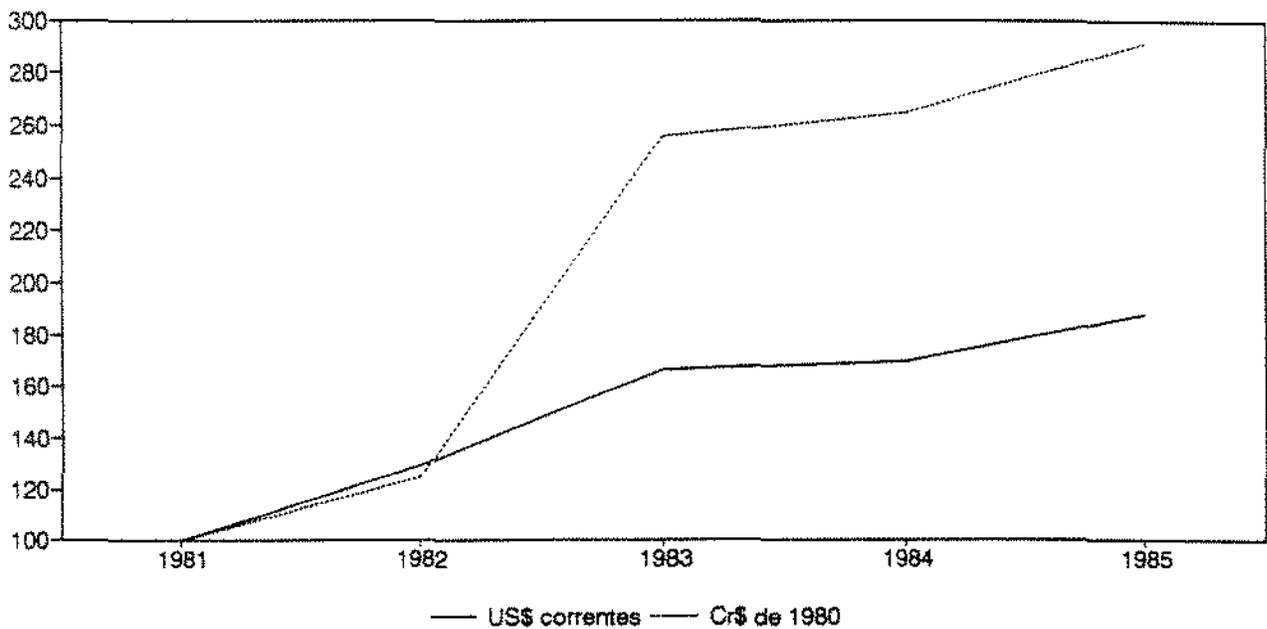


Nota: Dívida em US\$, posição de dezembro, convertida pela taxa de câmbio nominal e deflacionada pelo IGP-DI.  
Fonte: Bacen, Brasil-Programa Econômico; FGV, Conjuntura Econômica.

Gráfico 3.4

## DÍVIDA EXTERNA LÍQUIDA

Setor Público 1980 = 100



Nota: Dívida em US\$, posição de dezembro, convertida pela taxa de câmbio nominal e deflacionada pelo IGP-DI.  
Fonte: Bacen, Brasil-Programa Econômico; FGV, Conjuntura Econômica..

Assim, a política de desvalorização cambial contribuiu para ajustar o fluxo de comércio internacional na medida em que, em termos de preços, significou um estímulo às exportações e um desestímulo às importações. No entanto, do ponto de vista do estoque e do fluxo de capital esta política tendeu a ter um impacto negativo. Na medida em que se desvalorizou a moeda nacional frente à(s) moeda(s) divisa(s), se desvalorizou o estoque de riqueza do país e aumentou o valor de todo aquele estoque denominado em moeda estrangeira, o que no nosso caso significava a dívida externa, tornando portanto os agentes detentores líquidos de riqueza em moeda nacional e o país como um todo relativamente mais pobres. Diante desta realidade, quando ela passou a ser percebida como uma situação não transitória, a retomada do influxo de capital, com a qual as autoridades econômicas aparentemente contavam, era pouco provável, pois o novo capital que entraria na economia não estaria isento do risco de futura desvalorização. E para pior, seguindo a mesma lógica, nesta situação tendeu a ocorrer a saída de capital do país, seja através da fuga efetiva (Tabela 3.13), seja pela canalização dos recursos financeiros para ativos protegidos da desvalorização da moeda nacional, contribuindo para agravar a questão do financiamento interno.

Assim, a perversidade do efeito da aplicação de uma política de ajuste externo baseada essencialmente na desvalorização cambial se gera pelo seu impacto sobre um estoque de passivo dolarizado, quando este é significativo. No caso do Brasil, esta perversidade desembocou no setor público, onde se concentrou o processo de endividamento externo ao longo dos anos 70 e que, conseqüentemente, foi atingido mais intensamente pela elevação dos juros internacionais. O setor privado, além de concentrar as exportações em suas mãos e deter uma parcela menor da dívida externa, também foi em parte poupado dos impactos negativos da política da desvalorização cambial através de várias medidas de política econômica, como já foi sinalizado. Assim, o Estado, além de arcar com a maior parte do impacto direto da elevação dos juros internacionais, viu sua situação fiscal e financeira agravada pela política de desvalorização cambial priorizada pelo ajuste externo, diretamente pela valorização de seu passivo externo e, indiretamente, pelos mecanismos que se criaram para desonerar agentes do setor privado das conseqüências desta estratégia de ajuste.

Nesta primeira metade dos anos 80, a contraface interna da estratégia de ajuste externo adotada foi uma política fiscal convencional, ou seja, corte nos gastos e tentativa de aumento das receitas. Com relação à contenção das despesas, o aspecto mais importante foi a diminuição dos investimentos no Setor Produtivo Estatal (SPE), que de 8,9% do PIB em 1979 foi reduzido para um patamar de 2,5% do PIB em 1985. Além disso, também reduziu-se o investimento no âmbito da administração pública em 1983-1984 (Tabela 3.14). A ênfase do corte nos investimentos, além de seu peso em si, tinha a ver mais com as limitações do Estado em diminuir significativamente os dispêndios com consumo e transferências na administração pública do que com prioridades do ponto de vista da dinâmica macroeconômica. Ainda que se tenha feito um esforço de conter estes dispêndios nos anos 1983 e 1984, seu resultado foi pouco significativo (Tabela 3.15).

Do ponto de vista do desempenho macroeconômico, no entanto, esta limitação do Estado de concentrar os cortes dos gastos no âmbito dos investimentos implicou dois sérios problemas. Em primeiro lugar, este tipo de contenção dos gastos públicos condicionou uma queda maior do investimento privado, dado que este apresenta uma forte complementaridade com os investimentos públicos<sup>39</sup>, causando desta maneira uma maior retração do produto.

---

39 CARNEIRO & WERNECK (1992:36).

Tabela 3.13

## ESTIMATIVAS DA FUGA DE CAPITAL SEGUNDO DIVERSAS MEDIDAS

(US\$ milhões)

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
1. Aumento da dívida externa de médio e longo prazos <sup>a</sup>	4,174	4,878	5,810	10,565	6,585	4,119	8,753	9,576	11,955	11,368	1,064	1,327	(872)	298	(4,578)	(5,719)
2. Aumento da dívida de curto prazo <sup>b</sup>	1,078	2,218	(248)	2,782	(2,777)	4,498	2,155	2,555	(2,899)	(1,289)	(1,880)	16	4,374	(2,748)	4,897	8,672
3. Investimentos estrangeiros (líquidos)	1,004	1,142	956	1,196	1,885	1,487	1,795	1,370	881	1,123	804	(120)	889	2,445	678	732
4. Déficit em conta corrente	6,700	6,017	4,037	6,015	10,021	12,398	10,993	14,755	6,143	(517)	301	4,858	819	4,889	(1,564)	2,201
5. Aumento de reservas	(1,296)	2,834	708	4,282	(3,215)	(3,472)	625	(4,851)	273	7,188	(573)	(3,855)	1,015	1,248	893	474
6. FLUXO DE FUGA DE CAPITAL <sup>c</sup> (1 + 2 + 3 - 4 - 5)	852	(717)	1,574	4,248	(1,313)	1,180	1,065	3,399	3,531	4,548	1,082	225	2,337	3,808	1,668	1,010
7. Aumento de haveres dos bancos comerciais	(232)	246	38	829	(227)	(338)	606	14	(175)	350	(291)	(584)	32	331	592	450
8. FLUXO DE FUGA DE CAPITAL <sup>d</sup> (6-7)	1,084	(963)	1,535	3,417	(1,086)	1,518	479	3,385	3,706	4,198	1,373	809	2,365	3,277	1,076	561
9. Investimentos brasileiros no exterior	112	183	146	125	194	367	210	379	187	47	84	143	138	178	553	731
10. Empréstimos brasileiros de médio e longo prazos	190	248	287	357	806	30	922	584	(122)	(834)	(502)	(543)	333	133	150	(148)
11. FLUXO DE FUGA DE CAPITAL <sup>e</sup> (8-9-10)	782	(1,394)	1,102	2,935	(1,886)	1,121	(653)	2,412	3,631	4,886	1,791	1,208	1,834	2,968	373	(22)
12. FUGA DE CAPITAL VIA COMÉRCIO <sup>f</sup> (12.1-12.2)	1,519	(179)	(324)	(432)	698	472	235	(673)	(611)	(1,664)	1,280	1,027	469	(1,303)	(1,451)	1,228
12.1. Subfaturamento de Exportações	659	(298)	362	125	1,294	1,292	960	1,849	577	1,327	3,136	3,067	3,340	2,016	1,540	3,480
12.2. Subfaturamento de Importações	(860)	(119)	666	557	595	820	725	2,322	1,188	2,991	1,856	2,040	2,871	3,319	2,991	2,251

Notas: (a) Inclui conversão informal.

(b) Inclui juros atrasados.

(c) Medida utilizada pelo Banco Mundial.

(d) Medida utilizada pelo Morgan Guaranty Trust Co.

(e) Medida proposta por Meyer e Marques.

(f) Subfaturamento de exportações - Subfaturamento de importações.

Fonte: MEYER, A. e MARQUES, M.S.B.: "A fuga de capital do Brasil", FGV/IBRE/CEMEL RJ, 1989. Ajustamos os dados de 1988 e calculamos 1989 / 1990 com a mesma metodologia.

Tabela 3.14

**BRASIL: TAXAS DE INVESTIMENTO (em porcentagem do PIB)**

Ano	Total	Administração Pública	Empresas Estatais	Setor Privado	Outros
1979	23.35	2.47	8.90	11.27	0.71
1980	22.90	2.37	4.30	15.35	0.89
1981	22.94	2.60	4.60	14.97	0.77
1982	21.44	2.35	4.60	13.93	0.55
1983	18.13	1.83	3.80	11.93	0.57
1984	16.89	1.90	2.80	11.94	0.24
1985	16.95	2.32	2.50	11.75	0.38

Fonte: IBGE, "Contas Nacionais" e Centro de Estudos Fiscais/IBRE/FGV. In: CARNEIRO, D. D & WERNECK, R. L. F.: "Public savings and private investment: requirements for growth resumption in the Brazilian economy", PUC-RJ, mimeo, 1992.

Como se pode observar na Tabela 3.14, o índice do investimento privado sobre o PIB teve somente uma pequena diminuição em 1981-1982, retraindo-se, no entanto, nos três anos seguintes praticamente 23% em relação ao nível de 1980. A diminuição das taxas de investimento das empresas estatais e do setor privado foram as determinantes da queda real do PIB de 7% no período 1981-1983. Em segundo lugar, esta política de corte dos gastos, pelo seu impacto recessivo, mais a elevação do patamar inflacionário de 100% em 1980 para 150% em 1983 e 220% em 1984, impediu que as autoridades alcançassem algum resultado fiscal efetivo no âmbito das receitas. Apesar da criação de novas taxas e impostos<sup>40</sup>, a receita disponível do governo caiu em valores reais, o que está relacionado com o impacto recessivo. Assim, o esforço fiscal praticamente se limitou a garantir o patamar da receita tributária em relação ao PIB, mas foi incapaz de elevar significativamente as receitas da administração direta (Tabela 3.16).

Em 1984-1985 a pouca efetividade do ajuste fiscal empreendido ficou evidente. A retomada do crescimento em 1984, como foi induzido essencialmente pela expansão da agricultura e das exportações, que eram setores muito favorecidos em termos de impostos, não implicou uma recuperação da receita tributária<sup>41</sup>. Além deste condicionamento negativo pela natureza da retomada do crescimento, a receita pública passou a ser crescentemente afetada pela aceleração da inflação<sup>42</sup>, fazendo com que em 1984 ela apresentasse uma queda, tanto em valores reais como em relação ao PIB. Diante da diminuição das receitas, o governo

40 Entre as principais medidas estão a criação da Contribuição ao Finsocial (1982) e a ampliação da base de incidência do IOF.

41 REZENDE & AFONSO & VILLELA & VARSANO (1989:546).

42 Perda do valor real da receita fiscal causada pela inflação devido à defasagem entre a data do fato gerador do tributo e sua efetiva arrecadação. Este efeito é conhecido como Efeito Oliveira-Tanzi.

Tabela 3.15

**BRASIL: GASTOS CORRENTES DO SETOR PÚBLICO CONSOLIDADO**

em % do PIB

ANOS	CONSUMO		TRANSFERÊNCIAS		TOTAL DE GASTOS CORRENTE (E) = (A + B + C + D)
	PESSOAL E ENCARGOS (A)	BENS E SERVIÇOS (B)	ASSISTÊNCIA E PREVIDÊNCIA (C)	SUBSÍDIOS (D)	
1979	6.98	2.91	7.80	1.92	19.61
1980	6.31	2.90	7.77	3.71	20.69
1981	6.45	2.86	8.22	2.68	20.22
1982	7.05	2.96	8.58	2.48	21.06
1983	6.61	3.05	8.36	2.65	20.67
1984	5.65	2.63	7.76	1.59	17.64
1985	6.94	2.94	7.24	1.58	18.70

em valores constantes de 1990 - base 1980 = 100

ANOS	CONSUMO		TRANSFERÊNCIAS		TOTAL DE GASTOS CORRENTES (E) = (A + B + C + D)
	PESSOAL E ENCARGOS (A)	BENS E SERVIÇOS (B)	ASSISTÊNCIA E PREVIDÊNCIA (C)	SUBSÍDIOS (D)	
1979	101.41	92.11	91.87	47.27	86.81
1980	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
1981	97.93	94.62	101.22	69.18	93.55
1982	107.61	98.26	106.24	64.34	98.02
1983	97.32	97.79	99.92	66.25	92.79
1984	87.67	88.83	97.69	41.94	83.39
1985	116.17	107.10	98.34	44.79	95.39

**Notas:** Governo Consolidado compreende contas dos governos Federal, Estaduais e Municipais. Abrange administração central e descentralizada, inclusive sistema de previdência social e fundos patrimoniais dos trabalhadores (FGTS e PIS/Pasep), exclusive Banco Central e empresas públicas.

Transf. para Assist. e Previdência inclui despesas com pessoal inativo (servidores aposentados) e, no governo central com aposentadorias e pensões da previdência social.

**Fonte:** Afonso, José R.R. "Uma Coletânea de Dados: Duas Décadas do Setor Governo nas Contas Nacionais - 1970-1990", mimeo, 1992.

Os dados originais são das Contas Nacionais / Conta Governo - FGV/IBRE/CEF.

Tabela 3.16

**BRASIL: RECEITA DISPONÍVEL DO SETOR PÚBLICO CONSOLIDADO**

ANOS	EM % DO PIB			EM VALORES CONSTANTES DE 1990		
	TRIBUTÁRIA (A)	OUTRAS (B)	TOTAL (C = A + B)	BASE 1980 = 100		
				TRIBUTÁRIA (A)	OUTRAS (B)	TOTAL (C = A + B)
1979	24.65	(0.31)	24.34	91.40	46.66	92.52
1980	24.69	(0.61)	24.09	100.00	100.00	100.00
1981	24.65	(0.80)	23.85	95.55	125.73	94.79
1982	25.27	(0.85)	24.42	98.52	135.29	97.59
1983	25.07	(0.50)	24.57	94.25	75.92	94.71
1984	21.82	(0.18)	21.64	86.40	28.83	87.85
1985	22.53	0.27	22.80	96.29	-	99.90

Notas: Governo Consolidado compreende contas dos governos Federal, Estaduais e Municipais.

Abrange administração central e descentralizada, inclusive sistema de previdência social e fundos patrimoniais dos trabalhadores (FGTS e PIS/Pasep), exclusive Banco Central e empresas públicas.

Receita Tributária Disponível = arrecadação própria mais e/ou menos transferências constitucionais de tributos recebidas de e/ou concedidas a outras esferas de governo não computadas em Outras Receitas Correntes Líquidas como nas Contas Nacionais (ajuste segundo dados do governo de origem das transferências).

Outras Receitas Correntes Líquidas = outras receitas correntes brutas (inclusive receitas de transferências de capital e outras receitas de capital) menos despesas com transferências intergovernamentais (não-tributárias), intragovernamentais, ao setor privado e ao exterior (exclusive encargos financeiros da dívida externa).

Fonte: Afonso, José R.R. "Uma Coletânea de Dados: Duas Décadas do Setor Governo nas Contas Nacionais - 1970-1990" mimeo, 1992.

Os dados originais são das Contas Nacionais / Conta Governo - FGV/IBRE/CEF.

empreendeu um novo esforço de conter os gastos com consumo e transferências, que diminuíram significativamente neste ano<sup>43</sup>. Este esforço, entretanto, foi pouco duradouro. Em 1985, frente a uma pequena recuperação das receitas, observou-se uma expansão significativa dos gastos, destacando-se os de consumo e a retomada dos investimentos na administração direta (Tabelas 3.14, 3.15 e 3.16).

Apesar da dificuldade de empreender um efetivo ajuste fiscal na administração direta — elevação das receitas, especialmente a carga tributária, e reestruturação e racionalização dos gastos de consumo — nesta área do setor público não houve um importante desajuste. Como se pode observar na Tabela 3.17, o saldo da conta corrente, mais os gastos com investimentos e exclusive os encargos financeiros das três esferas de governo consolidadas, foi

43 A partir de 1984, em função do bom resultado das exportações, também se eliminaram os incentivos às exportações.

positivo ao longo de todo o período e melhorou levemente com as medidas contencionistas em 1983-1984<sup>44</sup>. Estas medidas, entretanto, foram insuficientes para compensar integralmente a elevação dos encargos financeiros das dívidas externa e interna, que cresceram vertiginosamente de 1983 a 1985. Conseqüentemente, a administração direta incorreu num déficit ao longo de toda a primeira metade da década de 80, ainda que seu montante somente tenha sido expressivo em 1985.

Disso se infere uma questão importante. O ajuste fiscal feito no âmbito da administração direta foi pouco efetivo, seja do ponto de vista da sua intensidade, seja do ponto de vista da sua natureza, na medida em que seus efeitos não foram duradouros. Apesar disso, o choque financeiro externo neste âmbito não causou uma situação fiscal crítica. Embora de 1979 a 1985 os encargos financeiros da dívida externa tenham aumentado 365%, seu valor chegou a representar no máximo em torno de 1% do PIB, o que pôde ser absorvido pelo ajuste fiscal implantado, fazendo com que, até 1984, o déficit global nesta área do setor público se mantivesse num patamar inferior a 1% do PIB (Tabelas 3.17 e 3.18).

A relativamente menor incidência dos encargos financeiros da dívida externa na conta corrente da administração direta está relacionada com sua menor participação no estoque deste passivo. Como se pode observar na Tabela 3.19, até 1983, esta área do setor público era somente responsável por aproximadamente 21% da dívida pública externa total, participação que entre 1984-1985 aumentou para quase 30%. Isso reforça nosso argumento em relação ao problema do estoque de dívida externa. Apesar das altas taxas de juros internacionais, dado que esta esfera do setor público não acumulou um expressivo estoque deste passivo, foi possível, ainda que com um ajuste fiscal pouco efetivo, evitar um desajuste significativo das contas que pudesse causar problemas de financiamento.

Em contraposição, a situação foi totalmente diversa no Setor Produtivo Estatal (SPE), ainda que aí se tenha concentrado, como foi assinalado, o ajuste fiscal através de cortes nos investimentos. A diminuição neste fluxo de gastos foi incapaz de compensar o impacto negativo do choque de juros, porque incidiu sobre um significativo estoque de passivo. Em 1979, o SPE havia contraído 78% da dívida externa de médio e longo prazo do setor público (US\$ 25 bilhões), o que representava aproximadamente a metade do passivo externo bruto do país. Com o impacto da elevação das taxas de juros internacionais, este passivo em moeda estrangeira mais que dobrou até o final de 1984, significando praticamente um quarto do PIB em 1985<sup>45</sup>. A concentração do passivo dolarizado no SPE fez com que esta área também arcasse com a maior parte do ônus da desvalorização da moeda nacional no período 1983-1985. Como indicam os Gráficos 3.5 e 3.6, o passivo externo expressado em moeda nacional deu um salto importante em 1983 em função da agressiva desvalorização cambial, instalando-se num patamar significativamente superior ao dívida denominada em moeda estrangeira.

Embora não exista uma base de dados consolidados para a totalidade do setor produtivo estatal, os números das empresas estatais federais dão uma noção razoável das dificuldades enfrentadas nesta área. No seu conjunto estas empresas apresentaram um saldo operacional

44 O esforço de contenção fiscal se deu essencialmente na esfera da União, que concentrou a maior parte da dívida externa da administração pública direta e com isso sofreu o impacto da elevação dos juros e da desvalorização da moeda nacional. No âmbito dos governos estaduais e municipais, este esforço foi bem menos nítido (Tabela 3.17).

45 Dívida externa registrada média do setor produtivo estatal (US\$ 54,4 bilhões) em relação ao PIB em 1985 (US\$ 228 bilhões), todos os valores expressados em dólares.

Tabela 3.17

**BRASIL: CONTAS E ENCARGOS FINANCEIROS DO SETOR PÚBLICO  
em % do PIB**

ANOS	SETOR PÚBLICO CONSOLIDADO			UNIÃO		
	SALDO SEM ENCARGOS FINANCEIROS <sup>a</sup>	ENCARGOS FINANCEIROS <sup>b</sup>	SALDO COM ENCARGOS FINANCEIROS	SALDO SEM ENCARGOS FINANCEIROS <sup>a</sup>	ENCARGOS FINANCEIROS <sup>b</sup>	SALDO COM ENCARGOS FINANCEIROS
	(A)	(B)	(C = A-B)	(A)	(B)	(C = A-B)
1979	2.25	0.84	1.42	1.70	0.46	1.24
1980	1.03	1.12	(0.08)	0.57	0.71	(0.14)
1981	1.04	1.36	(0.32)	0.84	0.80	0.04
1982	1.00	1.54	(0.54)	1.16	0.90	0.26
1983	2.07	2.66	(0.59)	2.14	2.07	0.07
1984	2.10	2.99	(0.89)	1.78	2.42	(0.64)
1985	1.78	4.48	(2.70)	1.99	3.75	(1.76)
ANOS	ESTADOS			MUNICÍPIOS		
	SALDO SEM ENCARGOS FINANCEIROS <sup>a</sup>	ENCARGOS FINANCEIROS <sup>b</sup>	SALDO COM ENCARGOS FINANCEIROS	SALDO SEM ENCARGOS FINANCEIROS <sup>a</sup>	ENCARGOS FINANCEIROS <sup>b</sup>	SALDO COM ENCARGOS FINANCEIROS
	(A)	(B)	(C = A-B)	(A)	(B)	(C = A-B)
1979	0.30	0.28	0.02	0.26	0.10	0.16
1980	0.52	0.32	0.20	(0.06)	0.08	(0.14)
1981	0.04	0.47	(0.43)	0.17	0.09	0.08
1982	(0.12)	0.52	(0.64)	(0.04)	0.12	(0.16)
1983	(0.11)	0.48	(0.59)	0.03	0.11	(0.08)
1984	0.30	0.46	(0.16)	0.03	0.10	(0.07)
1985	(0.06)	0.62	(0.68)	(0.14)	0.12	(0.26)

**Notas:** Governo Consolidado compreende contas dos governos Federal, Estaduais e Municipais. Abrange administração central e descentralizada, inclusive sistema de previdência social e fundos patrimoniais dos trabalhadores (FGTS e PIS/PASEP), exclusive Banco Central e empresas públicas.

(a) Corresponde ao Saldo em Conta Corrente exclusive os Encargos Financeiros da Dívida Externa mais os Gastos com Formação Bruta de Capital Fixo.

(b) Corresponde aos Juros da Dívida Externa mais os Encargos da Dívida Interna (despesas com juros, comissões, âgios e outros encargos, exclusive correção monetária do principal e acréscimo cambial, computadas como encargos nas Contas Nacionais).

**Fonte:** Afonso, José R.R. "Uma Coletânea de Dados: Duas Décadas do Setor Governo nas Contas Nacionais - 1970-1990" mimeo, 1992.

Os dados originais são das Contas Nacionais / Conta Governo - FGV/IBRE/CEF

Tabela 3.18

### BRASIL: ENCARGOS FINANCEIROS DO SETOR PÚBLICO CONSOLIDADO<sup>a</sup>

ANOS	EM % DO PIB			EM VALORES CONSTANTES DE 1990 BASE 1980 = 100		
	DÍVIDA INTERNA	DÍVIDA EXTERNA	TOTAL	DÍVIDA INTERNA	DÍVIDA EXTERNA	TOTAL
1979	0.56	0.28	0.84	57.20	71.87	68.70
1980	0.76	0.36	1.12	100.00	100.00	100.00
1981	1.08	0.28	1.36	136.51	74.91	116.68
1982	1.12	0.43	1.54	142.20	113.97	133.11
1983	1.61	1.05	2.66	197.93	270.36	221.25
1984	2.44	0.55	2.99	314.77	150.09	261.75
1985	3.35	1.14	4.48	466.79	334.00	424.04

Notas: Governo Consolidado compreende contas dos governos Federal, Estaduais e Municipais

Abrange administração central e descentralizada, inclusive sistema de previdência social e fundos patrimoniais dos trabalhadores (FGTS e PIS/Pasep), exclusive Banco Central e empresas públicas

(a) Corresponde aos Juros da Dívida Externa mais os Encargos da Dívida Interna (despesas com juros, comissões, âgios e outros encargos, exclusive correção monetária do principal e acréscimo cambial, computadas como encargos nas Contas Nacionais).

Fonte: Afonso, José R.R. "Uma Coletânea de Dados: Duas décadas do Setor Governo nas Contas Nacionais - 1970-1990", mimeo, 1992.

corrente positivo ao longo de toda a primeira metade dos anos 80. Este, entretanto, foi incapaz de cobrir os investimentos já contidos e os crescentes encargos financeiros da dívida externa, implicando que este setor incorresse num déficit na faixa de 3% a 4% do PIB no período 1981-1985 (Tabela 3.20)<sup>46</sup>.

O desajuste financeiro no SPE, causado pelo significativo estoque de passivo externo, também foi agravado por um problema de fluxo associado à estratégia de política econômica interna. Com o objetivo de diminuir as pressões inflacionárias, as autoridades econômicas contiveram os reajustes das tarifas públicas, minando o fluxo de receitas e, conseqüentemente, a capacidade de autofinanciamento das empresas públicas. De 1983 a 1986 houve um atraso importante no reajuste das principais tarifas públicas em relação à evolução da taxa de câmbio, com exceção do preço do diesel (Tabela 3.21). As autoridades econômicas inclusive resistiram reiteradamente a pressões dos credores oficiais, basicamente do FMI e do BIRD, que exigiam que os preços públicos fossem recompostos em termos reais<sup>47</sup>.

Em suma, dado o estoque de dívida externa acumulada, o problema do impacto financeiro externo e da conseqüente política de ajuste adotada concentrou-se essencialmente no SPE. Em função do peso relativo dos encargos financeiros e da intensidade com que cresceram

46 Nestes dados não foi considerado o item "outras despesas de capital", com o que o patamar do déficit se deslocaria para 3,5%-4,5% do PIB.

47 AFFONSO (1989:32).

Tabela 3.19

**BRASIL: DÍVIDA EXTERNA REGISTRADA DO SETOR PÚBLICO<sup>a</sup>**

<b>US\$ MILHÕES (posição de dezembro)</b>				
Período	Governo Federal	Estados e Municípios	Autarquias Emp.Estatais e Soc.de Ec.Mista	Total
	(A)	(B)	(C)	(D = A + B + C)
1979	5,471	1,785	25.108	32.364
1980	5,702	2,290	27.640	35.632
1981	5,454	2,680	32.441	40.575
1982	6,054	3,059	36.934	46.047
1983	9,015	3,213	46.747	58.975
1984	13,468	3,787	53.314	70,569
1985	16,795	5,152	55,498	77,444
1989	21,439	4,014	63.379	88.831

<b>PARTICIPAÇÃO RELATIVA (em %)</b>				
Período	Governo Federal	Estados e Municípios	Autarquias Emp.Estatais e Soc.de Ec.Mista	Total
	(A)	(B)	(C)	(D = A + B + C)
1979	16.90	5.52	77.58	100.00
1980	16.00	6.43	77.57	100.00
1981	13.44	6.61	79.95	100.00
1982	13.15	6.64	80.21	100.00
1983	15.29	5.45	79.27	100.00
1984	19.09	5.37	75.55	100.00
1985	21.69	6.65	71.66	100.00
1989	24.13	4.52	71.35	100.00

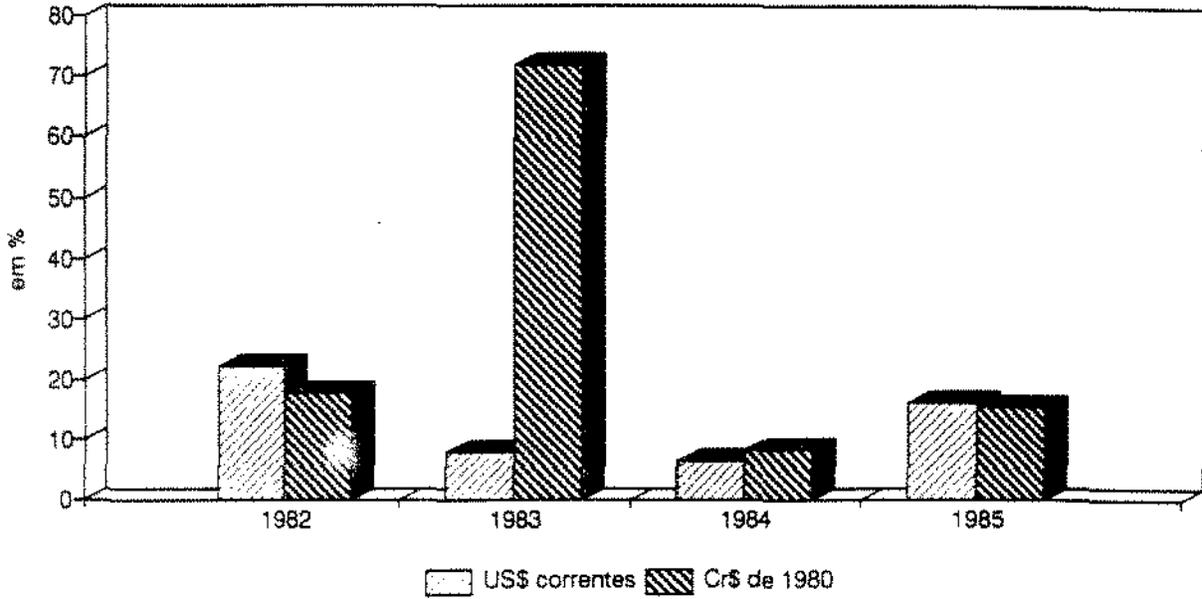
Nota: (a) Exclui a dívida do setor privado garantida pelo setor público.

Fonte: Bacen, **Boletim Mensal** - vários números

Gráfico 3.5

## DÍVIDA EXTERNA LÍQUIDA

SPE - Crescimento Anual



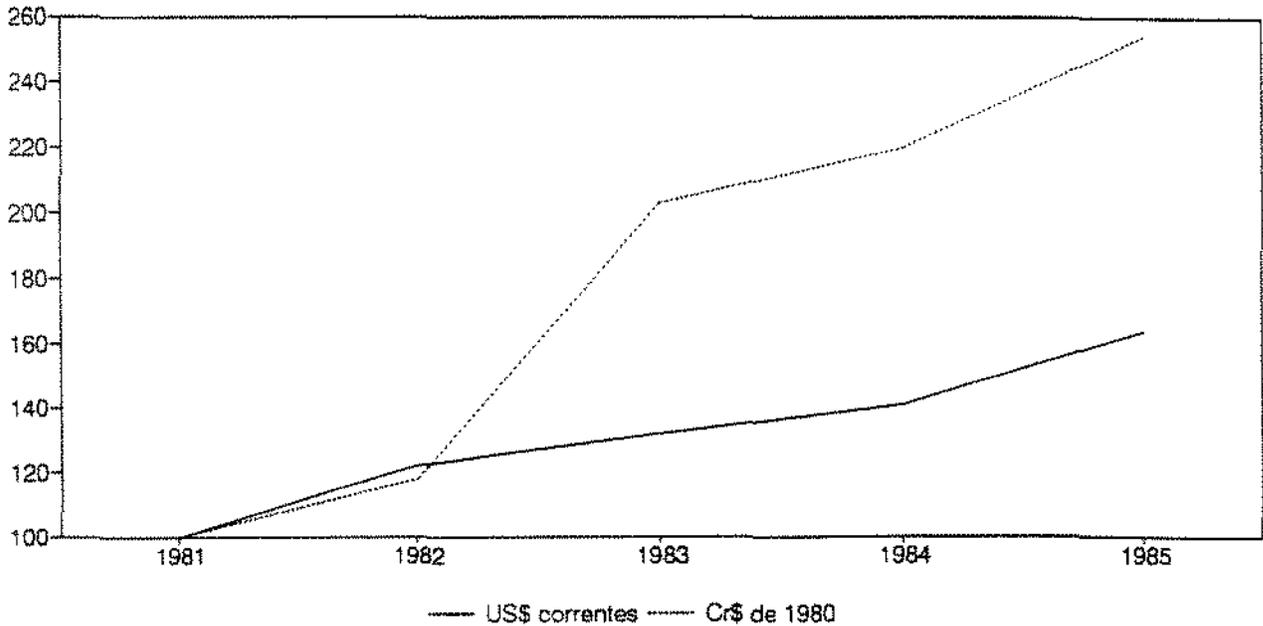
Nota: Dívida em US\$, posição dezembro, convertida a taxa de câmbio nominal e deflacionada pelo IGP-DI.

Fonte: Bacen, Brasil-Programa Econômico; FGV, Conjuntura Econômica.

Gráfico 3.6

## DÍVIDA EXTERNA LÍQUIDA

SP E - 1980 = 100



Nota: Dívida em US\$, posição dezembro, convertida a taxa de câmbio nominal e deflacionada pelo IGP-DI.

Fonte: Bacen, Brasil-Programa Econômico; FGV, Conjuntura Econômica.

Tabela 3.20

### BRASIL: CONTAS E ENCARGOS FINANCEIROS DAS EMPRESAS ESTATAIS FEDERAIS

(em % do PIB)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985
1. SALDO OPERACIONAL CORRENTE <sup>a</sup>	3.82	3.62	2.63	2.99	3.19	3.17
2. FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL	4.56	5.27	4.82	3.69	3.28	3.06
3. SALDO SEM ENCARGOS FINANCEIROS (1-2)	(0.74)	(1.65)	(2.19)	(0.70)	(0.09)	0.11
4. JUROS E OUTROS ENC. FINANCEIROS	0.86	1.32	1.87	2.28	2.54	2.55
4.1. Internos	0.20	0.56	0.51	0.57	0.47	0.54
4.2. Externos	0.66	0.76	1.35	1.71	2.07	2.00
5. DÉFICIT (3-4)	(1.60)	(2.97)	(4.06)	(2.98)	(2.63)	(2.44)

Nota: (a) Corresponde as Recetas Correntes, exclusive transferências correntes do Tesouro, menos os Gastos Operacionais, exclusive juros e encargos financeiros.

Fonte: CEPAL/PNUD: "O déficit do setor público e a política fiscal no Brasil, 1980-1988", Série Política Fiscal Nº 14, Santiago, 1991.

Tabela 3.21

### BRASIL: EVOLUÇÃO DAS PRINCIPAIS TARIFAS PÚBLICAS<sup>a</sup>

média anual (1980 = 100)

Período	aço	gasolina	álcool	diesel	energia elétrica	telefone
1980	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
1981	114.85	119.14	109.47	143.16	140.78	106.06
1982	124.65	107.35	96.77	146.67	131.43	97.79
1983	89.09	79.40	70.38	117.29	98.52	67.81
1984	84.54	77.34	72.99	123.61	90.27	57.18
1985	82.12	66.87	65.88	107.54	89.67	59.57
1986	71.11	67.12	66.16	80.22	95.79	49.99

Nota: (a) Valores nominais deflacionados pela taxa de câmbio do dólar.

Fonte: IESP/Fundap - Área de Empresas Estatais. FGV - Conjuntura Econômica - diversos números.

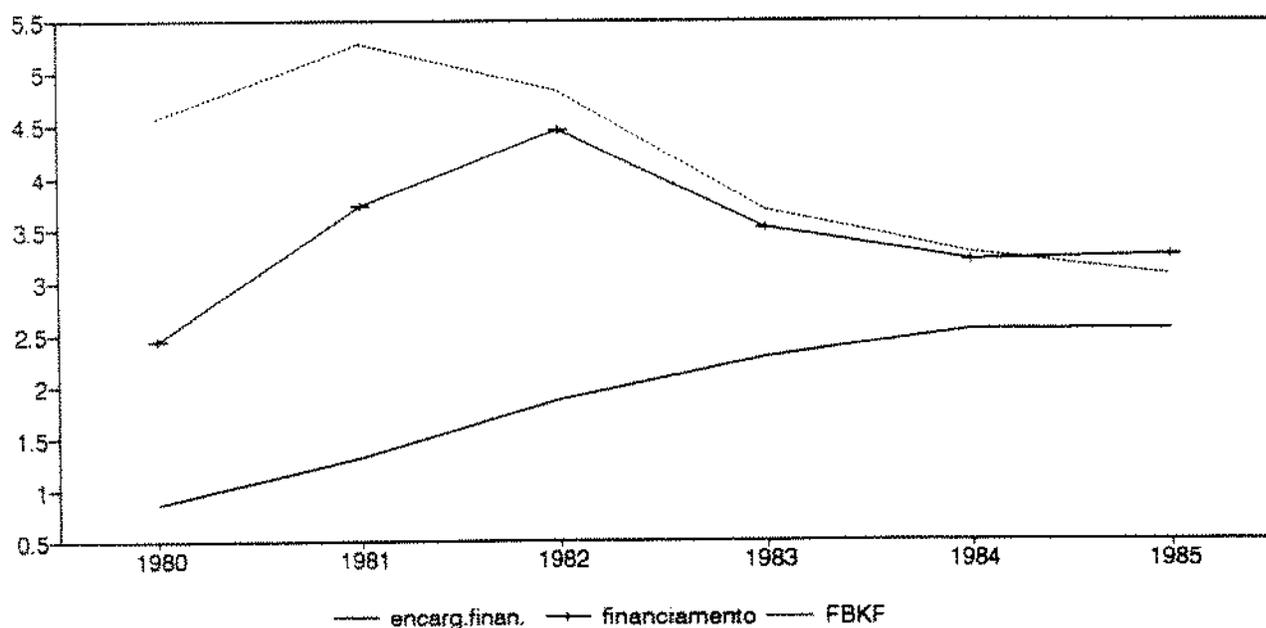
a partir de 1980, as medidas de ajuste fiscal, cortando essencialmente o fluxo de investimentos, foram insuficientes para compensá-los. Criou-se assim, a partir de 1983-1984, uma situação nova para a cobertura das necessidades financeiras das empresas estatais, já que a essência deste financiamento assumia a natureza de um *speculative* ou *Ponzi finance*.

Os dados consolidados das empresas estatais federais apontam claramente neste sentido. Como se pode observar no Gráfico 3.7, na primeira metade dos anos 80, diante de um saldo operacional corrente positivo e relativamente estável e da retração da formação bruta de capital fixo, uma parte crescente do financiamento líquido do conjunto destas empresas passou a ser absorvido pelos encargos financeiros. Ao longo de todo o período este setor recebeu transferências do Tesouro que cobriram parte, ainda que decrescente ao longo do período, das suas necessidades de financiamento. Com este aporte e a contenção dos gastos, a partir de 1983-1984, o saldo, exclusive obrigações financeiras, passa a estar praticamente equilibrado, com o que a totalidade do financiamento líquido, interno e externo, se destinava exclusivamente a cobrir juros e encargos financeiros, caracterizando assim uma situação de *Ponzi finance* (Tabela 3.22).

Apesar desta situação, o financiamento externo das empresas estatais se sustentou por mais dois a três anos após a explicitação da crise da dívida externa em 1982. Como foi assinalado no capítulo 2, a manutenção de um fluxo mínimo de recursos externos fazia parte da estratégia dos credores em evitar uma moratória unilateral. Em parte não desprezível este fluxo foi absorvido pelo setor produtivo estatal, já que não havia demandas alternativas para ele, com o que os recursos externos continuaram a ter um peso significativo no financiamento das empresas estatais até 1984 (Tabela 3.22). No entanto, a ruptura do padrão de financiamento do setor produtivo estatal se deu logo em 1983, quando os encargos financeiros externos

Gráfico 3.7

### SPE - PRINCIPAIS PARÂMETROS evolução em % do PIB (1980-85)



Fonte: CEPAL/PNUD, "O déficit do setor público e a política fiscal no Brasil 1980-88" - Série Política Fiscal Nº 14, Santiago, 1991.

Tabela 3.22

**BRASIL: EMPRESAS ESTATAIS FEDERAIS (em % do PIB)**

PERÍODO	DÉFICIT EXCLUSIVE ENCARGOS FINANCEIROS <sup>a</sup>	TRANSEFERÊNCIAS DO TESOURO <sup>b</sup>	SALDO SEM ENCARGOS FINANCEIROS	JUROS E ENCARGOS FINANCEIROS			FINANCIAMENTO LÍQUIDO		
				INTERNOS	EXTERNOS	TOTAL	INTERNO	EXTERNO	TOTAL
	(1)	(2)	(3 = 1 + 2)						
1980	(1.58)	1.21	(0.37)	0.20	0.66	0.86	0.39	0.85	1.23
1981	(2.44)	1.60	(0.84)	0.56	0.76	1.32	0.52	1.63	2.14
1982	(2.59)	1.30	(1.29)	0.51	1.35	1.87	1.25	1.90	3.15
1983	(1.24)	1.03	(0.21)	0.57	1.71	2.28	1.78	0.71	2.49
1984	(0.67)	1.05	0.38	0.47	2.07	2.54	0.24	1.93	2.16
1985	(0.71)	1.12	0.41	0.54	2.00	2.55	2.16	(0.02)	2.14

Notas: (a) Corresponde ao Saldo Operacional Corrente, subtraídos os gastos com Formação Bruta de Capital Fixo e Outras Despesas de Capital.

(b) Corresponde a Transferências do Tesouro Correntes e de Capital.

Fonte: CEPAL/PNUD: "O déficit do setor público e a política fiscal no Brasil, 1980-1988". Série Política Fiscal Nº 14, Santiago, 1991.

superaram o financiamento líquido externo, o que ficou ainda mais explícito a partir de 1985, quando este financiamento tornou-se negativo, situação que persistiu até o final dos anos 80.

No caso das empresas estatais não houve uma substituição regular do financiamento externo por alguma fonte interna voluntária. Isso se explica pela gestão da política econômica, que procurou implantar as medidas de caráter restritivo basicamente através do SPE, onde detinha maior controle relativo, restringindo o acesso das empresas estatais ao crédito interno. No entanto, estas empresas acediam a uma espécie de linha de crédito junto ao Bacen ou Banco do Brasil (que atuava em nome do Tesouro) quando não conseguiam cobrir os encargos dos empréstimos externos — MF-30 e Aviso GB-588<sup>48</sup> — com a qual cobriam suas necessidades de financiamento. O Bacen e o Tesouro, por sua vez, se financiavam com recursos monetários e através da colocação de títulos públicos.

Em suma, em meados dos anos 80 a crítica situação de financiamento ao SPE ficou evidente pela absorção praticamente integral do financiamento líquido pelos encargos financeiros, na sua maior parte externos, e pelo corte dos créditos externos e as restrições de acesso a fontes internas de financiamento.

Em 1985, pela primeira vez, a situação na área da administração direta do setor público também se mostrou crítica, já que o déficit global alcançou 2,7% do PIB, causado essencialmente pelo significativo aumento dos encargos financeiros (Tabela 3.17). No entanto, a

48 Para maiores detalhes sobre os procedimentos destas operações, ver BIASOTTO Jr. (1988), capítulo 2.

trajetória do problema neste âmbito se diferencia daquele que se observou no SPE. Desde o final dos anos 70 o peso dos encargos financeiros da dívida interna foram mais relevantes que os da dívida externa. Como se pode observar na Tabela 3.18, somente em 1983 e 1985 estes últimos superaram 1% do PIB, sendo que no primeiro destes anos sua maior importância se deveu ao impacto da significativa desvalorização da moeda nacional. Isso condiz com o comportamento do fluxo de financiamento externo, que desde 1979 foi negativo no âmbito da administração direta (Tabela 3.23). Por outro lado, com relação ao financiamento interno, até 1982, as operações de crédito internas superaram as obrigações financeiras, apesar do superávit (considerando a conta corrente e os gastos com formação bruta de capital fixo, exclusivos os encargos financeiros — Tabela 3.17), especialmente em 1979 e 1981 (Tabela 3.23), o que significou um acúmulo maior de dívida interna. Sobre este estoque de dívida passou a incidir uma taxa de juros real positiva e que se tornou relativamente elevada em dois períodos: entre setembro/82 e agosto/83, quando a média mensal da taxa real do *overnight* (doze meses) ficou em 10,2%; e no período abril-dezembro/85, quando esta média ficou em 15,6%, em função da estratégia de política econômica adotada por Francisco Dornelles (Gráfico 3.8). Isso fez com que os encargos financeiros internos da administração direta do setor público crescessem vertiginosamente em 1984 e 1985.

Ou seja, ao longo de toda a primeira metade da década de 80 a administração direta do setor público se financiou essencialmente no mercado interno e, portanto, não sofreu o impacto direto das mudanças no mercado financeiro internacional. Assim, não houve neste âmbito uma ruptura no padrão de financiamento. No entanto, esta parte do setor público também acabou incorrendo em significativos encargos financeiros internos em meados da década pela incidência de uma elevada taxa de juros real — que fazia parte da lógica de ajuste externo e do controle da inflação preconizados então pelas autoridades econômicas — sobre um estoque de dívida interna já não desprezível.

A compensação parcial da restrição do financiamento externo ao SPE por financiamento interno (via Bacen e Tesouro) e as dificuldades de praticar um efetivo ajuste fiscal no âmbito da administração direta fizeram com que o setor público como um todo entrasse numa situação de *Ponzi finance*: o financiamento interno se fazia essencialmente através de títulos públicos, cujo custo era elevado, com o que aumentavam os encargos financeiros e o Estado expandia seu endividamento interno para cumprir com estes mesmos encargos. Infelizmente não se dispõe de dados de endividamento que separem a administração pública direta do Bacen. Mas considerando estas duas esferas juntas, em 1985 sua dívida interna líquida havia crescido 82% em relação ao seu valor no final de 1981, alcançando US\$ 28 bilhões, o que equivalia então a 40% da dívida externa líquida total do setor público (Tabela 3.24).

Este processo de endividamento interno do Estado foi sustentado pelo setor privado, que aplicou seu excedente no mercado financeiro em operações de *overnight*, que por sua vez eram lastreadas em títulos públicos. Diante da política de ajuste implementada, a inexistência de uma estratégia clara de reestruturação produtiva e da alternativa de aplicações financeiras que forneciam relativamente alta rentabilidade e liquidez, parecia lógico que os recursos disponíveis se canalizassem ao mercado financeiro, cujo papel passou a ser o de operacionalização do crescente financiamento público interno.

Tabela 3.23

## BRASIL: OBRIGAÇÕES FINANCEIRAS E OPERAÇÕES DE CRÉDITO DO SETOR PÚBLICO CONSOLIDADO

(em Cr\$ bilhões de 1990)

Período	OBRIGAÇÕES FINANCEIRAS			OPERAÇÕES DE CRÉDITO			FINANCIAMENTO NOVO		
	INTERNAS (A)	EXTERNAS (B)	TOTAL (C = A + B)	INTERNAS (D)	EXTERNAS (E)	TOTAL (F = D + E)	INTERNO (D - A)	EXTERNO (E - B)	TOTAL (F - C)
1979	2,442	155	2,597	3,233	77	3,309	791	(78)	712
1980	2,022	274	2,296	2,082	111	2,193	61	(164)	(103)
1981	1,665	217	1,882	3,689	125	3,814	2,024	(92)	1,932
1982	2,356	219	2,574	2,800	128	2,928	444	(91)	353
1983	2,256	394	2,651	2,534	96	2,630	278	(298)	(21)
1984	1,882	239	2,121	316	177	493	(1,566)	(63)	(1,628)
1985	3,443	462	3,904	470	207	677	(2,973)	(254)	(3,228)

**Nota:** As Obrigações Financeiras incluem amortizações, juros e correção monetária e, portanto, se diferenciam do conceito de Encargos Financeiros apresentado em tabelas anteriores neste capítulo.

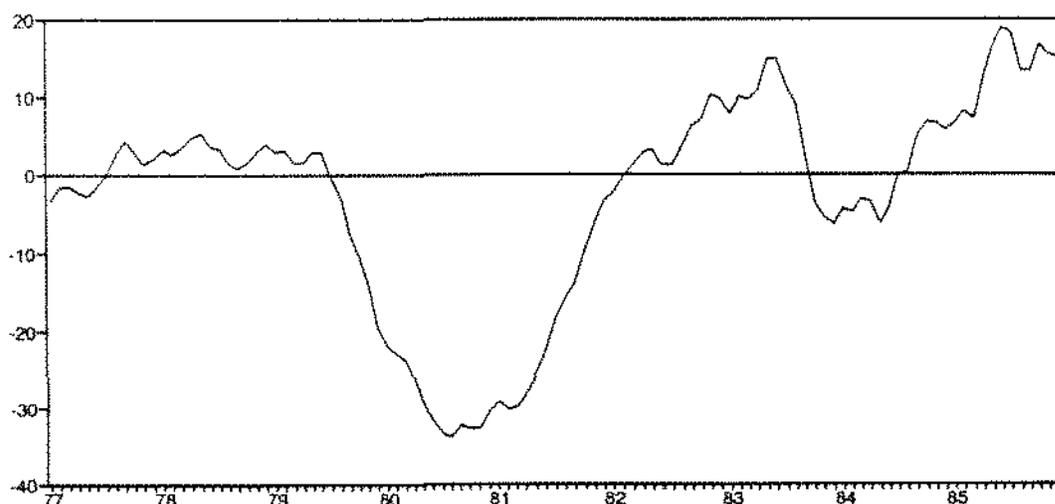
Governo Consolidado compreende contas dos governos Federal, Estaduais e Municipais. Abrange administração central e descentralizada, inclusive sistema de previdência social e fundos patrimoniais dos trabalhadores (FGTS e PIS/Pasep), exclusive Banco Central e empresas públicas.

**Fonte:** Dados do Centro de Estudos de Economia e Governo, IBRE/FGV: Conta Corrente e Formação Bruta de Capital Fixo.

Gráfico 3.8

### TAXA REAL DE JUROS

Overnight - 12 meses (em %)



**Nota:** Taxa deflacionada pela inflação oficial.

**Fonte:** Bacen - Departamento Econômico.

Portanto, embora os encargos financeiros onerassem crescentemente as finanças públicas, o que fica muito evidente entre 1984-1985, até meados da década de 80 a restrição de financiamento externo foi tranqüilamente substituída por financiamento interno<sup>49</sup>.

Desta constatação se inferem duas outras questões importantes sobre a natureza da problemática naquele momento. Uma primeira de que neste período não se tratava de um problema de falta de poupança interna. Havia suficiente riqueza acumulada e que foi canalizada para aplicações financeiras que viabilizaram o crescente endividamento interno do setor público. A tal ponto que nesta fase também houve um processo relativamente intenso de fuga de capitais, pelas razões já assinaladas, o que reforça o diagnóstico de que havia suficiente disponibilidade de poupança interna. Assim, não se tratava neste momento de uma questão de incremento de poupança, mas de garantia de que a poupança disponível fosse canalizada para cobrir as crescentes necessidades de financiamento do setor público. Até meados da década de 80 isso foi alcançado.

A segunda questão se refere às condições que asseguraram que esta poupança interna fosse usada em aplicações que permitiram financiar internamente o setor público e ao grau em que elas eram sustentáveis por um período de tempo mais prolongado. Estas condições foram basicamente três. Em primeiro lugar, taxas de juros reais relativamente elevadas para

Tabela 3.24

### BRASIL: DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO

(US\$ milhões - posição de dezembro)

	1981	1982	1983	1984	1985
1. DÍVIDA TOTAL	67,115	86,371	96,522	105,467	118,998
1.1. DÍVIDA INTERNA	29,882	38,278	34,531	42,363	49,084
1.1.1. SETOR PÚBLICO CONSOLIDADO + BACEN	15,520	19,027	17,331	25,130	28,264
1.1.2. EMPRESAS EST. + AUTARQUIAS	14,362	19,251	17,200	17,233	20,820
1.2. DÍVIDA EXTERNA	37,233	48,093	61,991	63,104	69,914
1.2.1. SETOR PÚBLICO CONSOLIDADO + BACEN	13,213	18,713	30,260	29,278	30,572
1.2.2. EMPRESAS EST. + AUTARQUIAS	24,020	29,380	31,731	33,826	39,342

Fonte: Bacen Brasil - Programa Econômico, Vol. 12, pp. 36-37 para 1981-1983; Vol. 16, pp. 78-79 para 1984-1985.

49 É importante destacar que este financiamento interno se realizou apesar de alguns ensaios preliminares de desvalorização marginal da dívida do governo, que imprimiram perdas aos detentores destes títulos. Estas perdas se deram pelo expurgo dos indexadores financeiros em algumas ocasiões, pela pré-fixação da correção monetária em 1980 e pelo adicional de imposto de renda cobrado pelo governo sobre o ganho com a maxidesvalorização cambial em fevereiro de 1983, imprimindo uma perda aos detentores de ORTN cambiais. Isso parece indicar que até este momento havia um elevado grau de confiança na sustentabilidade do processo de valorização financeira lastreado em títulos públicos.

as aplicações em títulos públicos na maior parte do tempo (Gráfico 3.8), que, dada a elevada variabilidade da inflação, eram asseguradas aos investidores pela carta de recompra dos títulos pelo Bacen. Segundo, os investidores tinham a opção da indexação cambial (ORTN cambial) ou do depósito no Banco Central (Res. 432), que funcionavam como mecanismos de *hedge* diante dos riscos de desvalorização da riqueza pela persistência do problema da crise cambial. E, por último, elevada liquidez das aplicações financeiras feitas pelos detentores da poupança, já que seus prazos eram curtos e com um fluxo contínuo destes recursos o sistema financeiro sustentava o financiamento dos títulos públicos.

### 3.4. Conclusões

1) Para entender a dificuldade de ajuste da economia brasileira frente à crise financeira internacional parece importante ter claro o problema de estoques *versus* o ajuste nos fluxos. A primeira dimensão desta problemática é a desvalorização cambial como mecanismo de ajuste externo do balanço de pagamentos. A desvalorização cambial pode contribuir para ajustar o fluxo da balança comercial. No entanto, como o estoque de dívida externa era muito elevado e futuras desvalorizações não podiam ser descartadas, dadas as dificuldades de ajuste, não só não houve novas entradas de capitais externos como tendeu a dar-se fuga de capitais internos.

A segunda dimensão desta problemática se refere aos desajustes internos entre fluxos e estoques. Diante da desvalorização da moeda nacional, todos os agentes detentores de passivos dolarizados passaram a sofrer desajustes patrimoniais importantes, que dificilmente podiam ser resolvidos com ajustes em seus fluxos de receitas e despesas. Este foi o caso do Setor Produtivo Estatal (SPE). Assim, o processo de refinanciamento da dívida se tornou necessário.

2) Ainda que a restrição do financiamento externo tenha sido parcialmente substituída por financiamento interno, a natureza deste último revelava suas próprias limitações: custo elevado e sem nenhum embasamento em um projeto de reestruturação da base produtiva que desse a perspectiva de retomada de um fluxo de receitas ao Estado que quebrasse a dinâmica perversa entre encargos financeiros e endividamento público crescentes.

3) A experiência da primeira parte da década de 80 mostrou as dificuldades de realizar-se um efetivo ajuste fiscal no âmbito da administração direta, nas três esferas de governo. A própria crise dificultou a contenção dos gastos, exceto os com investimentos. Por sua vez, a contenção destes é a mais prejudicial do ponto de vista da receita, pelo seu impacto recessivo.

4) Da experiência da primeira parte da década de 80 também fica bastante claro que o país enfrentava sérias dificuldades na definição de prioridades para delinear uma política de ajuste alternativa e ampliar seu raio de manobra nas negociações com os credores externos, ainda que houvesse opiniões críticas e preocupadas com os rumos que o ajuste econômico tinha tomado.

## **CAPÍTULO IV**

**As Tentativas de Ajuste Heterodoxo  
(set. 1985 - dez. 1987)**

O enfoque heterodoxo de ajuste na economia brasileira, como talvez na maior parte das outras experiências latino-americanas, tendeu a ser associado basicamente ao combate do processo inflacionário, a partir do desenvolvimento das análises em torno da inflação inercial. Embora esta tenha sido a parte mais visível deste tipo de política econômica, em menor ou maior medida — especialmente a estratégia do Plano Cruzado — também continha alguns fundamentos de natureza estrutural nos âmbitos fiscal e de financiamento.

A origem da preocupação com estas mudanças estruturais se encontrava no diagnóstico de que o setor público estava numa evidente situação de *Ponzi finance*, em que os encargos financeiros e o endividamento se alimentavam mutuamente. Neste sentido, a implementação de uma política heterodoxa teria como objetivo prioritário romper este círculo vicioso, que era visto como o principal determinante da aceleração inflacionária e do risco de que o Estado viesse a encontrar dificuldades de continuar se refinanciando. Desde este enfoque analítico, a ruptura desta dinâmica perversa supunha, além de um **efetivo ajuste fiscal**, **recompor a capacidade de financiamento do setor público em condições menos onerosas**.

Através da análise das medidas de política econômica e do processo de negociação com os credores externos durante o último trimestre de 1985 e ao longo de 1986 e 1987 se pretende discutir duas questões a respeito desta dimensão menos explícita do enfoque heterodoxo. Em primeiro lugar, evidenciar as reiteradas dificuldades que as autoridades econômicas enfrentaram na tentativa de avançar no âmbito fiscal e na estruturação de uma base de financiamento mais sólida para o setor público. Em segundo lugar, mostrar que, embora em princípio se esteja tratando o período como uma unidade homogênea, houve ênfases distintas ao longo do tempo e até divergências internas numa mesma equipe econômica quanto à gestão da política a ser seguida.

O capítulo está dividido em três partes. Na primeira se faz uma revisão breve do que se poderia entender por "aspectos estruturais do enfoque heterodoxo de ajuste". Embora não se possa afirmar que esta tenha sido uma abordagem analítica acabada e bem elaborada, creio que existem elementos suficientes para revelar as suas principais bases lógicas de sustentação. Na segunda parte se analisa o processo de negociação da dívida externa nesse período, que foi o mais ousado em questionar as regras estabelecidas pela comunidade financeira internacional. Essa experiência revelou que o esforço de reconstituição do financiamento externo não enfrentou somente obstáculos externos, mas também inúmeros problemas internos. Na terceira e última parte se discutem as medidas de política econômica voltadas para o ajuste fiscal e o financiamento interno do setor público, as dificuldades encontradas e os resultados alcançados.

#### **4.1. Os principais aspectos estruturais do enfoque heterodoxo e sua lógica de ajuste**

A origem dos fundamentos estruturais do enfoque heterodoxo pode ser encontrada basicamente no marco do pensamento sobre o desenvolvimento latino-americano. Neste sentido, três princípios parecem ter norteado as preocupações com o ajuste implementado e a procura de uma estratégia de política econômica alternativa.

Em primeiro lugar, partindo do diagnóstico de que as causas do processo inflacionário no Brasil tendiam a ser de natureza estrutural, e apenas conjunturalmente ele era determinado por pressões de demanda, seu combate deveria ser concebido num contexto de sustentação do crescimento com mudanças na estrutura de oferta. Esta preocupação se via reforçada em meados da década de 80 por dois outros aspectos. Por um lado, a economia brasileira já havia

passado por um forte ajuste recessivo no período 1981-1983, que praticamente estancou o produto industrial por um período de seis anos e diminuiu significativamente os investimentos em infra-estrutura. Dada esta evolução, a retomada de um mínimo ritmo de crescimento poderia implicar de imediato problemas adicionais do lado da oferta e, conseqüentemente, mais pressões sobre os preços<sup>1</sup>. Por outro lado, o ajuste recessivo havia agravado as já precárias condições sociais do país. Embora se pudesse implementar políticas públicas específicas, uma condição precípua para aliviar o quadro social, no médio prazo, seria a retomada do desenvolvimento.

Em segundo lugar, os resultados alcançados pela política de ajuste na área fiscal revelavam que era muito difícil aumentar as receitas do governo num contexto recessivo, já que o aumento da carga tributária era mais que compensado pela redução da base sobre a qual incidiam os impostos. Ou seja, sendo a performance fiscal essencialmente pró-cíclica, um efetivo ajuste nesta área também supunha como condição de partida a sustentação do crescimento.

Isso levava ao terceiro problema crucial, que era o financiamento dos gastos do setor público, já que a sustentação do crescimento supunha a retomada dos investimentos em infra-estrutura e no setor produtivo estatal. Como foi discutido no capítulo anterior, as condições de financiamento que prevaleceram na primeira parte da década de 80 eram insustentáveis, pois haviam levado o setor público a uma situação de *Ponzi finance*. Assim, um ajuste alternativo com crescimento supunha alcançar novas bases de financiamento para o setor público e em condições menos onerosas.

A partir deste diagnóstico básico, se tornava necessário delinear medidas, diferentes das do passado, nas áreas fiscal, de financiamento interno e de financiamento externo.

Com relação ao financiamento externo, o aspecto mais importante consistiria na mudança dos termos da negociação com os credores internacionais, dado o volume de dívida externa concentrada no setor público. Neste sentido, se pensava basicamente numa reestruturação de longo prazo (25 a trinta anos) de grande parte do estoque, no refinanciamento parcial dos juros e em garantias mínimas que impedissem que os termos da negociação pudessem ser afetados negativamente por um novo choque financeiro internacional. Somente com a dinamização do mercado secundário dos títulos da dívida externa de países em desenvolvimento e a sinalização de um deságio destes papéis, referidos no capítulo II, se pensou numa desvalorização do estoque do passivo externo. Por outro lado, a retomada do crescimento — e especialmente dos investimentos —, supunha-se, reativaria os financiamentos internacionais de importações e o próprio fluxo de investimentos estrangeiros.

A retomada de um volume mínimo de crédito externo de médio e longo prazo, que, em termos líquidos, em 1985 já se havia tornado insignificante, era entendida como crucial por duas razões. Por um lado, para aliviar a restrição financeira do setor público e com isso garantir parte do financiamento necessário à retomada de seus investimentos. Por outro lado, para

---

1 É importante ressaltar que, até esse momento, todo o argumento do enfoque heterodoxo se restringia à heterogeneidade no nível de ocupação do lado da oferta. Como o Brasil passou a gerar um considerável superávit comercial para os padrões de países em desenvolvimento, ainda não havia consciência mais generalizada quanto às conseqüências do estancamento dos investimentos no contexto de reestruturação produtiva sob a égide da terceira revolução industrial, que estava acontecendo nos países desenvolvidos. Foi somente a partir de 1987-1988 que este tema começou a ser mais amplamente debatido. A partir de então, a política de contenção da demanda não só parecia uma abordagem inadequada para resolver o processo inflacionário, como gerava o risco de ver fracassado o esforço de diversificação da estrutura produtiva iniciado na década 70, e com isso uma inserção dinâmica da economia brasileira no contexto internacional.

diminuir as pressões de desvalorização da moeda nacional, que, além de agravar o desajuste financeiro do SPE (Setor Produtivo Estatal), acelerava o processo inflacionário, com consequências negativas do ponto de vista fiscal. Por sua vez, a retomada dos financiamentos de importações e dos investimentos de risco, além de aliviar o problema da restrição cambial, viabilizaria a reestruturação da base produtiva e assim diminuiria o risco de um crescente *gap* tecnológico e de competitividade entre o Brasil e os países desenvolvidos.

A segunda área estratégica para uma política de ajuste alternativa seria a constituição do financiamento público interno em novas bases, essencialmente por um prazo mais longo e a custos mais baixos. Uma condição necessária para isso seria uma redução significativa do patamar inflacionário. Como foi discutido no final do capítulo III, diante da aceleração dos preços, os agentes financeiros, para evitar qualquer tipo de descasamento e com isso elevadas perdas, restringiam suas operações ativas ao curtíssimo prazo, ou seja, às operações de *overnight*. Num patamar de inflação de 200% a.a. ao qual se havia chegado a partir da crise de 1982, qualquer tentativa de alongar o prazo dos títulos públicos estaria fadada ao fracasso, correndo inclusive o risco de implodir o frágil processo de refinanciamento, praticamente diário, de grande parte do estoque da dívida pública interna. Além disso, com um nível de inflação baixo aumenta a demanda por moeda, sendo esta uma fonte importante de financiamento do Estado. **Assim, a partir da ótica estruturalista, o controle do processo inflacionário, além de sua importância em si, relaciona-se essencialmente com a preocupação de reconstituir bases mais adequadas de financiamento interno.** Este financiamento, além de ser de custo mais reduzido, deveria permitir a reintrodução de uma hierarquia coerente entre a remuneração dos ativos financeiros e seu prazo e liquidez.

No âmbito do financiamento público interno havia ainda duas outras preocupações, sobre as quais, no entanto, medidas de política econômica eram difíceis de serem concebidas. Estas caíam fora do instrumental tradicional e supunham arbitrar sobre quem deveria definitivamente arcar com o ônus do ajuste e sobre a constituição de uma nova base de financiamento de projetos de investimento de prazo mais longo. Primeiro, começava a existir, por parte de alguns analistas, a preocupação com a **dimensão** do estoque da dívida pública interna. Até então, a idéia era fundir o passivo público acumulado e buscar uma forma específica ou extraordinária de liquidá-lo ou refinanciá-lo ("Passibrás"<sup>2</sup>). O "isolamento" do passivo "velho" tinha como objetivo evitar a contaminação das novas necessidades de financiamento do Estado com o risco e custo elevado da situação de *Ponzi finance* incorrida no primeiro período da década de 80. O tratamento extraordinário significava arbitrar o pagamento e/ou refinanciamento deste débito e assim tirar o Estado da "encalacração financeira", já que os ajustes de fluxo, de natureza essencialmente fiscal, pareciam insuficientes para superar o problema.

Uma segunda idéia preliminar que começava a gestar-se no contexto das preocupações com a superação dos problemas estruturais diz respeito ao financiamento dos novos investimentos públicos, cuja maturação era de prazo mais longo. Ou seja, como não havia nenhuma perspectiva de retomada de um fluxo significativo de crédito internacional, que na década de 70 havia sido a principal fonte de financiamento de longo prazo, a retomada dos investimentos públicos supunha encontrar formas de *fundings*, seja através da atração da poupança financeira

---

2 Esta dívida pública consolidada passou a ser denominada entre analistas econômicos de Passibrás (passivo brasileiro consolidado).

voluntária e/ou de fundos de poupança compulsória<sup>3</sup>, com remuneração compatível com o retorno deste tipo de projeto. Esta última forma, no entanto, supunha arbitrar quanto aos compromissos que distintos setores sociais deveriam assumir no financiamento do futuro desenvolvimento.

A terceira e última área estratégica de atuação da política econômica, não por isso menos importante, era a fiscal. Desde o enfoque estruturalista, para alcançar um ajuste fiscal efetivo parecia necessário **simultaneamente** sustentar o crescimento, alterar a estrutura de tributação e rever não só o volume, mas também a qualidade do gasto do governo. Como foi assinalado, a condição de sustentação do crescimento era necessária dada a natureza pró-cíclica da arrecadação. Por outro lado, sempre existem resistências não desprezíveis a mudanças na estrutura tributária, quando seu objetivo é aumentar a carga progressivamente. Num contexto recessivo, não só tendem a incrementar-se estas resistências, como também aumentam as pressões por transferências e isenções fiscais, além do problema da sonegação propriamente dita, que também pode ver-se reforçada. Ou seja, levando em consideração estes problemas, **o crescimento econômico parecia uma condição necessária**, ainda que longe de suficiente, **para tentar alcançar mudanças estruturais na base tributária. Por isso, desde este enfoque analítico, o ajuste fiscal não podia ser tratado separadamente e tinha como condição prévia o equacionamento do financiamento de um patamar mínimo de crescimento econômico.**

Do lado dos gastos públicos, a experiência desde o final dos anos 70 havia revelado a dificuldade de controlá-los e priorizá-los de acordo com uma lógica de reestruturação na base produtiva. Isso fazia com que qualquer estratégia nesta área devesse começar por reformas de natureza institucional que permitissem às autoridades econômicas adquirir um maior controle sobre a máquina estatal. Do ponto de vista da natureza dos gastos, as prioridades pareciam apontar em três direções. Primeiro, diminuir as despesas financeiras, o que tinha a ver com a reestruturação e nova base de financiamento do passivo do setor público. Em segundo lugar, considerava-se necessário retomar os investimentos públicos em função dos novos desafios do desenvolvimento econômico. Em terceiro lugar, em vez de simplesmente conter as despesas da máquina estatal, pensava-se em reestruturá-la mais profundamente, para que o Estado pudesse responder a estes novos desafios.

Em suma, para alguns analistas e inclusive para uma parte dos integrantes das equipes econômicas que tentaram aplicar experiências heterodoxas de política econômica no Brasil, o controle do processo inflacionário era somente o primeiro passo de uma estratégia de política econômica mais ampla, que para ter algum êxito precisava avançar na direção dos problemas estruturais da economia brasileira. Entre estes, as prioridades se encontravam na questão fiscal e do financiamento, sendo esta última a condição para que a primeira tivesse alguma chance de ser resolvida. Assim, lógica e estrategicamente, **o financiamento de um patamar mínimo de crescimento econômico antecedia e era considerado imprescindível ao próprio ajuste fiscal.**

---

3 A primeira tentativa neste sentido foi a criação do FND (Fundo Nacional de Desenvolvimento) em 1986, que será analisado no item 4.3.2.

## 4.2. Financiamento externo: as dificuldades de recompor um fluxo mínimo de recursos internacionais através da negociação da dívida externa

Tanto na gestão de D. Funaro como na de L.C. Bresser Pereira no Ministério da Fazenda, ainda que com ênfases e estilos diferentes, houve um esforço considerável em mudar o processo de negociação da dívida externa e, desta maneira, recompor um influxo mínimo de recursos externos.

Estas tentativas contaram com um fator conjuntural internacional positivo, qual seja uma melhora significativa das relações de preços em favor do Brasil. Primeiro, em 1986, a taxa de juros nominal teve nova queda. Segundo, melhoraram significativamente os termos de troca do Brasil (Tabela 4.1), pela forte diminuição do preço do petróleo, que baixou de US\$ 27 para US\$ 17 o barril<sup>4</sup>. Como se pode observar na Tabela 4.2, deflacionando os juros nominais pela variação dos preços das exportações brasileiras ou dos termos de troca, naquele ano o país gozou de condições de preços internacionais extremamente favoráveis.

TABELA 4.1  
ÍNDICES DE COMÉRCIO EXTERIOR (1980 = 100)

Ano	Exportações <sup>a</sup>		Importações		Relações de troca (5) = (1)/(3)
	Índice de		Índice de		
	Preços (1)	Quantum (2)	Preços (3)	Quantum (4)	
1980	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
1985	80.47	163.27	91.03	63.00	88.40
1986	86.28	137.63	71.15	86.80	121.26
1987	87.36	161.50	78.48	85.53	111.31

Nota : (a) Os Índices de Preços e de Quantum de 1986 e 1987 foram recalculados conforme CTIC/Decex - Funcex.

Fonte: FGV, *Conjuntura Econômica*, vários números (para 1980 e 1985).

Funcex, *Balança Comercial e Outros Indicadores Conjunturais*, vários números (para o período 1986 e 1987).

Isso, no entanto, foi mais que compensado por três fatores negativos. Em primeiro lugar, a queda dos juros não implicou uma redução substancial nos pagamentos internacionais, pois eles incidiam sobre um estoque de passivo considerável<sup>5</sup>. Assim, mesmo com a redução dos juros internacionais, o pagamento anual referente a esse item se manteve no patamar de US\$ 9 bilhões, o que continuou representando uma obrigação financeira pesada do ponto de vista das contas do balanço de pagamentos brasileiro (Tabela 4.3).

4 Para maior referência, ver Tabela 3.3.

5 O estoque médio da dívida externa total em 1986 era de US\$ 99 bilhões, dos quais 77% contratados a juros flutuantes.

Tabela 4.2

**EVOLUÇÃO DAS TAXAS DE JUROS INTERNACIONAIS (médias anuais em %)**

PERÍODO	PRIME RATE (EUA)			LIBOR (US\$ - 6 meses)				
	nominal	real		nominal	real			
		(a)	(b)	(c)	(a)	(b)	(c)	
1978-81	13.5	2.2	10.4	31.4	12.7	1.3	9.3	30.4
1982-85	11.8	7.3	15.8	9.5	10.7	6.2	14.7	8.4
1985	9.9	6.2	16.5	9.9	8.6	4.9	15.2	8.6
1986	8.4	6.4	-6.3	-26.8	6.9	4.9	-7.6	-27.8
1987	8.2	4.3	6.1	17.0	7.3	3.4	5.2	16.1

Notas: (a) Deflacionado pela variação do IPC-EUA.

(b) Deflacionado pela variação do índice de preços das exportações brasileiras.

(c) Deflacionado pela variação do índice de relações de troca do Brasil.

Fonte: IMF, *International Financial Statistics* - vários números.

Bacen, *Brasil - Programa Econômico* - vários números.

Bacen, *Boletim do Banco Central do Brasil* - Vol. 24 Nº 3, mar/1988.

FGV, *Conjuntura Econômica* - vários números.

Funcex, *Balança Comercial e Outros Indicadores Conjunturais* - vários números.

Em segundo lugar, diante da eliminação do risco de uma crise financeira internacional desencadeada pelas dívidas externas dos países em desenvolvimento e do entrosamento intracredores para a gestão deste problema, os bancos assumiram uma postura mais rígida na concessão de dinheiro novo e na reestruturação do principal. Foi a partir de meados dos anos 80 que o fluxo líquido de crédito de médio e longo prazo se reduziu consideravelmente, tornando-se inclusive negativo a partir de 1987 (Tabela 4.3 — item memo). Assim, do ponto de vista da restrição de financiamento externo, a situação tornou-se ainda mais difícil que quando a crise da dívida externa eclodiu.

Por último, nesta fase tornaram-se muito explícitas as dificuldades de avançar na direção de mudanças estruturais nas áreas fiscal e de financiamento interno, inviabilizando-se a sustentação de um programa de ajuste alternativo e que ampliasse o raio de manobra na negociação com os credores externos. Estes últimos, em várias ocasiões, aplicaram a simples tática da "espera", com o que os próprios conflitos e as dificuldades internos na gestão de política econômica acabavam se encarregando de minar uma postura mais firme das autoridades brasileiras na negociação da dívida externa.

A análise do processo de negociação da dívida externa neste período de enfoque heterodoxo revelou as dificuldades, internas e externas, que as autoridades encontraram na tentativa de recompor um fluxo de financiamento externo condizente com um patamar mínimo de crescimento.

#### 4.2.1. A negociação da dívida externa na gestão de D. Funaro (setembro/85 a abril/87)

Neste período, pode-se distinguir duas fases. Numa primeira, que se estende até alguns meses após a implantação do Plano Cruzado, as autoridades econômicas pareciam seguir um

Tabela 4.3

**BRASIL: BALANÇO DE PAGAMENTOS - US\$ milhões**

	1980	1983	1985	1986	1987
1. Balança comercial	(2,823)	6,470	12,486	8,304	11,172
2. Balança de serviços <sup>a</sup>	(3,430)	(3,165)	(2,675)	(3,919)	(3,269)
3. Transferências unilaterais	168	108	150	86	70
4. Saldo (1 + 2 + 3)	(6,085)	3,413	9,961	4,471	7,973
5. Obrigações financeiras	(11,321)	(16,418)	(18,150)	(20,874)	(22,612)
5.1. Juros <sup>b</sup>	(6,311)	(9,555)	(9,659)	(9,327)	(8,792)
5.2. Amortizações	(5,010)	(6,863)	(8,491)	(11,547)	(13,820)
6. Necessidades de financiamento externo líquido (4-5)	(17,406)	(13,006)	(8,190)	(16,402)	(14,639)
7. Financiamento	17,406	13,006	8,190	16,402	14,639
7.1. Investimentos <sup>c</sup>	1,121	664	720	(263)	531
7.2. Empréstimos e financiamentos de médio e longo prazos <sup>d</sup>	10,596	6,708	7,078	3,109	3,988
7.3. Capitais de curto prazo e outros	2,561	899	(2,404)	1,144	697
7.4. Movimento de reservas <sup>e</sup>	3,472	(273)	573	3,242	(2,161)
7.5. Operações de regularização <sup>f</sup>		3,337	2,627	9,114	8,960
7.6. Juros atrasados		2,340			3,429
7.7. Erros e omissões	(343)	(670)	(405)	56	(805)
Memo: Fluxo líquido de crédito <sup>g</sup>	5,586	3,183	1,214	676	(871)

Notas: (a) Exclui pagamento líquido de juros e lucros reinvestidos.

(b) Não inclui atrasados.

(c) Não inclui reinvestimentos.

(d) Inclui refinanciamento de amortizações.

(e) Aumento de reservas (-).

(f) A partir de 1982 as operações de regularização (ou operações compensatórias) incluem financiamentos do BIS, FMI, Tesouro americano, bridge-loans e refinanciamentos não voluntários dos bancos.

(g) Empréstimos de médio e longo prazo (+) operações de regularização (-) amortizações.

Fonte: Bacen, Boletim Mensal, vários números.

princípio básico: evitar que as condicionalidades impostas pelos credores externos significassem limitações à formulação da política econômica interna. Na segunda fase, que pode ser demarcada a partir de meados de 1986, se procurou implantar uma estratégia de negociação mais agressiva. Isso, no entanto, se deu num contexto de gestão da política econômica interna já muito deteriorado, acabando por se constituir num fator adicional de desestabilização da equipe econômica liderada pelo ministro Funaro.

Na primeira fase, a preocupação inicial de D. Funaro, ao substituir F. Dornelles no Ministério da Fazenda, foi a de tranquilizar os credores externos de que os termos do *shadow agreement*, fechado pelo ex-ministro, seriam respeitados na sua íntegra. No entanto, ao mesmo tempo em que mantinha uma atitude de cautela no relacionamento direto com a comunidade financeira internacional, o ministro revelava rapidamente sua postura crítica com relação à maneira como se vinha tratando a questão da dívida externa. Logo nas primeiras semanas de sua gestão, na Reunião Anual do FMI e do Banco Mundial em Seul (outubro de 1985), ele assumiu uma posição de liderança no grupo dos países endividados, defendendo o esgotamento dos processos de ajuste recessivo, a autodeterminação da política econômica e a necessidade da retomada do crescimento. Considerava-se que, com a implementação de uma estratégia de política econômica coerente, os principais problemas internos da economia brasileira seriam encaminhados, abrindo espaço para uma negociação em melhores termos com os credores externos. Essa postura mais "firme" adotada por D. Funaro ganhou algum respaldo político interno por parte de setores progressistas no âmbito político parlamentar.

Para viabilizar esta proposta inicial de "autonomia", que foi relativamente bem-sucedida, o Brasil contava com um trunfo que lhe dava certo poder de barganha. Em princípio, o país não precisava de dinheiro novo em 1986, e assim restringiu a negociação ao reescalonamento dos débitos atrasados de 1985 e dos vincendos em 1986.

Do lado dos credores, por sua vez, também houve certa "tolerância". Vale dizer, deram ao novo ministro chances para retomar o controle sobre a gestão da política econômica, já que as medidas tributárias de novembro de 1985, o fechamento da Conta Movimento do Banco do Brasil no Bacen e a criação da Secretaria do Tesouro Nacional eram sinalizações concretas neste sentido. Além disso, não se deve esquecer que se havia passado por uma experiência dura e muito desmoralizante no caso argentino, alguns meses antes, e o México estava enfrentando sérias dificuldades na sua negociação. Ou seja, não era o momento adequado para pressionar o Brasil.

Assim, no início de janeiro de 1986 chegou-se a um entendimento preliminar com os banqueiros privados, que inclusive ficou neste estado provisório até março, superando a data de 31/01/86, quando venciam formalmente a última prorrogação das condições da Fase II de renegociação. Nesse período já estava em preparação efetiva o plano heterodoxo de combate à inflação, mantendo-se os credores à espera do novo programa de política econômica. Logo após a implantação do Plano Cruzado as autoridades brasileiras retomaram as negociações, fechando um acordo definitivo de reescalonamento dos débitos com os credores privados (Fase III) em junho, sem a supervisão do FMI.

Como se pode observar na Tabela 4.4, em termos de *spread*, das comissões e do volume de recursos envolvidos nos Projetos 3 e 4, as condições conseguidas foram praticamente as mesmas da proposta de Affonso Celso Pastore. As piores condições no que se refere a prazos (carência e pagamento) se deviam à exclusão da supervisão do FMI. Entretanto, os aspectos mais onerosos da exclusão deste órgão foram dois outros. Em primeiro lugar, uma parte das condições referentes ao reescalonamento do débito vincendo em 1986 ficou em aberto para ser definida mais próximo do final do ano. Em segundo, o Clube de Paris não aceitou discutir

TABELA 4.4

## ACORDOS DA RENEGOCIAÇÃO: ITENS SELECIONADOS

ITEM	Minuta da Fase III (Fevereiro de 1985)	Acordo 1985/86 (2/6/86)
1. Dinheiro "novo" (US\$ bilhões)	-	-
2. Amortizações reescaladas (US\$ bilhões)	44,0	15,7
3. Prazo de consolidação (anos)	7	1
4. Prazo total (anos)	até 16	7
5. Carência (anos)	7	5
6. Pagamento do principal (US\$ bilhões)	10,4	-
7. Taxa de referência	LIBOR	LIBOR
8. Spread sobre LIBOR (% a.a.)	1 1/8	1 1/8
9. <i>Fiat Fee</i> (% a.a.)	-	-
10. Comissão de compromisso (% a.a.)	-	-
11. Reempréstimo	Pleno com <i>onlending</i>	Limitado
12. FMI	EFF	Art. 4º
13. Jurisdição	Todos os acordos: Londres ou Nova York	
14. Linhas comerciais (US\$ bilhões)	9,8	10,3
15. Linhas interbancárias (US\$ bilhões)	6,0 <sup>a</sup>	5,6 <sup>b</sup>

**Notas:** (a) Eliminação gradual das linhas interbancárias e sua transformação em linhas comerciais (Projeto 3) no prazo de quatro anos.

(b) Transformações de US\$ 600 milhões em linhas comerciais até março de 1987.

**Fontes:** BACHA (1987), BATISTA JR. (1988) e MINISTÉRIO DA FAZENDA (1988). Extraído de: ARAÚJO, Aloisio Barboza de, A Dívida Externa Brasileira: Evolução das Negociações. In: IPEA/INPES, *Perspectivas da Economia Brasileira*. Rio de Janeiro, 1989; SEP-SP, *Análise de Conjuntura Económica*, nº 20, maio de 1986.

sem um acordo prévio com o FMI, o que criou sérios constrangimentos no relacionamento com os credores oficiais, levando as autoridades brasileiras, já em março, a suspender os pagamentos dos juros devidos.

Na postura dos credores passou-se a observar duas características básicas, que se evidenciaram ainda mais nos meses seguintes. Por um lado, evitava-se criar qualquer tipo de precedente. Neste sentido, para o Clube de Paris era inaceitável um acordo sem algum entendimento prévio com o FMI. Por outro lado, diante das dificuldades de moldar a posição

do Brasil, a tática dos credores privados passou a ser a de manter-se em compasso de espera. Deixaram-se em aberto as condições dos débitos referentes a 1986 para defini-las num momento futuro, quando talvez a postura de resistência das autoridades econômicas já estivesse mais enfraquecida. Ou seja, não houve condições para enquadrar o Brasil, porque este não estava pressionado por uma situação premente de escassez de divisas.

Já do ponto de vista do Brasil, uma dúvida que fica em relação a este período é por que, junto com a decretação do Plano Cruzado ou logo após — quando o governo gozava de grande apoio na implementação de sua estratégia de política econômica —, ele não tentou encaminhar novos termos no processo de negociação da dívida externa para recompor suas bases de financiamento internacional. Da análise dos capítulos anteriores ficou claro que uma possível estratégia alternativa dificilmente poderia implicar uma ruptura unilateral do Brasil, por falta de apoio interno para isso (item 3.2.3.). Por outro lado, o momento de maiores perspectivas internacionais também já havia passado, porque os credores internacionais tinham conseguido administrar o problema. No entanto, isso tudo não descartava a possibilidade, de lançar, junto com o Plano Cruzado, uma estratégia de negociação mais firme na área externa, já que naquele momento as condições internas eram relativamente propícias, pelo menos para situar o Brasil em melhores condições de negociação.

Duas podem ter sido as razões por que não se avançou neste sentido. Em primeiro lugar, tudo indica que não havia na equipe econômica consenso em torno da necessidade de mudar as condições básicas do padrão de negociação. Em segundo lugar, diante das incertezas quanto às reações e aos resultados internos do Plano Cruzado, seria um risco muito grande criar mais um "front de combate", dado que dificilmente os credores aceitariam esta proposta pacificamente. As dificuldades na área externa poderiam, então, até enfraquecer a equipe econômica para enfrentar os desdobramentos internos do Plano Cruzado. Portanto, no momento em que o governo brasileiro apresentava as melhores condições econômicas e políticas internas — detinha reservas, havia retomado o controle da política econômica e contava com popularidade —, não houve condições para dar um salto qualitativo na negociação externa<sup>6</sup>.

A segunda fase na gestão do ministro D. Funaro pode ser traçada a partir do acordo com os bancos privados em junho, quando já se esboçavam algumas dificuldades sérias na gestão do Plano Cruzado. As manifestações de algumas autoridades da equipe do Ministério da Fazenda sinalizavam uma postura mais firme na área externa. Primeiro, no nível do discurso, sustentava-se que o crescimento exigia a redução das transferências ao exterior. Funaro inclusive chegou a falar várias vezes no teto de 2.5% do PIB, o que era incompatível com o pagamento integral dos juros da dívida externa. Em segundo lugar, o governo brasileiro procurava reaproximar-se dos credores oficiais junto ao Clube de Paris. Assim, em junho retomou unilateralmente o pagamento dos juros atrasados, ainda que a renegociação só tivesse se iniciado de maneira efetiva em dezembro de 1986. Nesta atitude brasileira estava implícita a tentativa de ganhar o apoio dos credores oficiais, considerado fundamental para qualquer pedido de dinheiro novo que envolvesse uma redução das transferências de recursos ao exterior.

As duas sinalizações anteriores emanavam de um esboço de proposta alternativa de negociação da dívida externa elaborada no Ministério da Fazenda que, no entanto, não chegou

---

6 Tampouco houve condições de avançar nas reformas estruturais internas imprescindíveis para a concretização dos resultados alcançados pelo Plano Cruzado.

a consubstanciar-se numa estratégia do governo brasileiro. Esta proposta alternativa tinha dois objetivos básicos:

(a) o reescalonamento da totalidade do principal por um período de prazo mais longo, em torno de trinta anos, dando uma solução definitiva ao problema;

(b) a redução do custo da dívida externa. Além de mudanças convencionais (*spread* menor e mudança na taxa de juros de referência), deveriam englobar-se no acordo cláusulas de salvaguarda que implicassem a capitalização automática do diferencial de juros que ficasse acima de um teto preestabelecido.

Para viabilizar esta proposta, contava-se no âmbito externo com a heterogeneidade de interesses entre os diferentes credores (europeus, pequenos e grandes norte-americanos), dado que suas condições de *exposure* e reservas eram muito diferenciadas. Esperava-se que a adoção de algumas medidas liberalizantes na política de importações e no tratamento ao capital estrangeiro, ainda que fossem de caráter muito seletivo, ampliaria a divisão entre os credores em função de interesses específicos, e que assim se conseguiria realizar uma renegociação da dívida em moldes não convencionais.

Esta proposta não avançou, e dois aspectos podem ter contribuído para isso. No âmbito externo, parece ter havido uma subestimação da coesão entre os credores, que os leva a superar as divergências que de fato existem entre eles<sup>7</sup>. No âmbito interno, além de divergências entre membros da equipe econômica, não houve uma articulação do apoio político em torno da proposta, o que impediu que ela se transformasse numa verdadeira estratégia, mesmo que sua implementação implicasse alterações e ajustes específicos durante o processo de negociação. Em outras palavras, como estratégia esta proposta não chegou a deslanchar, o que se observou ao longo dos meses seguintes foram tentativas de sustentar posições de uma proposta alternativa, que entretanto se combinaram de maneira *ad hoc* com medidas de caráter convencional.

Em meados de 1986 já havia indícios de que dificilmente o país continuaria sustentando um superávit na balança comercial da ordem de US\$ 11 bilhões a US\$ 12 bilhões. Como se pode observar na Tabela 4.5, havia uma queda não desprezível no saldo mensal da balança comercial desde junho, quando comparado com igual período do ano anterior, deterioração essa que se agravou significativamente a partir de setembro.

A deterioração da performance comercial brasileira esteve associada fundamentalmente à queda das exportações, causada num primeiro momento por excesso de demanda e pelas dificuldades no controle do processo inflacionário. Ainda que o cruzado se tenha valorizado significativamente em relação à moeda norte-americana, do ponto de vista da competitividade global em termos de preços, se medida pela evolução do índice da taxa de câmbio efetiva real, não houve perda (Tabela 4.6). Isso se deve à desvalorização do dólar em relação às outras moedas fortes desde 1985, que praticamente compensou a valorização do cruzado em relação à moeda norte-americana. Ou seja, aparentemente não havia problemas com a perda de competitividade devido aos preços. No entanto, os índices de preços não captavam o crescente ágio cobrado no mercado interno diante do controle de preços e a falta de alguns produtos em função da expansão da demanda. Isso desviou bens que se destinavam ao mercado externo para o interno, porque este último oferecia aos produtores uma maior margem de lucro.

7 A esse respeito, ver capítulo II, item 2.4.1. (iii) deste trabalho.

TABELA 4.5

## BRASIL: BALANÇA COMERCIAL - DADOS MENSAIS (US\$ milhões)

Período	Exportação Mensal	Importação Mensal	Saldo Mensal	Varição Saldo Ano Anterior(%)	Exportação Acumulada em 12 Meses	Importação Acumulada em 12 Meses	Saldo Acumulado em 12 Meses	Em Relação ao Ano Anterior em %
Jan/86	1,910	1,209	701	33.38	25,975	13,317	12,658	(3.31)
Fev	1,751	1,123	628	29.65	26,255	13,455	12,800	0.55
Mar	2,157	1,023	1,135	27.12	26,455	13,412	13,043	3.43
Abr	2,172	879	1,293	19.85	26,502	13,247	13,255	4.94
Mai	2,292	951	1,341	8.75	26,553	13,192	13,361	5.64
Jun	2,000	929	1,072	(12.86)	26,357	13,156	13,201	5.14
Jul	2,209	1,199	1,010	(17.70)	26,377	13,398	12,979	2.89
Ago	2,099	1,149	950	(13.41)	26,301	13,473	12,828	4.17
Set	1,858	1,313	545	(58.15)	25,743	13,684	12,059	(3.94)
Out	1,340	1,420	(79)	(107.14)	24,711	13,848	10,863	(12.31)
Nov	1,277	1,308	(31)	(102.92)	23,688	13,942	9,746	(21.19)
Dez	1,329	1,543	(214)	(117.48)	22,349	14,044	8,305	(33.49)
Jan/87	1,259	1,321	(62)	(108.83)	21,706	14,135	7,571	(40.19)
Fev	1,451	1,141	310	(50.63)	21,408	14,144	7,264	(43.25)
Mar	1,427	1,139	288	(74.62)	20,687	14,259	6,428	(50.72)
Abr	1,563	1,180	483	(62.64)	20,189	14,549	5,640	(57.45)
Mai	2,170	1,188	982	(26.74)	20,088	14,825	5,263	(60.61)
Jun	2,641	1,209	1,432	33.61	20,732	15,109	5,623	(57.40)
Jul	2,892	1,470	1,422	40.77	21,451	15,376	6,075	(53.19)
Ago	2,770	1,320	1,450	52.63	22,112	15,554	6,558	(48.88)
Set	2,733	1,196	1,537	182.11	22,958	15,436	7,522	(37.62)
Out	2,506	1,312	1,194	-	24,126	15,328	8,798	(19.01)
Nov	2,285	1,246	1,039	-	25,100	15,266	9,834	0.90
Dez	2,409	1,331	1,078	-	26,225	15,054	11,171	34.51

Fonte: Funcex, Balança Comercial e Outros Indicadores Conjunturais, nº 95 jun/88.

Bacen, Boletim Mensal, Vol. 23, Nº 7 e 8 jul/ago 87.

Num segundo momento, em função de claros sinais da tendência de queda no saldo da balança comercial, instalou-se o clássico processo de especulação com a taxa de câmbio por parte dos exportadores, que passaram a postergar ao máximo suas vendas. Como se pode observar na Tabela 4.7, a partir de então (setembro) houve uma queda generalizada e intensa das exportações de produtos manufaturados.

Essa situação levou o governo a realizar uma primeira desvalorização do cruzado em 15/10/86. Dada a importância que o câmbio sempre teve como preço de referência, a medida sinalizou a reintrodução da indexação na economia brasileira. A partir de 24 de novembro, com a implantação do Plano Cruzado II, voltou-se a praticar a sistemática das minidesvalorizações cambiais. Se, por um lado, a indexação do câmbio se tornou necessária diante das pressões causadas pela deterioração das contas externas, por outro, reintroduziu internamente o desajuste financeiro dos agentes endividados em moeda estrangeira e, conseqüentemente, constituiu um forte elemento de pressão inflacionária.

Do lado das importações, embora se tenham observado variações específicas importantes, basicamente pela necessidade de importar alguns alimentos (carne) e matérias-primas e pela retomada dos investimentos (bens de capital), no total seu valor ficou somente 6,8% acima do de 1985. Para este resultado, sem dúvida, contribuiu significativamente o baixo preço do petróleo (Tabela 4.8).

Tabela 4.6

**ÍNDICE DE TAXA DE CÂMBIO REAL DA MOEDA BRASILEIRA**  
(média mensal - média de 1980 = 100)

Período	Taxa real do Cr\$ em relação ao US\$ <sup>a</sup>			Taxa real efetiva <sup>b</sup> ponderada pelo total das exportações			Taxa real efetiva <sup>b</sup> ponderada pelas export. de manufaturados		
	1985	1986	1987	1985	1986	1987	1985	1986	1987
Jan	128.9	128.5	115.2	81.5	87.7	92.5	95.0	104.7	109.1
Fev	131.4	128.3	117.1	82.2	90.2	97.7	95.5	107.0	111.6
Mar	129.5	128.6	118.5	79.8	92.8	99.9	92.4	109.1	109.2
Abr	137.5	129.1	111.9	87.7	93.8	94.9	100.6	110.7	99.2
Mai	142.1	129.1	114.2	91.6	94.9	95.4	107.1	111.7	99.0
Jun	145.0	129.1	116.8	93.7	94.1	95.5	111.3	111.1	100.2
Jul	144.4	128.2	122.0	96.9	95.2	98.5	113.0	111.4	105.7
Ago	137.0	126.7	123.1	91.7	95.6	100.0	109.3	111.4	109.4
Set	140.0	126.0	121.1	91.8	95.3	100.0	109.5	111.8	110.2
Out	141.3	125.6	117.0	95.4	95.7	96.6	110.1	112.9	105.9
Nov	134.4	123.9	113.7	89.6	93.9	96.8	107.1	111.7	104.3
Dez	132.2	118.9	111.6	91.4	91.2	96.7	106.9	107.1	101.9

Notas: (a) Índice deflacionado pelo IGP-DI e IPC-EUA.

(b) Composição:	Marco Alemão	8,78%	Franco francês	4,31%
	Franco Belga	4,68%	Lira italiana	7,67%
	Dólar Canadense	3,72%	Yene japonês	11,27%
	Peseta Espanhola	3,50%	Florim holandês	12,33%
	Dólar americano	38,88%	Libra Esterlina	4,86%

Fonte: FGV, *Conjuntura Econômica* - diversos números.

HORTA, M.H.T.T. e VILLELA, A.A. - *Boletim Conjuntural* - IPEA Nº 15, pp. 35-38, out/91.

Tabela 4.7

**BRASIL: TAXAS MENSAIS DE CRESCIMENTO DAS EXPORTAÇÕES - 1986**  
(variação percentual em relação a igual período do ano anterior)

ITEM DA PAUTA	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez
<b>1. BÁSICOS</b>	9.9	27.5	23.8	(0.9)	(3.5)	(13.9)	(11.8)	(19.3)	(29.6)	(42.4)	(39.9)	(45.3)
Café cru em grão	(25.2)	64.5	3.5	12.1	(8.8)	(51.1)	(55.2)	(43.2)	26.7	(53.4)	90.9	(51.3)
Farelo de Soja	34.9	24.9	74.1	39.1	18.6	26.6	4.0	72.6	(30.6)	(40.1)	(80.4)	(80.9)
M. ferro hematita	-	42.5	53.9	(19.4)	25.0	15.3	74.7	(34.4)	(33.6)	(32.7)	(76.9)	(70.1)
Soja em grãos	-	(100.0)	(62.1)	(40.6)	(60.2)	(75.4)	(62.4)	(80.6)	(99.9)	(51.4)	1,192.8	-
Cacau cru	14.2	18.0	(53.8)	(87.6)	116.1	63.4	(15.6)	(9.7)	(69.4)	(35.5)	(34.7)	(26.1)
Outros	22.0	(33.3)	55.6	(3.2)	16.9	9.5	11.7	2.2	(34.7)	(40.9)	(54.2)	(17.2)
<b>2. SEMI-MANUFATURADOS</b>	15.6	37.4	11.8	12.0	(4.2)	(0.2)	1.2	(4.8)	(28.9)	(41.0)	(26.9)	(52.0)
Alumínio bruto	(12.2)	28.4	(7.6)	443.6	165.0	379.6	350.7	78.9	141.2	(41.2)	7.7	21.1
Celulose	45.4	(58.3)	112.0	9.3	22.5	69.3	106.5	11.8	(20.8)	0.3	(51.6)	(17.7)
Ferro gusa	65.6	43.4	85.6	92.3	129.9	(39.8)	0.0	(50.8)	(28.9)	(40.3)	(84.8)	(58.1)
Cacau processado	12.9	(11.4)	142.9	(74.2)	(0.1)	45.1	(5.2)	49.2	(63.2)	(24.7)	(35.3)	(49.9)
Estanho bruto	188.9	16.5	(35.7)	(93.5)	(54.5)	(12.6)	(50.0)	(50.9)	(67.6)	(70.5)	(78.2)	(72.7)
Outros	(5.2)	215.7	(17.9)	1.6	(34.8)	(20.0)	(31.2)	(13.3)	(27.6)	(46.7)	(1.0)	(63.6)
<b>3. MANUFATURADOS</b>	30.7	12.1	2.2	3.5	9.3	(6.3)	12.0	6.7	(16.7)	(43.6)	(49.8)	(52.8)
Caldeiras e ap.mec.	41.8	(13.4)	5.4	10.8	18.5	2.1	11.6	52.9	(19.0)	(42.1)	(52.4)	(46.2)
Mat. Transporte	(23.0)	37.5	3.1	22.9	24.7	11.4	9.7	(35.6)	(35.6)	(36.5)	(23.5)	(21.3)
Calçados	11.6	24.0	45.9	17.4	45.9	10.6	33.8	62.4	(18.2)	(16.8)	(58.4)	(32.1)
Der.de petróleo	(42.4)	(75.9)	(59.7)	(44.4)	(3.9)	(58.0)	(78.7)	(16.9)	(76.9)	(81.7)	(72.2)	(70.4)
Suco de laranja	58.9	40.1	(58.9)	(19.8)	(5.2)	(24.3)	56.4	36.4	(30.5)	162.2	(56.2)	(81.5)
Chapas de Ferro/Aço	-	39.0	434.0	(0.4)	141.7	62.2	59.7	(40.1)	(2.1)	(37.5)	(92.7)	(70.4)
Prod. químicos Orgânicos	38.2	28.4	23.3	(9.8)	0.3	(7.9)	(22.7)	(17.6)	(31.0)	(51.8)	(71.0)	(54.3)
Óleo soja refinado	(35.3)	(39.5)	125.8	(74.9)	(75.7)	(88.8)	(62.0)	(89.9)	(94.9)	(69.9)	(98.7)	(81.8)
Outros	59.9	17.9	(0.5)	10.0	5.6	2.8	9.4	2.7	(0.3)	(61.4)	(26.3)	(59.0)
<b>4. INDUSTRIA-LIZADOS(2+3)</b>	28.0	15.9	3.7	4.9	6.8	(5.4)	9.9	4.8	(18.8)	(43.2)	(46.0)	(52.7)
<b>5. OPERAÇÕES ESPECIAIS</b>	(33.5)	(4.3)	(25.4)	(28.5)	(32.0)	(54.0)	(76.5)	49.3	(62.6)	(86.0)	(38.8)	(32.1)
<b>6. EXPORT. TOTAIS (1+4+5)</b>	21.4	19.3	10.3	2.2	2.4	(8.8)	1.1	(3.3)	(22.7)	(43.4)	(44.3)	(50.1)

Fonte: Funcex, Balança Comercial e Outros Indicadores Conjunturais - vários números.

Além da redução das reservas por conta do menor valor das exportações, o Brasil enfrentou em 1986 outro fator agravante: um desinvestimento líquido de capitais estrangeiros da ordem de US\$ 470 milhões, quando se esperava uma entrada líquida de US\$ 800 milhões. Ou seja, a diferença de US\$ 5 bilhões no saldo do balanço de pagamentos entre a projeção de fevereiro de 1986 e o valor efetivamente realizado se explicou essencialmente pelo menor nível das exportações e pelo desinvestimento do capital estrangeiro no país.

Desta experiência de 1986 pode-se tirar duas conclusões importantes. Primeiro, que o volume de exportações alcançado na década de 80 continuou em grande medida condicionado por uma demanda interna relativamente contida e uma moeda nacional desvalorizada. Segundo, dada a permanência de uma restrição externa de natureza estrutural, qualquer ameaça à sustentação da performance exportadora pode desencadear uma especulação com a taxa de câmbio, fazendo com que a perda de reservas possa ser um processo extremamente rápido, apesar do controle de câmbio que tenta amenizar o efeito da fuga de capitais (Tabela 4.9).

As projeções do Banco Central realizadas em novembro de 1986, apresentadas no **Brasil - Programa Econômico**, embora já trabalhassem com um superávit para 1986 abaixo de US\$ 11 bilhões e perdas de reservas da ordem de US\$ 2,8 bilhões, eram muito otimistas para 1987, não indicando a necessidade de dinheiro novo por parte dos bancos privados (Tabela 4.10). Essa subestimação oficial da provável restrição externa em 1987 só pode ser interpretada como um recurso utilizado pelas autoridades brasileiras no processo de negociação. A explicitação da necessidade de dinheiro novo impediria que a discussão com o FMI se restringisse a um simples parecer (artigo IV do Acordo do Fundo) e implicaria, por exigência dos credores privados, um acordo formal de *stand-by*.

Tudo indica que a tática prevalecente na negociação continuava consistindo em manter-se afastado de um acordo formal com o Fundo, vencendo em etapas paulatinas a resistência dos credores, numa tentativa de dividi-los. Neste sentido, a primeira etapa era conseguir um acordo mínimo com o Clube de Paris, que cumpriria dois objetivos básicos. Primeiro, regularizar-se-ia a situação com uma parte dos credores, o que permitiria também a retomada dos financiamentos das importações. Mais importante que isso, esperava-se que os credores oficiais pudessem ter alguma influência positiva sobre os bancos privados, principalmente entre os japoneses e europeus, aumentando suas divergências com os grandes bancos norte-americanos e, portanto, ampliando o raio de manobra do Brasil na negociação.

Para avançar na negociação com o Clube de Paris era indispensável um parecer favorável do FMI sobre o andamento da economia brasileira, o que o Brasil conseguiu no início de dezembro, ainda que no memorando da equipe técnica se advertisse para a deterioração na performance das exportações e a necessidade de avançar no sentido de uma política fiscal mais restritiva. Em 20 de janeiro de 1987 as autoridades brasileiras chegaram enfim a um acordo com o Clube de Paris, após árduas negociações que inclusive envolveram a intervenção do presidente da Reserva Federal norte-americana, Paul Volcker<sup>8</sup>.

Embora este acordo tenha sido celebrado como grande vitória pelas autoridades do país, três fatos tendem a indicar que, ao contrário do que se esperava, houve um estreitamento no raio de manobra do governo brasileiro:

(a) conseguiu-se reescalonar somente os débitos vincendos no primeiro semestre de 1987. Como já tinha havido uma perda de reservas significativa no último trimestre de 1986 e

8 Para detalhes de como se desenrolaram os passos da negociação, ver *Veja*, 28/01/87, e *IstoÉ*, 28/01/87.

Tabela 4.8

**BRASIL: PAUTA DE IMPORTAÇÕES - PRINCIPAIS ÍTEMS**

ITEM DA PAUTA	Valor em US\$ milhões			Participação na pauta (em %)			Taxas de crescimento (em %)	
	1984	1985	1986	1984	1985	1986	1986/1984	1986/1985
1. Bens de Capital	2.151	2.480	3.464	15.5	18.9	24.7	61.0	39.7
2. Bens de Consumo	702	795	1.999	5.0	6.0	14.2	184.7	151.4
3. Matérias-primas	3.718	3.702	5.041	26.7	28.1	35.9	35.6	36.2
4. Combust. e lubrif.	7.345	6.176	3.541	52.8	47.0	25.2	(51.8)	(42.7)
5. Importações totais	13.916	13.154	14.044	100.0	100.0	100.0	0.9	6.8
- Import. exceto combust.	6.571	6.977	10.504	47.2	53.0	74.8	59.9	50.5

Fonte: Bacen, *Boletim Mensal*, Vol. 24, nº 1, jan/88.

Tabela 4.9

**BRASIL: RESERVAS INTERNACIONAIS DO BANCO CENTRAL (US\$ milhões)**

Período	Crítério de Caixa	Balanco de pagamentos <sup>a</sup>	Liquidez Internacional <sup>b</sup>	Reservas internac. líquidas <sup>c</sup>
1985 Dez	7.690	9.273	11.608	4.400
1986 Mar	7.425	8.922	10.073	3.900
Jun	7.274	8.731	10.391	3.771
Set	6.777	7.514	9.025	n.d.
Dez	4.585	5.330	6.760	180
1987 Mar	3.221	4.081	4.859	(1.457)
Jun	3.256	4.885	5.630	(1.865)
Set	4.305	6.564	7.387	n.d.
Dez	4.433	6.799	7.458	(2.807)

Notas: (a) O conceito de balanço de pagamentos diz respeito aos haveres e às obrigações das autoridades monetárias com vencimento em até 360 dias. A variação de posição, excluídas as contrapartidas por valorização/desvalorização de outras moedas frente ao dólar norte-americano, monetização/desmonetização de ouro e outros ajustamentos corresponde a variação dos haveres no balanço de pagamentos.

(b) O conceito de liquidez internacional diz respeito à capacidade do país de fazer frente aos compromissos externos em determinado momento, mas não se confunde com o conceito de caixa, que é apenas parte do conceito de liquidez. Este último abrange haveres brutos disponíveis em divisas conversíveis (ouro, DES, posição no FMI e outras moedas conversíveis), não levando em conta as obrigações.

(c) O conceito de reservas internacionais líquidas leva em consideração os ativos e as obrigações das autoridades monetárias de qualquer prazo.

Fonte: Bacen, *Brasil-Programa Econômico*, vários números.

Tabela 4.10

**BRASIL: BALANÇO DE PAGAMENTOS - PREVISÃO PARA 1987 - em US\$ milhões**

	1985 <sup>a</sup>		1986		1987
	Jan-Set	Ano	Jan-Set <sup>b</sup>	Ano <sup>c</sup>	Ano <sup>c</sup>
Balança Comercial - FOB	9,070	12,486	9,065	10,500	11,500
Exportações	18,313	25,639	18,447	23,300	24,500
Importações	9,243	13,153	9,382	12,800	13,000
Serviços Líquidos	(9,143)	(12,334)	(9,219)	(12,500)	(11,300)
Juros	(7,181)	(9,660)	(6,723)	(9,300)	(8,300)
Outros Serviços	(1,962)	(2,674)	(2,496)	(3,200)	(3,000)
Transferências Unilaterais	113	150	83	100	100
Transações Correntes	40	302	(71)	(1,900)	300
Capital	(6)	117	n.d.	(890)	(300)
Invest. Direto Líquido	689	720	109	(100)	350
Financiamentos	3,758	5,211	3,316	4,255	3,690
Amortizações	(7,026)	(10,160)	(9,203)	(13,338)	(13,533)
Pagas	(1,601)	(2,237)	(2,297)	(2,709)	(2,687)
Refinanciadas <sup>d</sup>	(5,425)	(7,923)	(6,906)	(10,629)	(10,846)
Empréstimos em Moeda	3,019	4,871	n.d.	8,513	9,493
Curto Prazo	(1,566)	(1,880)	n.d.	(1,027)	(513)
Longo Prazo	4,585	6,751	5,999	9,540	10,006
Bancos Comer. Estrang.	3,781	5,554	5,090	7,980	8,635
Novos Ingressos	-	-	-	-	-
Refinanciamento	3,781	5,554	5,090	7,980	8,635
Outros	804	1,197	909	1,560	1,371
Outros Capitais	(446)	(525)	(192)	(220)	(300)
Erros e Omissões	737	(405)	n.d.	-	-
Superávit(+) ou Déficit(-)	771	14	n.d.	(2,790)	0
Financiamento	(771)	(14)	n.d.	2,790	0
Haveres (- = aumento)	177	457	n.d.	3,266	661
Obrigações - FMI	(63)	(63)	n.d.	(576)	(961)
Obrigações de Curto Prazo	(885)	(408)	n.d.	100	100

Notas: (a) preliminar; (b) dados estimados; (c) previsão; (d) inclui Clube de Paris.

Fonte: Bacen, Brasil - Programa Económico Nov/86.

dado que nos primeiros três meses do ano o desempenho da balança comercial é costumeiramente fraco (devido a fatores sazonais), o Brasil seria obrigado a voltar às negociações com o Clube de Paris, em meados de 1987, em uma situação de extrema fragilidade;

(b) a ausência de supervisão formal do FMI exigiu a intervenção direta do governo norte-americano na negociação, o que implicou sérias críticas de parceiros europeus e do Japão;

(c) o Brasil aceitou estabelecer contatos ampliados (*enhanced contacts*) com o Fundo e uma visita adicional, ainda que informal, dos seus técnicos. Entretanto, se não houve um acordo formal explícito, tampouco ficou clara a abrangência e o grau de compromisso que este tipo de contato significava.

Diante desses resultados da negociação com o Clube de Paris e da continuidade do processo de queda no nível de reservas, era evidente a crescente perda de poder de barganha por parte das autoridades econômicas brasileiras frente aos credores. Com o agravamento da situação externa, as divergências entre membros da equipe econômica, que já vinham aumentando ao longo de todo o segundo semestre de 1986, entraram em colisão frontal. Por um lado, o Ministério da Fazenda defendia um "endurecimento" com os credores externos; por outro, o presidente do Banco Central, Fernão Bracher, advogava uma posição mais moderada e pragmática, que não ferisse as regras básicas de relacionamento com a comunidade financeira internacional. Isso implicou a saída de Fernão Bracher em meados de fevereiro. Alguns dias depois, a moratória foi decretada, suspendendo-se o pagamento dos juros aos bancos privados e, em seguida, o pagamento dos créditos comerciais e interbancários (Projetos 3 e 4) que fossem vencendo.

Os condicionantes desta decisão — considerando a trajetória dos acontecimentos pós-Plano Cruzado e o momento no qual ela se deu — foram tanto de ordem econômica como política. Com relação aos primeiros, a moratória cumpria dois objetivos: por um lado, as reservas haviam alcançado um nível crítico e era necessário evitar uma situação de total iliquidez. Ou seja, a moratória era, de fato, técnica. Por outro lado, no entanto, na visão do Ministério da Fazenda, a moratória serviria de instrumento de negociação, na tentativa de reconquistar algum raio de manobra. Embora estas possam ter sido razões econômicas importantes, e estratégicas em si, elas não podem ser desvinculadas do agravamento do impasse político interno. O adiamento de quaisquer correções no Plano Cruzado em função do *timing* político (eleições de 15 de novembro de 1986), o malogro do Plano Cruzado II e sua péssima aceitação pelo conjunto da sociedade levaram a um descrédito da equipe econômica (cada vez menos coesa) e à perda de controle da política econômica. Este contexto se viu ainda mais deteriorado pelo quadro político, no qual brotavam crescentes pressões por parte dos governadores — que assumiriam seus cargos em 15 de março de 1987 —, além daquelas decorrentes das negociações entre o Congresso Constituinte e o Executivo. Assim, o maior "endurecimento" no *front* externo respondeu principalmente às grandes dificuldades enfrentadas na gestão do desequilíbrio do balanço de pagamentos, mas também era uma tentativa de auxiliar na ampliação da base de sustentação política interna do governo.

Com a suspensão do pagamento dos juros por prazo indeterminado, o governo tentou revelar diante dos credores externos uma postura dura mas, simultaneamente, cautelosa e responsável. Determinou-se a manutenção dos pagamentos em cruzados, que seriam depositados em contas abertas para os respectivos bancos, estando à sua disposição no Banco Central. O governo brasileiro também fez questão de explicitar que suas resoluções não significavam um confronto com a comunidade financeira internacional. Além de reafirmar sua disposição de continuar negociando com os credores e honrar seus compromissos, o governo anunciou uma série de medidas de contenção dos gastos públicos, condizentes com suas expectativas:

i) durante seis meses o Tesouro não gastaria recursos além de sua arrecadação; ii) os investimentos das empresas estatais teriam que limitar-se a recursos próprios ou já efetivamente disponíveis; e iii) haveria uma revisão global dos subsídios, a ser submetida ao Congresso. Nada, no entanto, garantia que estas medidas pudessem ser de fato implementadas. Também se acenou com a possibilidade de encaminhar a solução dos problemas dos bancos estaduais, o que realmente aconteceu alguns dias depois.

Todo o cuidado na divulgação da notícia e na comunicação aos credores externos, especialmente às autoridades norte-americanas, não impediu que estas reagissem violentamente, pelo menos em nível de discurso. A reação de Paul Volcker demonstrou o repúdio à atitude do Brasil, sobretudo pelo fato de a decisão ter sido tomada sem prévia negociação com o FMI e/ou com o próprio governo norte-americano. Vale a pena lembrar que diante de medida semelhante, tomada pelo México em 1982 e pelo próprio Brasil em agosto de 1983 (centralização do câmbio), não houve este tipo de reação, já que naquelas circunstâncias isso se realizava sob a supervisão do FMI.

A suspensão do pagamento dos juros por parte do Brasil também levou o governo norte-americano a tomar providências para dificultar possíveis articulações entre os países devedores. Na mesma semana da moratória brasileira as autoridades norte-americanas pressionaram seus bancos para que reduzissem as exigências feitas ao México, às Filipinas e ao Chile, países com os quais haviam tido atritos que tinham impedido a concretização de acordos de renegociação de suas dívidas.

Depois da primeira reação de repúdio agressivo e isolamento do Brasil, a postura dos governos e credores em geral tornou-se mais cautelosa. Noticiou-se que James Baker chegou inclusive a criticar John Reed, dirigente máximo do Citicorp, pela sua postura rígida, politicamente insensível e perigosa<sup>9</sup>. Além disso, as represálias foram muito menores do que se esperava. Embora no final de março as autoridades norte-americanas tenham rebaixado os créditos ao Brasil na sua classificação de risco para *substandard*, não houve uma retirada maciça de recursos dos Projetos 3 e 4. Perderam-se somente os créditos voluntários (aqueles não incorporados ao acordo da Fase III) e houve uma redução nos prazos, que no entanto, com o tempo, foram estendidos novamente.

A moratória, sem dúvida, evitou que o país caísse numa situação de iliquidez, que o deixaria totalmente subordinado às imposições dos credores. No entanto, se deu num momento de absoluta fragilidade da equipe na gestão da política econômica. Assim, além de provocar as repercussões na área externa indicadas acima, reforçou o desgaste do ministro da Fazenda no âmbito interno. A partir de março D. Funaro sofreu um crescente isolamento e perda de apoio político, que o levou a renunciar na última semana de abril.

#### **4.2.2. A negociação da dívida externa na gestão de L.C. Bresser Pereira (maio a dezembro de 1987)**

O novo ministro da Fazenda, que em princípio foi bem aceito pela comunidade financeira internacional, iniciou sua gestão com uma postura ambígua em relação à questão da dívida externa.

<sup>9</sup> *Gazeta Mercantil*, 20/02/87.

No nível da tática de negociação e no relacionamento com os credores, o novo ministro mostrou uma clara mudança em relação ao seu antecessor, tentando "cicatrizsar a ferida" deixada pela moratória e formulando um discurso aprazível aos credores. Com a intenção de restabelecer um relacionamento mais ameno, logo nas suas primeiras declarações reafirmou que o problema da dívida era uma questão eminentemente técnica e que estava disposto a entrar em entendimento com o FMI caso seu programa fosse "aceitável". Neste mesmo sentido chegou a acenar, ainda que veladamente, com a retomada do pagamento de juros, o que foi reiterado em um telex ao comitê dos bancos, no final de maio, no qual o Brasil pedia a prorrogação do acordo em torno das linhas de crédito de curto prazo (Projetos 3 e 4)<sup>10</sup>.

Esta postura também se traduziu em medidas concretas, que tiveram boa aceitação por parte da comunidade financeira internacional. Internamente, a nova equipe econômica tentou "desmistificar" as possíveis conseqüências de uma ingerência do FMI na política econômica brasileira, mostrando-se disposta a utilizar as "técnicas do Fundo" — como eles próprios chegaram a definir — na formulação de seu plano de ajustamento. Pediram inclusive à equipe deste organismo, que deveria apresentar um novo parecer sobre a economia brasileira em meados do ano, que o adiasse por algumas semanas para incorporar o Plano Macroeconômico em elaboração, no que foram atendidos. Por último, não se deve esquecer que, logo que a nova equipe entrou, desvalorizou o cruzado em 7,5% e, em meados de junho, com a divulgação do novo plano antiinflacionário, decretou mais uma mididesvalorização de 9,5%, o que sinalizava uma melhora da situação cambial.

Por outro lado, a nova equipe manteve o princípio básico defendido pelo ex-ministro Funaro, de que era necessário manter o crescimento da economia brasileira e, por conseguinte, da incapacidade de continuar transferindo recursos ao exterior nos níveis exigidos pelos credores. Embora a nova política cambial, em combinação com o desaquecimento da demanda interna — causado pelo profundo arrocho salarial provocado pela reaceleração inflacionária<sup>11</sup> —, tenha permitido rapidamente recuperar o desempenho da balança comercial (Tabela 4.5), isso não levou a equipe do ministro Bresser Pereira a renunciar à reivindicação de dinheiro novo.

A ambigüidade refletiu-se no próprio Plano de Controle Macroeconômico, divulgado pelo Ministério da Fazenda no final de julho. Na parte específica do "ajustamento externo", deu-se clara prioridade à sustentação de uma taxa de crescimento mínima, a partir da qual definir-se-ia o montante de financiamento externo necessário, mudando portanto a concepção de negociação prevalecente entre os credores externos. No entanto, quando se analisa o cerne do cenário macroeconômico, volta-se a uma postura mais convencional:

"O governo está consciente de que, no curto prazo, existe um *trade off*, ou seja, uma permuta entre crescimento e superávit comercial. Por isto, embora considere as metas previstas nos itens a (crescimento) e b (saldo da balança comercial) compatíveis, sabe que na prática poderá ser obrigado a sacrificar um objetivo em favor do outro. Como os dois são considerados objetivos finais, será sempre procurado um equilíbrio entre ambos".<sup>12</sup>

Neste contexto, as "boas intenções" reveladas pelo ministro Bresser dificilmente podiam dar resultados concretos na negociação com os credores. Estes, apesar de declarações favorá-

10 *Gazeta Mercantil*, 25/05/87.

11 MBE-Associados S/C Ltda., *Carta Econômica*. São Paulo, set./1987, tabela 1, p. 6.

12 Ministério da Fazenda, *Plano de Controle Macroeconômico*, jul./1987.

veis ao ministro, estavam conscientes da situação de indefinição e, conseqüentemente, mantinham-se em compasso de espera para estabelecer qualquer tipo de acordo. Tudo indica que, de sua parte, qualquer acerto mais definitivo implicaria uma clareza maior quanto aos rumos políticos do país (encerramento dos trabalhos da Constituinte) e resultados mais concretos da política econômica.

Enquanto isso, os credores mantiveram suas pressões em dois sentidos:

(a) que o Brasil retomasse o pagamento dos juros, ainda que parcialmente, o que podia significar a suspensão da moratória;

(b) que houvesse um acordo com o FMI. As pressões neste sentido nem sempre foram explícitas, devido às suas repercussões políticas internas. No entanto, ficaram evidentes em um telex enviado pelo comitê dos bancos em setembro, no qual este assegurava aos credores privados que qualquer acordo que envolvesse desembolso de dinheiro novo deveria contar com recursos de todos os credores, o que significava a inclusão dos organismos internacionais (FMI e BIRD) e as fontes oficiais (Clube de Paris).

A insistência nestes dois aspectos aumentou com a proximidade de uma data considerada crítica, 6 de novembro de 1987, na qual os créditos dos bancos norte-americanos ao Brasil poderiam vir a ser novamente reclassificados pelas autoridades deste país, agora para *value impaired*, devido ao não-pagamento dos juros.

A partir de julho, no entanto, do lado do Brasil, e mais especificamente da parte do ministro Bresser Pereira, observou-se a defesa de uma proposta de negociação mais firme com os credores, que chegaria a considerar até medidas unilaterais — como se veio a saber somente mais tarde<sup>13</sup>. Esta "guinada" na postura do ministro deveu-se à mudança de sua opinião quanto à viabilidade de sustentar simultaneamente o crescimento e o serviço da dívida. Assim, em agosto já havia informações de que a proposta brasileira de negociação — que seria apresentada aos credores externos em setembro — incorporaria aspectos não convencionais, através dos quais o país pretendia apoderar-se de parte do deságio com que os créditos dos bancos internacionais ao Brasil eram negociados no mercado secundário.

Antes da própria apresentação formal da proposta aos credores, o ministro da Fazenda chegou a defender publicamente — em Viena e posteriormente em Washington, junto ao secretário do Tesouro norte-americano — a efetivação do desconto da dívida em favor do Brasil. Este fato foi importante de dois pontos de vista. Externamente, pelas reações que desencadeou, colocou em evidência o intenso grau de resistência ainda existente entre os grandes credores privados e mesmo por parte dos governos dos países centrais<sup>14</sup> a se avançar

13 "Se no começo da década nós já enfrentávamos uma incompatibilidade básica entre crescimento e pagamento de juros sobre a dívida externa, atualmente esta inconsistência é ainda mais evidente (...). Devo admitir que eu não estava totalmente consciente desta incoerência quando (...) apresentei o Plano de Controle Macroeconômico (...). Entretanto, em julho de 1987, praticamente no momento em que o plano estava completo e publicado, percebi que era irrealista (...). O desconto nos mercados financeiros secundários era uma indicação de que os banqueiros também se haviam dado conta do irrealismo da estratégia de financiamento e ajustamento (...). Aprendi também que não havia outra alternativa para os países devedores além da decisão unilateral de reduzir parcialmente a dívida (...). Que as ameaças de retaliação dos bancos provavelmente nunca se efetivariam (...). Ficou claro para mim que o momento havia chegado para o Brasil denunciar a estratégia de financiamento e ajustamento (*muddling through*) e propor uma solução (...) em que os encargos envolvidos fossem divididos entre devedores e credores (...). A melhor forma para suspender a moratória era substituí-la por um acordo inovador com os credores" (PEREIRA, 1989).

no sentido de uma negociação que onerasse menos os países devedores e impusesse parte da perda aos credores. Por sua vez, no âmbito interno, a nova postura do então ministro da Fazenda foi recebida com surpresa e parecia totalmente fora do contexto da estratégia por ele mesmo traçada até então. Isto revelava que, caso se estivesse gestando uma nova proposta na área econômica do governo, esta não parecia articulada a uma base de sustentação política mais ampla, apesar de o ministro, na véspera de sua apresentação oficial, tê-la levado à Comissão da Dívida Externa no Senado.

O conteúdo da proposta de renegociação apresentada aos credores em 25 de setembro continha, sem dúvida, importantes aspectos inovadores. Com relação à parte não convencional, o objetivo era converter créditos da dívida em títulos de longo prazo (securitização) e neste processo realizar uma parte do deságio em favor do país. Um aspecto importante para viabilizar esta operação consistia no fato de o processo de conversão de crédito em capital de risco realizar-se obrigatoriamente através destes novos títulos. Ou seja, embora a participação dos credores no processo de securitização fosse voluntária, o atrelamento da conversão àqueles bônus criaria um mercado cativo para este tipo de título, permitindo, desta maneira, ao Brasil capturar uma parte do deságio. Mesmo na parte convencional do acordo, referente ao refinanciamento parcial dos juros, a proposta também avançava em relação a acordos anteriores, na medida em que tentava incluir cláusulas de salvaguarda, tanto no sentido de um teto para a taxa de juros efetivamente paga pelo país, como para um financiamento compensatório em caso de deterioração das relações de troca.

Esta proposta, embora contivesse uma parte convencional, não era do interesse dos credores. Além de significar um maior ônus para eles, a aprovação de algum item inovador criaria um precedente grave diante de reivindicações semelhantes de outros países devedores. Ainda que o Brasil se dispusesse a fechar um acordo com o FMI e pagar parte dos juros atrasados, as cláusulas de salvaguarda e a securitização com apropriação do deságio criariam sérios riscos de pressões mais amplas.

Se por um lado os credores não podiam ceder a essa proposta brasileira, por outro parecia fundamental conseguir enquadrar definitivamente este devedor, seja para evitar a reclassificação dos créditos norte-americanos, seja para impedir a coincidência de duas negociações difíceis (Brasil e Argentina). Tampouco convinha aos credores assumir uma atitude de total intransigência, dado o andamento dos trabalhos da Constituinte e possíveis dificuldades internas para o ministro diante de uma maior pressão externa. Assim, a melhor opção para os credores parecia ser a de evitar qualquer tipo de acordo de prazo mais longo e conseguir avançar no reenquadramento do Brasil nas regras do mercado financeiro internacional.

O fechamento do entendimento preliminar, em 11 de novembro de 1987, cumpriu esse objetivo dos credores, pois através desse pré-acordo o país retomou o pagamento dos juros — ainda que parcialmente e através de financiamento complementar — e evitaram-se as consequências da reclassificação dos créditos nos EUA. As autoridades brasileiras, por sua vez, justificaram o entendimento preliminar como condição para manter em andamento o processo de negociação diante das exigências dos credores, além da questão da reclassificação.

Neste entendimento, apesar da utilização de reservas para cobrir parte do pagamento dos juros, houve dois aspectos positivos que contribuíram para preservar algum espaço de negociação das autoridades brasileiras. Em primeiro lugar, o pagamento dos juros atrasados

---

14 Para uma análise detalhada, ver capítulo II, itens 2.3.2. e 2.4.2., deste trabalho.

de 1987, na medida em que se fazia parcelado — começando pelos vencimentos mais próximos e deixando as obrigações referentes à moratória para o final —, permitia restabelecer automaticamente a moratória diante de qualquer dificuldade ou interrupção das negociações. Em segundo lugar, manteve-se a regularização definitiva do pagamento dos juros atrelada a um acordo de refinanciamento de médio prazo<sup>15</sup>.

Ainda no que diz respeito aos juros, no entendimento preliminar não ficaram claramente definidas as condições quanto ao pagamento dos vencimentos futuros, o que poderia constituir-se rapidamente em novo ponto de discussão. Implicitamente, os credores entendiam que, uma vez resolvida a questão dos atrasados, o pagamento em dia dos juros vincendos seria automático. Do lado das autoridades brasileiras, no entanto, isso estava condicionado ao fechamento de um acordo definitivo com os bancos credores e com os organismos oficiais bilaterais e multilaterais.

No que diz respeito ao acordo de médio prazo, além da introdução do "cardápio" de opções (*menu approach*) na negociação, as autoridades brasileiras também tentaram aproveitar-se dos avanços conseguidos nos termos convencionais em outras negociações. Neste sentido, vale a pena ressaltar duas questões. Em primeiro lugar, o estoque de dívida apresentado para reestruturação (1988-1993), além de abarcar vencimentos futuros (1988-1993), incluía a dívida já reescalada no passado (1983-1985) e o dinheiro novo obtido nas negociações desde 1982. Em segundo lugar, o reescalonamento se faria pelo sistema de *serial pick-up*, que considera os prazos de carência e amortização a partir da data de vencimento da dívida original e não a partir da data de assinatura do novo acordo.

Portanto, observou-se na atuação da equipe negociadora do ministro Bresser Pereira o objetivo de preservar o processo de negociação com os credores, sem ter que abdicar de três princípios fundamentais:

(a) fechar um acordo definitivo de longo prazo, que abrangesse não só o refinanciamento parcial (50%-75%) dos juros devidos aos bancos privados no período 1987-1989, mas que também garantisse o início do processo de securitização da dívida de médio e longo prazo;

(b) introduzir cláusulas de salvaguarda diante de qualquer deterioração da situação econômica internacional;

(c) assinar um acordo com o FMI somente depois que a negociação com os bancos privados tivesse sido concluída. A proposta de deixar o FMI para o final se baseava, por um lado, no fato de que qualquer acordo imediato teria um custo político interno muito elevado e não traria vantagens significativas do ponto de vista de recursos ainda em 1987; por outro

15 O pagamento dos juros atrasados no valor aproximado de US\$ 4,5 bilhões, referentes ao período de 20/02 a 31/12/87, foi acordado da seguinte maneira:

Data de Pagamento	Juros ref. ao período 1987	Desembolsos (US\$ milhões)	
		Brasil	Bancos (empréstimo-ponte)
30/12/87	01/10-15/12	357,4	714,8
11/01/88	16/12-31/12	142,6	285,2
06/88*	0/02-30/09	1000,0	2000,0

\* Este pagamento estava condicionado ao avanço da negociação do acordo de médio prazo em termos das condições, massa crítica e assinatura de contratos.

lado, tentava aproveitar a experiência mexicana, que mostrou que o processo de negociação com os bancos pode ser extremamente prolongado e desgastante.

Da experiência de negociação sob a gestão do ministro Bresser Pereira, em princípio, dois outros aspectos parecem importantes. Avançou-se significativamente na elaboração das technicalidades de negociação para tentar explorar as vantagens de divergências entre credores e as sinalizações de desvalorização da dívida no mercado secundário de crédito. Apesar de essas divergências e sinalizações serem claras, o que também ficou evidente foram as dificuldades concretas para explorá-las. Estas dificuldades nos levam à segunda questão. Comparando com a gestão anterior, houve neste período um esforço de despolitização do processo de negociação. No âmbito externo, procurou-se restringir a negociação, ainda que de maneira firme, ao âmbito técnico<sup>16</sup>. Internamente, a proposta, embora contivesse aspectos inovadores do ponto de vista conceitual, não foi acompanhada de uma articulação política que lhe permitisse transformar-se efetivamente numa estratégia de negociação. Esta articulação política não teria sido somente uma condição para enfrentar melhor as resistências dos credores, mas também teria sido imprescindível para fazer face aos obstáculos internos a uma política econômica coerente que permitisse sustentar uma postura mais firme no âmbito externo.

Em suma, da análise destas tentativas de recomposição de um fluxo mínimo de financiamento externo surgem duas questões relevantes do ponto de vista da gestão de política econômica interna propriamente dita. Em primeiro lugar, não houve até então (e tudo indica que tampouco o há na atualidade) uma compreensão entre os principais agentes econômicos e políticos do país, e mesmo entre grande parte dos responsáveis da gestão de política econômica, da verdadeira necessidade de recompor o fluxo de recursos externos e, conseqüentemente, da necessidade de mudança no padrão de negociação com os credores internacionais. A falta de entendimento do significado da restrição de financiamento externo torna, por si só, as tentativas de uma abordagem não convencional do problema da dívida externa extremamente vulneráveis.

Em segundo lugar, a experiência deste período também revela a dificuldade de coordenação na gestão da política econômica no enfrentamento dos problemas nas distintas áreas. Mais especificamente, a dificuldade de monitorar a negociação da dívida externa com os problemas internos de política econômica, pois eles se realimentam tanto positiva como negativamente. Se o diagnóstico heterodoxo sobre os problemas estruturais for correto, os problemas são por natureza interdependentes. Assim, a abordagem de tratar as questões de maneira encadeada, em seqüência temporal — primeiro inflação, depois financiamento interno e, por fim, dívida externa —, é problemática.

Estas duas questões tendem a apontar para a necessidade de repensar a questão das estratégias de política econômica no país. Primeiro, para criar uma consciência junto aos agentes relevantes quanto à verdadeira natureza dos problemas. Segundo, para elaborar estratégias politicamente efetivas e que consigam abarcar o conjunto da problemática, por mais complexa que seja.

---

16 Somente depois da saída do ex-ministro Bresser Pereira ele manifestou que tinha intenções de dispensar unilateralmente o comitê assessor dos bancos e negociar banco a banco a securitização da dívida, caso não se fechasse o acordo de médio prazo no final de janeiro de 1988.

### **4.3. As medidas de política econômica nas áreas fiscal e de financiamento interno: avanços, dificuldades e retrocessos**

A execução da política econômica nesta fase é muito ilustrativa das dificuldades internas enfrentadas na tentativa de superação de alguns problemas estruturais. No início da gestão do ministro Funaro, aparentemente, houve espaço político para avançar na direção destes problemas, tanto na área fiscal como na de financiamento interno. Porém, com a retomada do processo inflacionário este espaço se perdeu muito rapidamente e houve até um recuo, principalmente no âmbito financeiro. Quando L.C. Bresser assumiu o Ministério da Fazenda, apesar de haver demonstrado intenções de, internamente, implementar um ajuste fiscal, as condições já eram bastante adversas.

#### **4.3.1. As tentativas de ajuste fiscal**

Em outubro de 1985, a equipe econômica entrante encontrou uma situação ambígua na área fiscal. Por um lado, a receita fiscal vinha contando com o impacto positivo da retomada do crescimento econômico, que neste ano já apresentava um maior dinamismo na indústria (Tabela 4.11). Este efeito é mais bem percebido pela recuperação da receita de tributos específicos, como o ICM, o IPI e até o IR, que explicam o crescimento da receita em 1985 em relação ao ano anterior (Tabela 4.12). Por outro lado, no entanto, além do problema das despesas financeiras, comentado no capítulo anterior, existiam duas outras pressões sobre a administração fiscal. Em primeiro lugar, os gastos com pessoal e encargos haviam crescido vertiginosamente naquele ano, em todas as esferas da administração pública direta. Em segundo lugar, os governos estaduais e municipais haviam começado a retomar os investimentos, sem que houvessem sido estruturadas fontes de financiamento para tal. Isso só viria a intensificar um movimento que já havia ganhado certa importância através da Frente Municipalista, cujo objetivo era drenar mais recursos da esfera federal para os municípios e estados.

Diante desta situação, a equipe do ministro D. Funaro agiu de imediato na área fiscal, tomando um conjunto significativo de medidas logo em novembro de 1985. Neste âmbito, este foi, sem lugar à dúvida, o "pacote" de política econômica mais importante. As medidas que foram implementadas posteriormente ou seguiram os mesmos lineamentos básicos do "pacote" de novembro/85 e significavam ajustes ao mesmo, ou eram determinadas sobretudo pelas tentativas de mudanças estruturais na área financeira.

As medidas fiscais podem ser ordenadas de acordo com os objetivos que visavam cumprir e, neste sentido, apresentam-se basicamente três: i) mudanças de natureza institucional; ii) medidas que visavam aumentar a receita do Estado; iii) maior controle e racionalização dos gastos e das transferências intragovernamentais.

As medidas de natureza institucional tinham como finalidade obter transparência, maior controle sobre os gastos e uma administração financeira racional dos recursos públicos. Neste sentido se tomaram três medidas importantes e que efetivamente contribuíram para uma maior visibilidade e racionalidade na gestão dos recursos públicos. Criou-se a Secretaria do Tesouro Nacional e se eliminou a Conta Movimento do Banco do Brasil (novembro/85), com o que o orçamento público, sua elaboração, aprovação e execução começaram a ter algum significado real. A partir de novembro de 1986 o Banco Central também passou a controlar as operações de crédito rural do Banco do Brasil.

Nesta mesma direção estavam em discussão, ou funcionaram por um período transitório de tempo, três outras mudanças institucionais que, entretanto, não tiveram maiores resultados.

TABELA 4.11

**BRASIL: CONTA CORRENTE E FORMAÇÃO DE CAPITAL FIXO DO SETOR PÚBLICO CONSOLIDADO**

ANOS	Receita Disponível Total	CONSUMO			Total de Transferências	Conta Corrente sem Encargos Financeiros	Total de Encargos Financeiros	EM % DO PIB	
		Pessoal e Encargos	Bens serviços	TOTAL				Formação Bruta Capital Fixo	Saldo
1980	24.09	6.31	2.90	9.20	11.48	3.40	1.12	2.37	(0.08)
1984	21.64	5.55	2.53	8.28	9.36	4.00	2.99	1.90	(0.89)
1985	22.80	6.94	2.94	9.88	8.82	4.10	4.48	2.32	(2.70)
1986	25.30	7.47	3.48	10.95	9.47	4.87	5.59	3.05	(3.76)
1987	25.27	7.77	4.39	12.16	9.13	3.98	4.04	3.15	(3.22)

ANOS	Receita Disponível Total	CONSUMO			Total de Transferências	Conta Corrente sem Encargos Financeiros	Total de Encargos Financeiros	EM VALORES CONSTANTES DE 1990 - BASE: 1980 = 100	
		Pessoal e Encargos	Bens serviços	TOTAL				Formação Bruta Capital Fixo	Saldo
1980	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
1984	87.85	87.67	88.83	88.03	79.67	115.03	261.75	78.41	1,041.01
1985	99.90	116.17	107.10	113.32	81.03	127.28	424.04	103.44	3,428.92
1986	119.26	134.49	136.46	135.11	93.68	162.77	568.51	146.07	5,129.03
1987	123.45	144.96	178.56	155.53	93.55	137.59	426.44	156.48	4,548.98

Notas: Governo Consolidado compreende contas dos governos Central, Estaduais e Municipais.

Abrange administração central e descentralizada, inclusive sistema de previdência social e fundos patrimoniais dos trabalhadores (FGTS e PIS/Pasep), exclusive Banco Central e empresas públicas.

Fontes: Afonso, José R.R. "Uma Coletânea de Dados: Duas Décadas do Setor Governo nas Contas Nacionais - 1970-1990" mimeo, 1992.

Os dados originais são das Contas Nacionais / Conta Governo - FGV/IBRE/CEF; PIB - FIBGE (jan/91).

Em novembro de 1985 instituiu-se o Conselho Interministerial de Remuneração e Proventos (CIRP), que deveria delinear as diretrizes da política de remuneração para o conjunto do setor público. Este conselho, no entanto, foi inefetivo para impor limites nos reajustes salariais e definir uma política para distintas esferas do setor público. Da mesma maneira criou-se uma comissão geral que deveria fazer um diagnóstico da situação da administração direta e das autarquias, a partir do qual se proporia uma reforma mais ampla. Esta comissão sobreviveu por algum tempo, mas sua tarefa foi constantemente adiada ao longo de 1986 por razões de ordem política, especialmente as eleições de novembro de 1986. Por último, no Setor Produtivo Estatal (SPE) se aventou em criar uma *holding*, cujo objetivo era avançar no controle do fluxo de receitas e despesas das empresas estatais para chegar a uma política integrada de investimentos e financiamento. Esta proposta sofreu resistências imediatas por parte das próprias empresas públicas, nem chegando a ser discutida mais amplamente.

Tabela 4.12

**CARGA TRIBUTÁRIA BRUTA POR NÍVEL DE GOVERNO - em % do PIB**

Governo / Tributo	1984	1985	1986	1987
<b>UNIÃO</b>	16.07	16.39	17.54	16.87
Principais Tributos do Orç. Fiscal	8.61	8.87	8.89	8.36
- IR	4.03	4.44	4.47	3.72
- IPI	1.25	1.74	2.07	2.34
- IOF	0.78	0.52	0.64	0.55
- Outros	2.56	2.17	1.71	1.75
Contrib. da Seguridade Social	7.03	6.96	8.18	7.07
- Folha Salarial	4.70	4.56	4.96	4.56
- Fatur.(Finsocial) e Lucro	0.52	0.58	0.68	0.65
- PIS\Pasep e FGTS	1.81	1.82	2.54	1.87
Demais Tributos	0.43	0.56	0.47	1.44
<b>ESTADOS</b>	5.17	5.60	6.72	5.89
- ICMS	4.63	5.13	5.07	5.26
- Demais Tributos	0.53	0.47	0.66	0.63
<b>MUNICÍPIOS</b>	0.58	0.54	0.62	0.58
<b>TOTAL</b>	21.82	22.53	24.88	23.34

**Nota:** Tributo no conceito da contabilidade social: arrecadação líquida (exclusive restituições e incentivos) de impostos, taxas e contribuições, inclusive de dívida ativa, multas e juros.

**Fonte:** AFONSO, J.R. e VILLELA, R. - "Estimativa da carga tributária no Brasil em 1990 e sua evolução nas duas últimas décadas" - IPEA, *Boletim Conjuntural*, nº 13, pp. 35-40 - Rio de Janeiro, abr. 1991 (replicado em "Perspectivas da Economia Brasileira - 1992", IPEA, p. 35 - Rio de Janeiro, 1991).

Com relação às medidas que visavam aumentar as receitas na esfera pública federal, atuou-se em quatro direções. A primeira — e tudo indica que tenha sido a mais importante em termos de impacto sobre a arrecadação — foi tentar diminuir a perda real de receita tributária por efeito da inflação (isto é, combater o efeito Oliveira-Tanzi), fechar brechas de evasão fiscal e "moralizar" as obrigações junto ao Estado. Assim, reduziu-se o prazo de recolhimento de alguns impostos e contribuições. Ao mesmo tempo diminuiu-se o tempo que os impostos permaneceriam na rede bancária. Como medida "moralizante", logo no início da gestão do ministro Funaro, indexaram-se os impostos devidos e instituiu-se uma multa relativamente elevada (50%) sobre receitas omitidas ou outros atos ilícitos na área tributária. Neste mesmo sentido implementou-se a correção monetária do passivo das instituições submetidas ao regime de intervenção, liquidação extrajudicial ou falência, para acabar com o famoso "negócio" da concordata.

Uma parte destes efeitos foi perdida quanto se implantou o Plano Cruzado, pela significativa redução da inflação. Como este plano visava desindexar a economia, na ocasião também foram desindexados os impostos. No entanto, com a volta da inflação já em meados de 1986, as autoridades econômicas não hesitaram em reindexá-los novamente, o que acabou acontecendo em novembro deste mesmo ano.

O segundo tipo de medidas que se tomou para elevar a arrecadação, também logo em novembro de 1985, foi um aumento efetivo na carga tributária, baseado no critério da progressividade e seletividade. Primeiro, majorou-se a carga tributária das empresas com lucros mais altos, tanto pela instituição do pagamento semestral do imposto de renda como pela elevação da alíquota. Segundo, o adicional de imposto passou a ser maior para as instituições financeiras que para as empresas do setor produtivo. Terceiro, incrementou-se a carga tributária para salários muito altos. Quarto, os ganhos de capital foram mais taxados e o imposto de renda nas operações financeiras passou a ser recolhido exclusivamente na fonte. Por último, como incentivo fiscal para a retomada dos investimentos, permitiu-se que aos realizados entre 1986 e 1987 fosse aplicada uma taxa de depreciação mais alta.

O que chama a atenção é que este conjunto relativamente importante de medidas, praticamente todas tomadas logo no início da gestão do ministro Funaro, não implicou significativas resistências. A situação foi diametralmente oposta após o fracasso do Plano Cruzado. Em novembro de 1986, além da reindexação dos impostos já assinalada, o governo iniciou um processo de recomposição das tarifas públicas<sup>17</sup> e aumentou algumas alíquotas de IPI, o que provocou reações extremamente negativas por parte dos agentes econômicos. Estas medidas fiscais acabaram sendo o último ato de um processo de desgaste crescente das autoridades econômicas, a partir do qual perderam toda a capacidade de realizar uma gestão ativa de política econômica.

A última área de atuação para sustentar as receitas na esfera federal foi conter as pressões de descentralização tributária por parte dos estados e municípios. No final de 1985, o governo conseguiu evitar que se aprovasse a Emenda Airton Sandoval na sua forma original, fazendo com que a reforma tributária de emergência só descentralizasse uma parte menor do incremento da arrecadação previsto naquele pacote. No entanto, ao longo de 1986 as pressões foram aumentando, especialmente em função dos gastos incorridos nas campanhas dos governadores naquele ano. No início de 1987, quando os governadores entrantes se deram conta da situação financeira que haviam herdado na maior parte dos estados, os pleitos sobre a esfera federal surgiram com toda força, não somente no âmbito fiscal, mas também no que diz respeito ao reescalonamento de dívidas.

O terceiro objetivo da equipe de D. Funaro no âmbito fiscal era controlar e racionalizar os gastos. Como foi sinalizado, uma parte das providências institucionais nesta direção fracassou, com o que a atuação neste âmbito se tornou muito difícil. Os aspectos críticos do lado do gasto eram: salários e encargos da administração direta, autarquias e fundações; a autonomia das empresas estatais e das esferas estaduais e municipais; e as despesas financeiras.

Com relação ao primeiro item, logo no início da gestão, em novembro de 1985, se manteve o decreto que proibia novas contratações no setor público e tentou-se cortar algumas remunerações indiretas (mordomias), como locação de residências para altos funcionários e uso de

---

17 Os resultados desta recomposição das tarifas públicas, política à qual o ministro Bresser Pereira deu continuidade no primeiro semestre de 1987, somente se fizeram sentir na receita das empresas públicas neste ano.

veículos oficiais. Isso permitiu controlar a expansão dos gastos com salários e encargos no âmbito federal. No entanto, não se pode esquecer que 1986 foi ano eleitoral, com o que este tipo de gastos aumentou significativamente nas esferas estaduais e municipais (Tabela 4.13).

Como foi assinalado, a tentativa de conseguir um controle maior sobre as empresas estatais sofreu, desde o início, sérias resistências, além do problema dos estados e municípios, que têm autonomia de gasto, mas cujos desarranjos fiscais e financeiros acabam recaindo sobre a esfera federal. Este aspecto é especialmente relevante no que se refere aos investimentos. A preocupação da equipe econômica era sustentar os investimentos públicos que se haviam iniciado em 1985 na administração direta estadual e municipal e retomar, na esfera federal, principalmente os das empresas estatais, mas subordiná-los todos a uma mínima coordenação (Tabelas 4.13 e 4.14). Esta coordenação visava, por um lado, dar coerência à política de investimentos do Estado como um todo e, por outro, compatibilizá-la com a disponibilidade de financiamento. Esta tentativa fracassou, tanto no controle dos investimentos como na recomposição de sólidas bases de financiamento externo (item 4.2.) e de financiamento interno (como será discutido no item 4.3.2.).

Na questão dos investimentos públicos houve mais um agravante. A partir de 1986, com o início da implementação de uma série de experiências heterodoxas que implicaram congelamentos de preços e tentativas de desindexação financeira, os preços dos bens e serviços que compõem a formação bruta de capital fixo passaram a ser reajustados acima da média dos outros bens. Com isso, a retomada dos investimentos que se observou na segunda metade dos anos 80 significou **necessidades de financiamento maiores, mas correspondeu de fato a investimentos físicos menores**, ou seja, a um impacto real na economia menor (Gráfico 4.1)<sup>18</sup>.

Por último, o controle das despesas financeiras está relacionado com as mudanças no financiamento do setor público. Como será analisado no subitem seguinte (4.3.2.), até 1988 houve uma contenção efetiva destas despesas.

Da atuação da equipe do ministro Funaro na área fiscal, é possível tirar algumas conclusões. Em primeiro lugar, pelas mudanças implementadas, houve uma ênfase maior em incrementar as receitas através do aumento da carga tributária sobre alguns setores, do combate ao efeito Oliveira-Tanzi, do fechamento de brechas existentes na legislação e regulamentação e da resistência às pressões dos estados e municípios por uma maior distribuição de recursos. Esta ênfase, combinada com a sustentação do crescimento econômico, especialmente do setor industrial, e seu efeito sobre o emprego, causou uma significativa recuperação da receita do Estado (Tabelas 4.11 e 4.12)<sup>19</sup>. Em segundo lugar, ficou muito claro que o raio de manobra para atuar efetivamente na área fiscal existiu logo na entrada da nova equipe, mas foi se perdendo conforme a gestão da política econômica ia enfrentando problemas nas mais diversas áreas. Em terceiro lugar, a experiência deste período também revelou

18 "A explicação para o 'paradoxo do investimento' pode estar no aumento do custo médio dos investimentos em proporção superior ao da renda nacional (e da inflação), devido, em parte, ao aumento dos custos financeiros 'embutidos' nas obras cujos pagamentos sofrem grandes atrasos (prática comum) ou que foram contratadas com esquemas inusitados de 'autofinanciamento' (...). As próprias contas nacionais evidenciam essa tese pois, se, no período 1980-86, a variação dos preços dos investimentos fixos acompanhou a variação dos preços em geral da economia, no período 1986-90, a variação do índice do deflator implícito específico da formação de capital fixo superou em um terço a variação do índice deflator geral da economia (o implícito do PIB)". AFONSO (1992b:9). Ver também CARNEIRO & WERNECK (1992:7).

19 Isso, apesar da instalação de um processo generalizado de sonegação (caixa 2) a partir da cobrança de ágio diante do congelamento de preços após o Plano Cruzado, processo que se agravou posteriormente.

Tabela 4.13

**GASTOS COM PESSOAL E FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO  
POR ESFERA DE GOVERNO**

PERÍODO	em % do PIB					
	PESSOAL E ENCARGOS			FB K F		
	UNIÃO	ESTADOS	MUNICÍPIOS	UNIÃO	ESTADOS	MUNICÍPIOS
1980	2.49	2.83	0.99	0.72	0.92	0.73
1983	2.44	3.08	1.09	0.68	0.73	0.43
1984	2.06	2.66	0.94	0.60	0.76	0.54
1985	2.48	3.39	1.07	0.51	1.20	0.61
1986	2.40	3.75	1.31	0.85	1.44	0.75
1987	2.78	3.74	1.25	1.07	1.21	0.87

PERÍODO	em valores constantes de 1990 - Base: 1980 = 100					
	PESSOAL E ENCARGOS			FB K F		
	UNIÃO	ESTADOS	MUNICÍPIOS	UNIÃO	ESTADOS	MUNICÍPIOS
1980	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
1983	91.18	101.14	101.87	86.94	73.63	54.16
1984	80.91	91.89	92.57	81.17	81.09	72.33
1985	105.18	126.60	114.03	74.20	138.26	88.71
1986	109.73	150.85	149.96	134.12	178.77	116.91
1987	131.48	155.68	148.25	174.28	156.19	139.28

Fonte: Afonso, José R.R. "Uma Coletânea de Dados: Duas Décadas do Setor Governo nas Contas Nacionais - 1970-1990" mimeo, 1992.

Os dados originais são das Contas Nacionais / Conta Governo - FGV/IBRE/CEF; PIB - FIBGE (jan/91).

que as resistências e as dificuldades para implementar uma política de racionalização dos gastos foram (e provavelmente continuam sendo) muito grandes. Ou seja, era muito evidente a necessidade de uma reestruturação profunda da "máquina" estatal, inclusive por sua dimensão significativa no Brasil, o que, entretanto, mostrou-se da maior complexidade. Em quarto lugar, neste período os problemas no relacionamento das distintas esferas públicas — federal, estadual, municipal, empresas estatais, autarquias, bancos oficiais, seus graus de autonomia e de responsabilidade nas áreas fiscal e de financiamento, imbricados por um complexo jogo político — começaram a manifestar-se. E foi esta última questão que passou a condicionar crescentemente a gestão da política econômica diante das dificuldades de se implementar uma estratégia de ajuste abrangente e articulada, como revelou a gestão do ministro Bresser Pereira.

Embora tivesse como objetivo primordial o ajuste fiscal, este ministro enfrentou crescentes dificuldades para executá-lo, tanto pelos impactos diretos e indiretos da retração do

Tabela 4.14

**BRASIL: INVESTIMENTOS NOS SETORES PÚBLICO E PRIVADO - em % do PIB**

PERÍODO	TOTAL	ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA DIRETA			S P E	PRIVADO	OUTROS
		UNIÃO	ESTADOS	MUNICÍPIOS			
1984	16.88	0.60	0.76	0.54	2.80	11.94	0.24
1985	16.95	0.51	1.20	0.61	2.50	11.75	0.38
1986	19.06	0.85	1.44	0.75	2.20	13.18	0.64
1987	22.25	1.07	1.21	0.87	2.74	15.78	0.58
1988	22.81	1.03	1.21	0.93	2.57	16.48	0.59
1989	24.86	0.85	1.41	0.67	2.21	19.08	0.64
1990	21.67	0.53	2.12	0.85	1.28	16.21	0.68

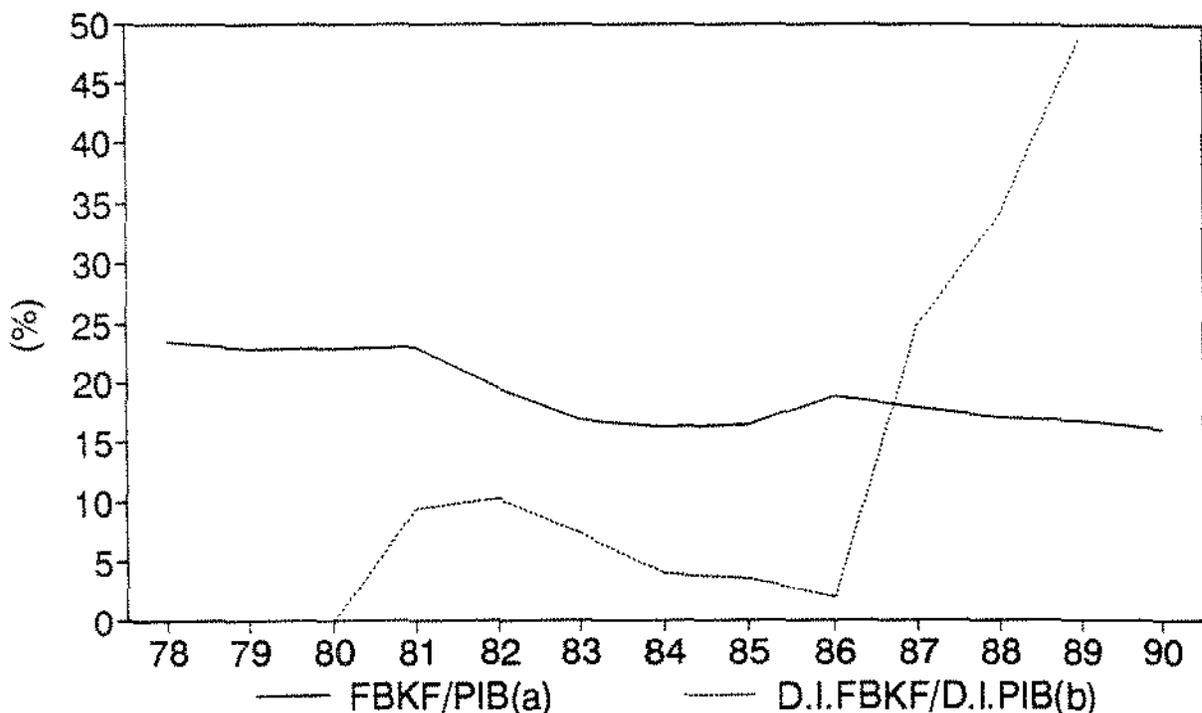
Fonte: Dados originais: IBGE, "Contas Nacionais" e Centro de Estudos Fiscais/IBRE/FGV.

- CARNEIRO, D. D. & WERNECK, R. L. F.: "Public savings and private investment: requirements for growth resumption in the Brazilian economy", PUC-RJ, 1992.

- VILLELA, Renato: "Crise e ajuste fiscal nos anos 80: um problema de política econômica ou de economia política?". In: IPEA: *Perspectivas da Economia Brasileira - 1992*, Brasília, 1991.

Gráfico 4.1

**INVESTIMENTOS: EVOLUÇÃO REAL E COMPORTAMENTO DOS PREÇOS**



Notas: (a) a preços de 1980. (b) D.I. = Deflator Implícito.

Fonte: IBGE, Contas Nacionais Consolidadas (1980-89); CARNEIRO, D.D. e WERNECK, R. (1992).

crescimento econômico como por pressões cada vez maiores, das mais diversas esferas públicas e privadas, sobre o gasto do Estado.

Do lado da receita, com a redução no ritmo de expansão da economia para praticamente a metade ao que se alcançou em 1986, diminuiu a arrecadação do Estado, o que se manifestou na queda do imposto de renda, das contribuições da seguridade social e do ICM (Tabela 4.12). O imposto de renda sofreu uma redução adicional pela revogação do pagamento semestral de imposto de renda das maiores empresas<sup>20</sup>.

A equipe do ministro Bresser Pereira também deu continuidade à política de recuperação do valor real das tarifas públicas até meados do ano, quando implementou um novo choque antiinflacionário (Plano Bresser) do qual fazia parte o congelamento de preços. No entanto, posteriormente, com a retomada do processo inflacionário, algumas tarifas voltaram a estar tão ou até mais defasadas que em 1986 (Tabela 4.15).

Com a retração do crescimento econômico e as dificuldades de controlar o processo inflacionário, tornou-se difícil conter os gastos e aumentaram as pressões por subsídios e as reivindicações das outras esferas públicas sobre o governo federal.

A introdução da URP (Unidade de Referência de Preços) no Plano Bresser, além de criar um referencial para os reajustes de preços, deveria servir essencialmente para conter os gastos com salários na esfera pública. Este objetivo se cumpriu por um curto espaço de tempo. No entanto,

"não foi necessário que a inflação se acelerasse acentuadamente para que a regra da URP como um padrão geral de referência para reajustes de preços e salários caísse por terra (...) A implosão da URP foi provocada pelas decisões do próprio governo com relação aos salários dos funcionários de sua administração direta e indireta, começando pela decisão do Banco do Brasil de reajustar os rendimentos de seus funcionários em cerca de 46% e culminando com o reajuste dos vencimentos dos militares"<sup>21</sup>.

Isso fez com que no âmbito da administração direta consolidada os gastos com pessoal ainda crescessem, em termos reais, 10% em relação a 1986 e o item "consumo total", 20% (Tabela 4.11). No âmbito das empresas estatais os gastos com pessoal também voltaram a ter uma expansão maior (Tabela 4.16).

Por outro lado aumentaram as pressões por subsídios, refinanciamentos e intervenções de emergência.

"Tendem a multiplicar-se os casos de transferências públicas a setores com graves dificuldades financeiras (agricultura no primeiro semestre/87), bem como as socializações do prejuízo privado (concessão de regalias do imposto de renda ao setor bancário e o recente empréstimo de Cz\$ 2,5 bilhões à Transbrasil)."<sup>22</sup>

Para conter as transferências intragovernamentais, o governo federal passou a estender empréstimos aos estados e municípios, à previdência e às empresas estatais por conta de

20 Através do Decreto-lei 2354 (24/08/87) se determinou a volta ao regime anual para as declarações de rendimentos de todas as pessoas jurídicas.

21 SEP/SP, *Análise de Conjuntura Econômica*, Nº 28, set.-out./87, São Paulo, p. 21.

22 SEP/SP, *Análise de Conjuntura Econômica*, Nº 28, set.-out./87, São Paulo, p. 105.

Tabela 4.15

**BRASIL: EVOLUÇÃO DAS PRINCIPAIS TARIFAS PÚBLICAS**  
**Média Anual (1980 = 100)**

período	deflacionado pelo IGP-DI					
	aço	gasolina	álcool	diesel	e. elétrica	telefone
1980	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
1982	103.17	88.96	92.67	120.38	108.57	79.94
1985	87.69	71.52	81.41	113.94	95.75	62.83
1986	69.08	64.89	73.89	77.34	92.40	47.83
1987	60.55	79.16	90.39	70.10	140.05	45.73

período	deflacionado pela taxa de câmbio do dólar					
	aço	gasolina	álcool	diesel	e. elétrica	telefone
1980	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
1982	124.65	107.35	96.77	146.67	131.43	97.79
1985	82.12	66.87	65.88	107.54	89.67	59.57
1986	71.11	67.12	65.16	80.22	95.79	49.99
1987	70.13	91.45	90.39	81.84	162.58	53.60

Fonte: IESP - Área de Empresas Estatais.

FGV - *Conjuntura Econômica* - diversos números.

receitas futuras. Todavia, as pressões passaram a ser tão grandes e tão difíceis de conter que, no final de agosto, o governo decretou que o poder executivo ficava proibido, até o final de 1987, de criar novos subsídios, salvo se tivesse dotação orçamentária. Simultaneamente, o ministro da Fazenda não podia mais conceder excepcionalidade na concessão de novos empréstimos ao setor público, poder que a partir de então cabia somente ao presidente da República. Isto era uma clara manifestação da pressão de gasto e de financiamento que o governo federal vinha sofrendo e para a qual não tinha contrapartida.

Em função disso, a equipe econômica em exercício passou a elaborar um novo pacote fiscal para o final do ano, que no entanto sofreu reações contrárias não só do setor privado mas também de parte de outras esferas do setor público. Este foi um fator determinante na renúncia do ministro Bresser Pereira em dezembro de 1987.

Em suma, este ministro, ao contrário de seu antecessor, não teve mais nenhum grau de liberdade para atuar na estrutura tributária e sofreu crescentes pressões, de todas as esferas, para intervir, passivamente, através de transferências e/ou empréstimos.

#### 4.3.2. A gestão financeira interna do setor público

O enfoque heterodoxo adotado no período do ministro Funaro continha, sem dúvida, tentativas de realizar algumas mudanças na área financeira para enfrentar a situação de *Ponzi*

Tabela 4.16

**BRASIL: EMPRESAS ESTATAIS FEDERAIS**

	(em % do PIB)		
	1985	1986	1987
1. RECEITAS	13.74	12.14	13.56
1.1. Receitas Operacionais	12.59	11.29	12.47
1.2. Outras Receitas Correntes <sup>a</sup>	1.15	0.85	1.09
2. GASTOS OPERACIONAIS	10.57	11.17	12.37
2.1. Pessoal e Encargos Sociais	1.87	2.02	2.55
2.2. Outros Gastos Correntes	8.70	9.15	9.82
3. SALDO OPERACIONAL CORRENTE (1-2)	3.17	3.63	3.69
4. FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL	3.06	2.99	3.45
5. OUTRAS DESPESAS DE CAPITAL	0.82	1.25	0.59
6. JUROS E OUTROS ENC. FINANCEIROS	2.55	2.04	2.85
6.1. Internos	0.54	-	-
6.2. Externos	2.00	-	-
7. DÉFICIT(-) OU SUPERÁVIT(+) (3-4-5-6)	(3.26)	(2.65)	(3.20)
8. FINANCIAMENTO	3.26	2.65	3.20
8.1. Transferências do Tesouro	1.12	1.31	2.94
8.1.1. Correntes	0.43	0.40	0.67
8.1.2. De Capital	0.69	0.91	2.27
8.2. Financiamento Líquido	2.14	1.34	0.26
8.2.1. Interno	2.16	-	-
8.2.2. Externo	(0.02)	-	-

**Nota:** (a) a correção monetária foi expurgada das receitas de aplicações financeiras, de acordo com estimativas de diferentes fontes.

**Fonte:** CEPAL/PNUD: "O déficit do setor público e a política fiscal no Brasil, 1960-1988". Série Política Fiscal Nº 14, Santiago, 1991; para 1985.

CPF/SEPE/MEFP para 1986 e 1987.

*finance.* As medidas implementadas apontavam essencialmente em três direções: i) redução das despesas financeiras referentes ao estoque de dívida pública já contraída; ii) diminuição deste mesmo estoque; e iii) constituição de novas bases de financiamento interno e que fossem menos onerosas. Este último aspecto, que constituía a razão de ser de uma efetiva reforma financeira interna, visava restaurar a separação entre moeda e poupança financeira. Desta maneira se esperava, por um lado, retomar o controle sobre a política monetária e ampliar o

financiamento monetário e o poder de senhoriagem do Estado<sup>23</sup>. Por outro lado, este tipo de reforma pretendia criar as condições para que a poupança financeira se constituísse na base de alavancagem do processo de *funding* dos investimentos. Este processo deveria iniciar-se nas empresas estatais, dado que seus investimentos eram complementares aos da área privada, mas não podiam ser retomados pelos problemas de financiamento decorrentes da crise externa.

No que diz respeito à redução das despesas financeiras nas quais o setor público vinha incorrendo, foram tomadas, logo de saída, basicamente duas medidas na gestão do ministro Funaro. Primeiro, a valorização contínua da moeda nacional em relação ao dólar praticamente ao longo de toda a sua gestão (Tabela 4.17) fez com que se reduzissem os encargos financeiros externos expressos em cruzeiros (e posteriormente em cruzados). Como se pode observar nos Gráficos 4.2 e 4.3, em 1986 houve uma redução do estoque de passivo externo do setor público expresso em moeda nacional, e com isso do peso das amortizações que venciam naquele ano. O mesmo efeito pode ser observado no fluxo de juros referentes à dívida externa (Tabela 4.18). Ou seja, em 1986 observou-se exatamente o efeito cambial inverso ao de fevereiro de 1983, comentado no capítulo II. Este enfoque de redução dos encargos externos não pôde ser sustentado por causa da crise cambial que se desencadeou já no segundo semestre de 1986, sendo totalmente revertido no período do ministro Bresser — que acelerou as desvalorizações cambiais para recuperar o desempenho das exportações.

A segunda providência para diminuir os encargos financeiros sobre o estoque de dívida pública foram tentativas no sentido de reduzir as taxas de juros internas. Logo em setembro de 1985, com a entrada de uma nova equipe no Bacen, reduziu-se a taxa mensal do *overnight*. Em termos reais, esta se encontrava no início da gestão do ministro Dornelles entre 3% e 6% a.m. (abril-junho), caindo para uma média de 0,8% a.m. no período de setembro de 1985 a março de 1986, reduzindo-se ainda mais até junho com a elevada liquidez que se gerou no período pós-Plano Cruzado. Com isso, a taxa acumulada de doze meses do *overnight* foi caindo até meados de 1986 (Gráfico 4.4).

A expressiva redução da taxa do *overnight* comprovou que efetivamente não eram necessários juros tão elevados — como vinham sendo praticados na administração de F. Dornelles — para garantir o refinanciamento do estoque da dívida pública interna no curtíssimo prazo. Quando em julho de 1986 as autoridades voltaram a elevar um pouco a taxa de juros, isso estava relacionado com uma política monetária mais restritiva para conter a demanda em função de pressões de preços e problemas de abastecimento, e não correspondia a dificuldades de refinanciamento da dívida pública mobiliária. Aliás, de novembro de 1986 até a implantação do Plano Bresser em meados de 1987, na maior parte dos meses a taxa de juros do *overnight* chegou a ser negativa em termos reais, o que explica a tendência de queda observada no Gráfico 4.4.

Como já apontado, uma segunda diretriz na área financeira estava relacionada com a tentativa de desvalorização do estoque da dívida pública. Embora já houvesse antecedentes neste sentido — reiteradas manipulações dos indexadores oficiais pelo governo desde 1977<sup>24</sup>

23 Para uma análise detalhada dos problemas na gestão monetária às vésperas do Plano Cruzado e seus principais objetivos nesta área, ver MENDONÇA DE BARROS (1992:13-21).

24 Para uma análise detalhada do significado dos indexadores oficiais para o funcionamento do mercado financeiro brasileiro, sua manipulação pelo governo e suas consequências, ver MENDONÇA DE BARROS (1992).

Tabela 4.17

**TAXA DE CÂMBIO Cr\$/US\$ - EVOLUÇÃO REAL**

( média dez 1984 = 100)

PERÍODO	1985	1986	1987
jan	99.26	95.15	84.21
fev	100.83	95.20	85.09
mar	98.88	95.77	85.84
abr	104.57	96.33	80.68
mai	107.67	96.02	82.18
jun	109.51	95.52	83.52
jul	108.90	94.92	87.06
ago	103.07	93.67	87.39
set	105.02	92.66	85.71
out	105.64	92.72	82.53
nov	100.25	91.14	80.06
dez	98.31	87.14	78.64

Nota: Taxa de câmbio nominal deflacionada pelo IGP-DI.

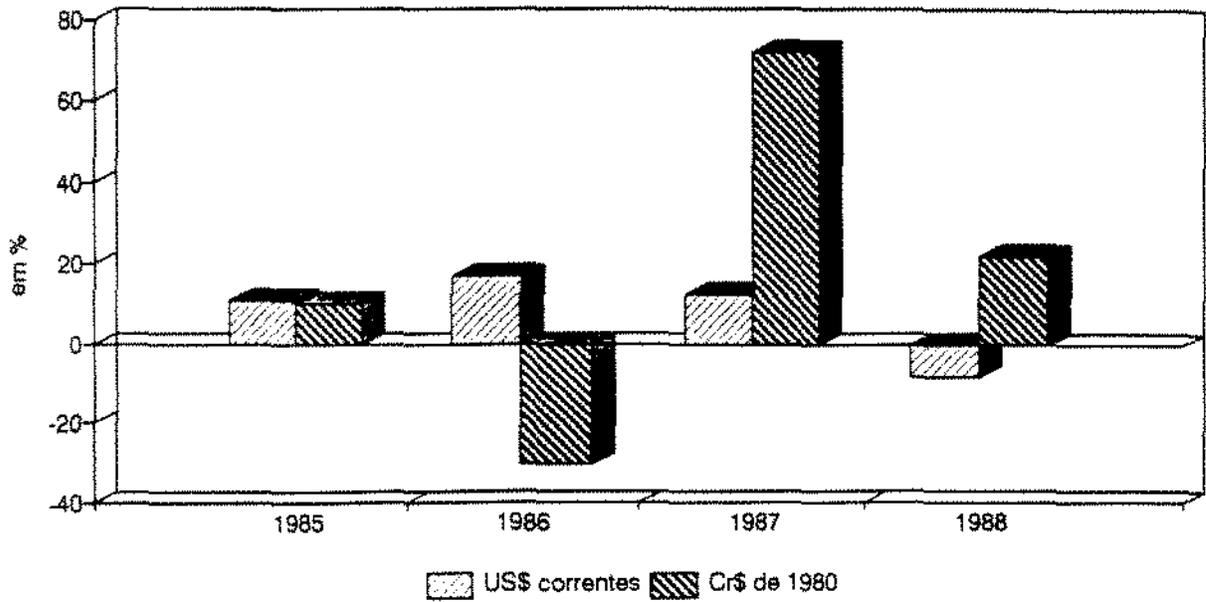
Fonte: Bacen, *Boletim Mensal* - diversos números.

FGV, *Conjuntura Econômica* - diversos números.

—, na gestão do ministro Funaro inaugurou-se a experiência até então mais ousada, que só foi superada posteriormente pelo Plano Collor. Primeiro, em novembro de 1985, junto com o "pacote" fiscal, as autoridades substituíram o IGP da Fundação Getúlio Vargas pelo IPCA do IBGE como índice de preços de referência para o reajuste dos principais indexadores utilizados pelo mercado financeiro: a correção monetária e a correção cambial. Ainda que existissem argumentos técnicos quanto à qualidade dos índices, o fato é que o primeiro corria alguns pontos na frente do segundo e era mais sensível ao comportamento dos preços agrícolas, que naquele momento haviam apresentado uma significativa ascensão. Com a mudança dos índices se defasou naquele momento a indexação financeira em relação à inflação e, assim, a atualização monetária dos passivos dos agentes endividados, entre eles o Estado.

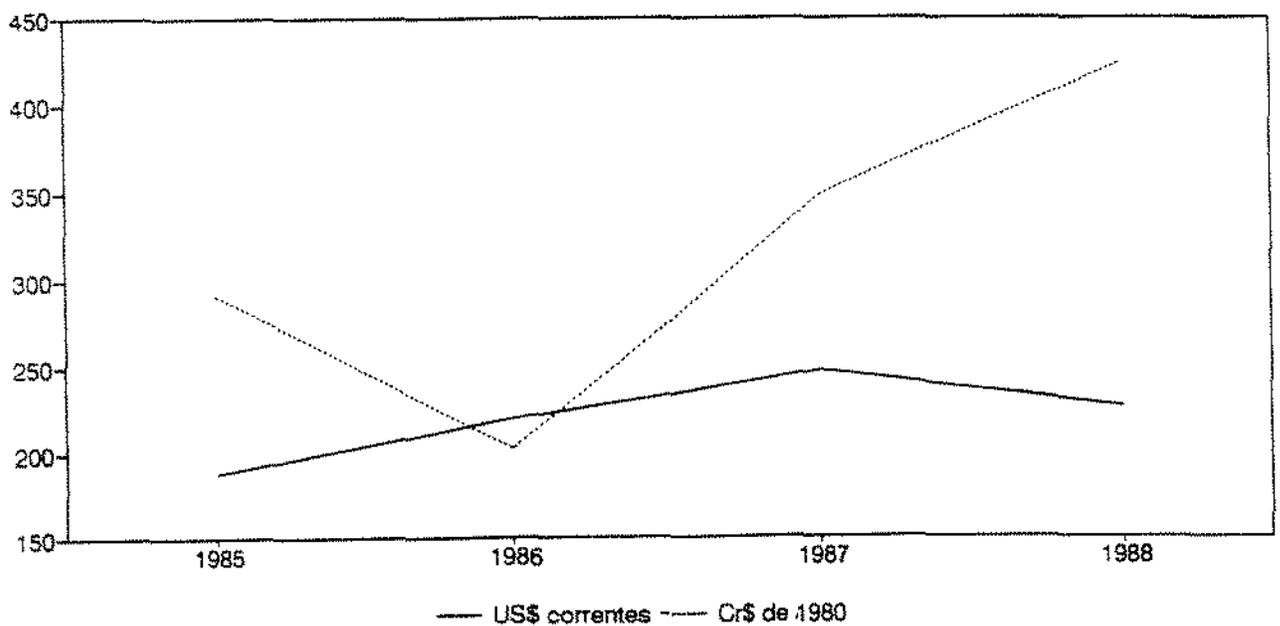
No Plano Cruzado, por sua vez, combinaram-se dois mecanismos. Primeiro, alterou-se novamente o índice de preços que servia de referência para a indexação, criando-se o IPC, que passou a ser apurado pelo IBGE baseado na mesma metodologia do INPC. Nesta mudança, a evolução dos preços da última quinzena de fevereiro de 1986 não foi contabilizada, já que o IPCA (índice aplicado desde dezembro/85) do mês de fevereiro se referia à evolução dos preços entre 16 de janeiro e 15 de fevereiro, e o IPC — índice criado naquele momento — passou a ser contabilizado entre os dias 1º e 30 de cada mês, a partir de um vetor de preços construído para o dia 28 de fevereiro de 1986. Em segundo lugar, dada a abrupta redução do patamar inflacionário com o congelamento dos preços, aplicou-se um redutor aos contratos a

Gráfico 4.2  
**DÍVIDA EXTERNA LÍQUIDA**  
**Setor Público (crescimento anual)**



Nota: Dívida em US\$, posição de dezembro, convertida pela taxa de câmbio nominal e deflacionada pelo IGP-DI.  
 Fonte: Bacen, Brasil-Programa Econômico; FGV, Conjuntura Econômica.

Gráfico 4.3  
**DÍVIDA EXTERNA LÍQUIDA**  
**Setor Público (1980 = 100)**



Nota: Dívida em US\$, posição de dezembro, convertida pela taxa de câmbio nominal e deflacionada pelo IGP-DI.  
 Fonte: Bacen, Brasil-Programa Econômico; FGV, Conjuntura Econômica.

Tabela 4.18

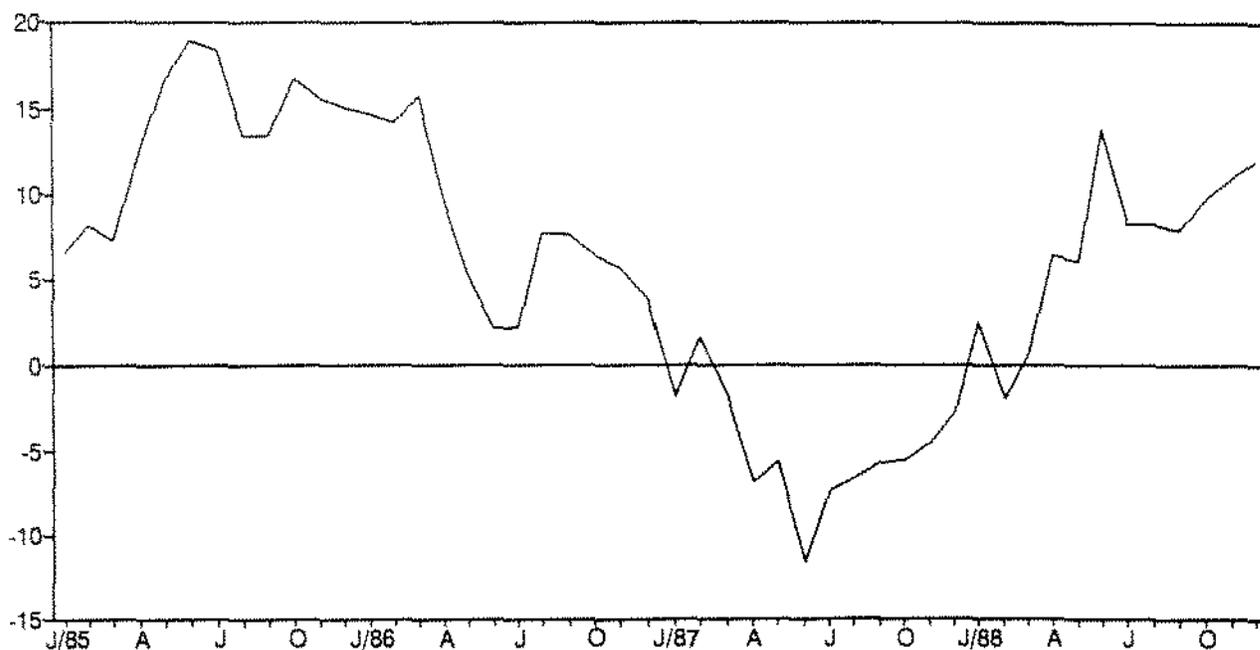
**ENCARGOS FINANCEIROS EXTERNOS DO SETOR PÚBLICO**

PERÍODO	Valores correntes US\$		Valores Constantes Cr\$	
	US\$ milhões	1983 = 100	Cr\$ de 1980 <sup>a</sup>	1983 = 100
1983	6,763	100	627,301	100
1984	7,735	114	729,744	116
1985	7,887	117	738,973	118
1986	7,218	107	401,646	64
1987	7,027	104	598,560	95
1988	7,937	117	898,457	143
1989	8,742	129	964,446	154
1990	8,957	132	617,625	98

Nota: (a) Juros externos em US\$ correntes, convertidos pela taxa de câmbio de 31/12 de cada ano. Valores correntes deflacionados pelo IGP-DI acumulado no ano.

Fonte: Bacen/Depec. Encargos financeiros do setor público - estimativas\*, mimeo.

Gráfico 4.4

**TAXA REAL DE JUROS****Overnight - 12 meses (em %)**

Nota: Taxa deflacionada pela inflação oficial.

Fonte: Bacen- Departamento Económico.

prazo denominados em valores nominais, que embutiam uma expectativa quanto ao comportamento da inflação que deixou de realizar-se. O deflator oficialmente estabelecido era de 15% a.m., publicado na então denominada "tablita". Este deflator, no entanto, levava em consideração a inflação na margem, isto é, basicamente os últimos três meses. Como a inflação vinha se acelerando, todos aqueles contratos realizados antes deste período provavelmente embutiam uma expectativa inflacionária menor. Ao aplicar-lhes um deflator maior, estava-se de fato desvalorizando estes contratos, e portanto favorecendo os devedores. Como o setor público tende a ter contratos de prazo mais longo e em muitas de suas esferas havia restrições a contratos indexados, tudo indica que este tenha sido um mecanismo significativo de desvalorização para uma parte da dívida do setor público.

Ainda na gestão do ministro Funaro houve um último recurso nesta direção, que no entanto causou polêmica dentro da própria equipe econômica. Trata-se dos empréstimos compulsórios cobrados na venda de alguns bens como combustíveis e carros, e que majoravam os preços finais destes bens, mas que foram desconsiderados na apuração da evolução dos preços.

Além disso, houve um outro mecanismo não deliberado de desvalorização. No segundo semestre de 1986, com a perda de entusiasmo dos "fiscais do Sarney" e problemas graves de desabastecimento, a prática de ágios se havia generalizado. Como estes não eram captados pelos índices oficiais de preços, a indexação legal das dívidas se fazia por um valor inferior à evolução real dos preços.

Qualquer tentativa de estimar a desvalorização do passivo interno do setor público via estes mecanismos seria extremamente grosseira e careceria de fundamentos minimamente seguros. Mas, do ponto de vista da concepção, a desvalorização do estoque de dívida interna era uma diretriz clara para enfrentar as dificuldades financeiras do setor público, e tudo indica que teve um impacto importante (Tabela 4.22).

A terceira diretriz, e sem dúvida a mais difícil, pois supunha alterações profundas na área monetária e financeira, apontava no sentido de constituir uma sólida base de financiamento do Estado. Um primeiro passo neste sentido foi o próprio programa de estabilização, pois a partir do controle do processo inflacionário se recobriria a fonte de financiamento mais barata do Estado, de custo zero, que é a moeda. A partir do controle dos preços e, por conseguinte, da recuperação significativa da função de reserva de valor da moeda nacional, num contexto macroeconômico em expansão e com taxas de juros baixas, houve um intenso processo de remonetização da economia. Para que se tenha uma idéia, nos cinco meses seguintes à implantação do Plano Cruzado (março-julho/86) houve uma expansão real da base monetária de 150%, tendência que posteriormente perdeu fôlego com a retomada das pressões de preços. Em 1986, a base monetária correspondeu a praticamente 90% das necessidades de financiamento do setor público (NFSP) no conceito operacional, contra 38% no ano anterior. O efeito positivo da remonetização superou em muito a queda do imposto inflacionário (ou senhoria-gem) também decorrente do processo de estabilização, melhorando portanto nitidamente as condições de financiamento do setor público (Tabela 4.19).

Tabela 4.19

**FONTES DE FINANCIAMENTO DO SETOR PÚBLICO:  
Senhoriagem e Base Monetária**

Período	NFSP como % do PIB		Imposto Inflacionário <sup>a</sup>			Base Monetária <sup>b</sup>		
	Conceito Operacional	Conceito Nominal	% do PIB	% das NFSP (Oper.)	% das NFSP (Nom.)	% do PIB	% das NFSP (Oper.)	% das NFSP (Nom.)
1979			3.20			5.14		
1980			3.27			4.21		
1981			2.31			3.44		
1982			2.19			3.04		
1983	3.0	19.9	2.58	83.28	12.96	2.15	69.59	10.80
1984	2.7	23.3	2.12	77.36	9.10	1.66	60.76	7.12
1985	4.3	27.6	2.20	52.41	7.91	1.59	37.82	5.72
1986	3.5	10.8	1.35	37.14	12.14	3.26	89.56	29.31
1987	5.5	29.5	3.96	65.45	12.64	2.26	37.31	7.21
1988	4.2	48.5	4.65	101.19	8.88	1.48	32.25	2.28
1989	6.9	93.1	7.10	103.19	8.55	1.36	19.84	1.64
1990	(1.2)	26.9	4.55	(c)	16.91	2.30	(c)	8.55

Notas: (a) Imposto inflacionário ou Senhoriagem é entendido como a desvalorização da moeda em circulação em função do processo inflacionário. Método de cálculo:

$$\sum_{t=1}^{12} \frac{B_t}{t} \times \dot{p}_t$$

onde:  $B_t$  = Base monetária no final do mês (t)

$\dot{p}_t$  = variação do IGP-DI no mês e no mês seguinte, centrada no dia 30 do mês (t), por média geométrica.

(b) Média anual dos estoques de final de mês.

(c) As NFSP no conceito operacional em 1990 são negativas.

Fonte: Bacen, **Brasil - Programa Econômico** vários números.

Bacen, **Boletim do Banco Central** - vários números.

Se, por um lado, a remonetização foi o aspecto financeiro mais bem-sucedido neste programa de ajuste heterodoxo, por outro, paradoxalmente, a sua gestão errônea foi um aspecto determinante na rápida retomada das pressões inflacionárias. Já em fins de 1984 e no ano de 1985 se apontava para uma expansão da demanda e sinais de estrangulamentos do lado da oferta<sup>25</sup>. O Plano Cruzado em si, principalmente pela recuperação dos salários e por expectativas favoráveis quanto ao futuro, reforçou esta expansão. Neste contexto, a remonetização implicou uma intensa expansão do crédito, que por sua vez reforçou os gastos, erodindo o congelamento e a regulação dos preços que, no curto prazo, era um aspecto importante no combate ao processo inflacionário.

25 SUZIGAN e KANDIR (1985).

L. C. MENDONÇA DE BARROS analisa em detalhe este problema:

"Em um curto espaço de tempo o público recompôs seu estoque de moeda em níveis só verificados na segunda metade dos anos 70, quando a inflação brasileira era da ordem de 60% a 70% a.a. (...). A consequência, no campo monetário, foi a transformação de uma massa considerável de moeda indexada, quase 5% do PIB, em moeda bancária (depósitos à vista). Ora, como o depósito compulsório da moeda indexada era de 100%, sua transformação em depósitos à vista, com um compulsório médio na época da ordem de 38%, acabou liberando uma enorme capacidade de empréstimos para o setor bancário. Isto em um momento de explosão da atividade econômica interna. Alguns dos membros da equipe do plano, principalmente os diretores do Banco Central, advertiram para esta armadilha e propuseram um compulsório de 100% para o aumento dos depósitos à vista decorrentes da mudança de comportamento do público.

A medida não foi aprovada por dois motivos básicos: o primeiro, defendido pelo então presidente do Banco Central, dizia respeito à questão da rentabilidade dos bancos comerciais, principalmente os maiores deles, com a brusca queda da arrecadação do imposto inflacionário sobre os depósitos à vista e o 'float' de suas operações. O segundo argumento contra a medida vinha principalmente do então ministro da Fazenda e tinha a ver com a necessidade de a economia trabalhar com juros baixos durante o período de congelamento de preços.

A explosão do crédito bancário foi um estímulo insuportável para uma economia já aquecida pela elevação do salário real em função da redução brusca da inflação e do processo de queima de poupança financeira devido à ilusão monetária dos juros nominais baixos. Do ponto de vista técnico, foi um dos maiores erros cometidos na gestão do Plano Cruzado.<sup>26</sup>

No final de junho as autoridades econômicas tentaram corrigir minimamente este problema, evitando, no entanto, que isso implicasse uma elevação significativa das taxas de juros no *overnight* e, conseqüentemente, voltasse a incrementar as despesas financeiras do Estado (Tabela 4.20). Limitou-se quantitativamente a expansão do crédito às pessoas físicas e ao uso do cartão de crédito, aumentaram-se os depósitos compulsórios das instituições financeiras e elevaram-se também as penas pecuniárias sobre deficiências no recolhimento destes depósitos<sup>27</sup>.

O segundo passo no sentido de constituir uma sólida base de financiamento do Estado diz respeito à recuperação da poupança financeira para alavancar o processo de *funding* dos investimentos. Numa primeira instância, isto era crucial para o Estado, mas, num segundo momento, também se faria necessário para a retomada dos investimentos privados, implicando portanto uma transformação geral e profunda na dinâmica financeira no país. Uma vez o processo inflacionário sob controle, o objetivo era restabelecer um leque de taxas de juros para os ativos financeiros que refletisse coerência entre a rentabilidade e seus determinantes básicos, prazo, risco e liquidez. Com a penalização das aplicações financeiras de curto prazo

26 MENDONÇA DE BARROS (1992:22-23).

27 Para maiores detalhes sobre as medidas, ver SEP/SP, *Análise de Conjuntura Econômica*, Nº 21, junho-julho 1986, pp. 10-18.

Tabela 4.20

PERÍODO	TAXAS MENSAIS DE JUROS - OVERNIGHT (em %)					
	TAXAS NOMINAIS			TAXAS REAIS <sup>a</sup>		
	1985	1986	1987	1985	1986	1987
Jan	13.56	16.78	11.00	0.85	0.50	(4.98)
Fev	12.16	15.98	19.61	1.78	1.38	4.98
Mar	12.63	1.22	11.95	(0.06)	1.33	(2.14)
Abr	13.76	1.28	15.30	6.12	0.50	(4.68)
Mai	12.29	1.23	24.63	4.17	(0.17)	1.15
Jun	10.88	1.27	18.02	2.86	0.00	(6.38)
Jul	9.68	1.95	8.91	0.72	0.75	5.69
Ago	9.11	2.57	8.09	(4.29)	0.88	1.63
Set	10.46	2.94	7.99	1.25	1.20	2.19
Out	10.31	1.96	9.45	1.20	0.06	0.25
Nov	10.91	2.37	12.92	(0.17)	(0.89)	0.07
Dez	13.45	5.47	14.38	0.04	(1.68)	0.21

Nota: (a) Taxa deflacionada pela índice oficial de preços.

Fonte: Bacen - Departamento Econômico.

e a extinção de sua indexação plena, esperava-se estimular a canalização da poupança financeira para ativos de maior prazo de maturação.

A primeira medida neste sentido foi, no Plano Cruzado, a supressão da indexação financeira oficial para contratos de prazo inferior a um ano<sup>28</sup> e o congelamento do valor da ORTN — que até então era o referencial básico de reajuste à inflação passada, apesar das reiteradas violações que havia sofrido na sua atualização mensal. Na mesma ocasião, o governo extinguiu a caderneta de poupança para as pessoas jurídicas e estendeu para três meses o prazo mínimo destas aplicações para as pessoas físicas. Com esta medida o governo pretendia fazer com que as empresas reduzissem suas aplicações de curto prazo às necessidades de capital de giro e que seu excedente se voltasse para aplicações de maior prazo, financeiras ou de capital fixo. No que diz respeito às pessoas físicas, a medida também visava alongar o perfil das aplicações, política que o governo pretendia continuar aprofundando paulatinamente.

Entretanto, dois outros aspectos precisavam ser levados em consideração na tentativa de estender o prazo das aplicações financeiras e penalizar as de curto prazo. A desindexação no curto prazo precisava ser substituída por uma forma de remuneração que não implicasse um processo de desintermediação financeira, e, portanto, tinha que encontrar um referencial

28 Com exceção da caderneta de poupança para pessoas físicas, para a qual se manteve a indexação à inflação passada, para evitar uma onda de saques que poderia trazer problemas à já difícil gestão do crédito imobiliário.

Tabela 4.21

**ENCARGOS FINANCEIROS DO SETOR PÚBLICO - em % do PIB**

PERÍODO	TOTAL DO SETOR PÚBLICO			EMPRESAS ESTATAIS		
	Total	Internos	Externos <sup>a</sup>	Total	Internos	Externos <sup>a</sup>
1983	6.64	2.92	3.72	3.53	1.28	2.25
1984	7.21	3.34	3.87	3.38	1.15	2.23
1985	7.05	3.52	3.53	3.24	1.00	2.24
1986	5.25	2.30	2.95	2.71	0.79	1.92
1987	4.71	2.04	2.67	2.28	0.67	1.61
1988	5.73	2.82	2.91	2.43	0.64	1.79
PERÍODO	GOVERNO CENTRAL			ESTADOS e MUNICÍPIOS		
	Total	Internos	Externos <sup>a</sup>	Total	Internos	Externos <sup>a</sup>
1983	2.09	0.83	1.26	1.03	0.82	0.21
1984	2.59	1.16	1.43	1.25	1.03	0.22
1985	2.76	1.71	1.05	1.05	0.80	0.25
1986	1.64	0.83	0.81	0.90	0.68	0.22
1987	1.45	0.58	0.87	0.98	0.79	0.19
1988	2.41	1.56	0.85	0.89	0.63	0.26

Nota: (a) inclui os juros referentes ao Aviso MF-30

Fonte: Bacen/Depec - "Encargos financeiros do setor público - Estimativa", mimeo.

de mercado. Em segundo lugar, para garantir uma fonte de financiamento barato para o Estado, era preciso tornar os títulos públicos mais atraentes que os ativos privados.

A tentativa feita pela equipe do ministro Funaro foi a introdução de taxas de juros pré-fixadas no curto prazo e que seriam, de tempos em tempos, repactuadas por alguma taxa de referência do mercado, seguindo o exemplo da LIBOR. Com a taxa de juros flutuantes se esperava, por um lado, quebrar a inércia da inflação passada, já que o referencial de remuneração do mercado embute as expectativas futuras; por outro lado, pretendia-se garantir o alongamento do perfil da dívida pública, ainda que uma condição básica para isso fosse o restabelecimento da confiança num horizonte mínimo de planejamento. Assim, em meados de 1986, se lançou a LTN com juros flutuantes (LTNf), com prazo mínimo de 378 dias, mas cujas taxas seriam repactuadas periodicamente na base da taxa média de LTNs de 63 dias colocadas junto ao público. Nesta mesma ocasião, o governo autorizou as instituições financeiras a também realizarem operações de captação de empréstimos a taxas flutuantes, com período mínimo de 180 dias e cuja referência seria a taxa de juros do mercado interbancário. Complementarmente, para reforçar o processo de alongamento do prazo dos títulos, aumentou o imposto de renda na fonte para as operações de até sessenta dias e reduziu o das operações de prazo superior, principalmente as nominativas.

Esta tentativa, porém, foi rapidamente frustrada, na medida em que os aplicadores embutiam na taxa de juros não somente uma expectativa de inflação em ascensão, como um

significativo *spread* de risco, fazendo com que o custo da colocação destes títulos no mercado se tornasse extremamente elevado para o Estado.

O terceiro e último conjunto de medidas para alcançar uma base mais sólida de financiamento do Estado foi criar um mercado cativo para títulos públicos e reforçar a poupança compulsória. Logo na implementação do Plano Cruzado, obrigaram-se os fundos mútuos de ações e os clubes de investimentos a aplicar, no mínimo, 19% de seus recursos em títulos públicos, política que posteriormente se reforçou com o aumento do percentual e extensão dessa obrigatoriedade para outros tipos de fundos, como os da previdência das empresas estatais e os fundos de curto prazo criados posteriormente.

No que diz respeito ao aumento da poupança compulsória, uma medida importante foi a criação do Fundo Nacional de Desenvolvimento (FND), em julho de 1986. A constituição deste fundo a partir de um empréstimo compulsório sobre alguns bens e serviços<sup>29</sup> cumpria um duplo objetivo. Por um lado, formar uma base de financiamento de maior prazo (*funding*) e menor custo para capitalizar algumas empresas estatais e retomar seus investimentos, inseridos num programa mais amplo de reestruturação do SPE. Por outro lado, o empréstimo compulsório seria uma forma de conter as pressões de demanda e com isso tratar de administrar o congelamento de preços e combater os crescentes ágios verificados no mercado. Estimava-se que, no primeiro ano, o FND contasse com recursos da ordem de CZ\$ 133 bilhões (aproximadamente US\$ 9,5 bilhões), que, além dos empréstimos compulsórios viriam da venda de ações preferenciais das empresas estatais e da aplicação obrigatória dos fundos de pensão das empresas estatais em títulos do FND.

As dificuldades na alteração da dinâmica monetária e financeira para criar uma efetiva base de financiamento do Estado — via mecanismos de mercado ou empréstimos compulsórios — apareceram rapidamente. Após a reunião de Carajás (final de maio/1986), em que o presidente Sarney convocou seus ministros para discutir a etapa seguinte da gestão do Plano Cruzado, ficou explícito que não havia apoio político para sustentar avanços na direção das mudanças estruturais. A partir daquele momento observou-se por parte da equipe do Banco Central um recuo — que um de seus membros chamou de "tático" — para evitar um descontrole na área monetário-financeira.

Com a retomada das pressões inflacionárias, a implementação das taxas de juros flutuantes para os títulos públicos de curto prazo causou no mercado uma reação contrária àquela esperada pelas autoridades econômicas. Por outro lado, diante das incertezas no mercado financeiro, de um evidente atraso do câmbio e de ameaças da Receita Federal às empresas que descumprissem o congelamento de preços, apareceram indícios de um processo de fuga de capitais, que se refletiu na paralisação do mercado financeiro e em um novo salto do ágio no mercado paralelo do dólar em agosto. Diante desta situação, as autoridades tomaram várias medidas que indicavam uma clara atitude de recuo.

Primeiro, voltou-se a permitir que as pessoas jurídicas aplicassem seus recursos em caderneta de poupança, o que lhes garantia uma indexação à inflação passada. Para as pessoas físicas, o prazo mínimo das aplicações em caderneta de poupança voltou a ser de um mês. Para evitar a fuga de capitais do mercado financeiro, criaram-se os fundos de curto prazo, que permitiam a aplicação de recursos no curtíssimo prazo e de forma anônima, já que as cotas podiam ser ao portador. No mínimo 40% dos recursos destes fundos tinham que ser aplicados

---

29 O empréstimo compulsório era sobre a compra de automóveis, gasolina, álcool, viagens ao exterior e compra de dólares para turismo.

em em Letras do Banco Central (LBC). Desta maneira as autoridades criaram um importante mercado cativo para as LBCs, daí em diante praticamente os únicos títulos através dos quais o governo passou a financiar sua dívida mobiliária.

Frente às resistências dos agentes em canalizar seus recursos para ativos de prazo mais longo — mesmo com a garantia de remuneração atualizada na margem através de taxas de juros flutuantes —, as autoridades econômicas partiram para a implementação de um processo de **indexação financeira plena**. Isso se deu através do lançamento das LBCs, um título do Banco Central com indexação diária<sup>30</sup>. Se bem este título poderia servir para fazer gestão de política monetária, sua função principal, quando foi lançado, era a de uma moeda indexada, substituta da moeda num contexto inflacionário e de instabilidade, que evitasse a fuga para ativos reais e/ou de risco e, desta maneira, garantisse o refinanciamento da dívida pública. Ou seja, introduziu-se deliberadamente uma moeda indexada — referencial básico para todas as operações financeiras<sup>31</sup> — que era corrigida diariamente pela remuneração de operações financeiras de um dia (*overnight*), sendo que esta remuneração embutia uma expectativa quanto ao patamar da inflação e ao estado de liquidez na economia.

Do ponto de vista do financiamento do setor público, a introdução da LBC teve algumas conseqüências. Em primeiro lugar, sancionou a dinâmica do mercado de permanecer estritamente no curto prazo e liquidou o projeto de reconstituição de mecanismos de *funding* para a retomada dos investimentos. Desta maneira, eliminou-se automaticamente o problema de carregamento do estoque de títulos públicos pelas instituições financeiras, pois suas taxas de juros, ativa (LBC) e passiva, seguiam a remuneração do *overnight*. Em segundo lugar, acelerou-se o processo de desmonetização. Conforme o processo inflacionário foi retomado, o financiamento via moeda perdeu fôlego e foi substituído pelo financiamento através da moeda indexada (aplicações em LBC), cujo custo é relativamente mais elevado, ainda que neste período as taxas mensais do *overnight* se mantivessem, em termos reais, próximas de zero. Em terceiro lugar, na medida em que a LBC — título do Bacen — passou a ser simultaneamente o principal instrumento de refinanciamento da dívida mobiliária do setor público, reapresentou-se a contradição básica entre gestão monetária e fiscal no contexto de inexistência de um processo adequado de *funding*. Uma subida da taxa de juros real em razão de expectativas e/ou da política monetária implicaria um aumento imediato das despesas financeiras do Estado, o que reconstituiria a situação de *speculative* ou *Ponzi finance*.

O passo seguinte no recuo das autoridades econômicas na área financeira foi a reintrodução da correção monetária pós-fixada. Como os títulos pré-fixados, fossem públicos ou privados, embutiam juros relativamente elevados, uma primeira tentativa do governo para enfrentar a questão foi voltar a reduzir os prazos mínimos destas operações e diminuir a incidência do imposto de renda na fonte, para com isso quebrar as expectativas negativas. No

30 "O fato de ser a LBC um título emitido pelo Banco Central e não pelo Tesouro Nacional tinha um objetivo claro: mostrar a todos que se tratava de uma moeda e não de um título de crédito. Além desta mensagem conceitual clara, a LBC incorporava formalmente o conceito da indexação financeira. A variação do valor de face das LBCs estava vinculada à taxa média de juros nas operações de um dia no sistema SELIC, e não mais, como desde a criação das ORTNs em 1964, a um índice interno de preços." MENDONÇA DE BARROS (1992:27).

31 A partir de dezembro de 1986, a indexação dos principais ativos financeiros — OTN, Cadernetas de Poupança, FGTS, Fundos de Participação PIS/Pasep — passou a seguir a variação da LBC ou a do IPC, a que fosse maior.

entanto, na medida em que isso se mostrou inefetivo, reintroduziu-se a partir do início de 1987 a correção pós-fixada, agora entretanto essencialmente vinculada à variação da LBC.

Apesar deste nítido retrocesso a partir de meados do ano, o resultado global do conjunto das medidas tomadas em termos dos encargos financeiros do setor público foi, em 1986, muito significativo. Os encargos com juros referentes a dívida interna se reduziram em 34% (de 3,5% do PIB em 1985 para 2,3% do PIB), o que se deveu tanto à redução dos custos financeiros médios de rolagem desta dívida (de 16,3% a.a. para 11,4% a.a.) como à redução do estoque da dívida do governo federal através dos vários mecanismos anteriormente assinalados (Tabelas 4.21 e 4.22). Ou seja, as melhores condições de financiamento em termos de custo, ainda que este financiamento continuasse se restringindo ao curtíssimo prazo, mais algum ajuste de estoques fizeram com que a dívida interna do setor público se mantivesse praticamente estacionada de 1985 para 1986.

Na gestão do ministro Bresser Pereira, a dimensão financeira interna no enfrentamento do desajuste do setor público não recebeu grande ênfase. Por um lado, como já se observou, a equipe econômica anterior já havia recuado frente aos obstáculos enfrentados, tendência que se reforçou em alguns casos. Por outro lado, mudanças estruturais no âmbito financeiro interno não faziam parte da lógica de ajuste do setor público da nova equipe, o que acabou desmobilizando alguns esforços anteriores. O exemplo mais claro neste sentido foi o Fundo Nacional de Desenvolvimento (FND). Apesar de haver sido criado em meados de 1986, o seu volume de recursos ficou muito aquém do esperado e somente no início de abril do ano seguinte — praticamente na véspera da demissão do ministro D. Funaro — se criaram e regulamentaram as obrigações do FND, um dos principais instrumentos de captação de recursos deste fundo. Logo no início da gestão do ministro Bresser Pereira, o pouco que restava do FND foi desmontado, extinguindo-se, por um lado, os empréstimos compulsórios que o alimentavam com recursos e instituindo-se, por outro, um novo corte de gastos com investimentos — sendo estes a razão de ser deste *funding*. A extinção desta proposta de *funding* não deixou de ser onerosa, pois não teve papel algum na alavancagem de investimentos, mas relegou ao Estado um passivo que precisa ser administrado e liquidado com recursos públicos já escassos.

Na realidade, o plano macroeconômico propugnado em meados de 1987 continha uma lógica de ajuste do setor público basicamente de natureza fiscal — aumento de receita e corte de gastos — e nenhuma ênfase na ampliação da base de financiamento interno do setor público. Coerente com esta lógica e numa nova tentativa heterodoxa de estabilização, o ajuste baseou-se na política fiscal e numa política monetária mais restritiva. Esta última era vista como essencial para desestimular a especulação com estoques e, junto com a contenção da demanda, garantir uma saída ordenada do congelamento de preços. Para restringir a liquidez, elevaram-se os depósitos compulsórios das instituições financeiras e os fundos de curto prazo passaram a ser obrigados a aplicar 80% de seus recursos em LBC.

A conseqüente subida da taxa de juros (Tabela 4.20 e Gráfico 4.4) e a diminuição do nível de atividade implicaram uma significativa retração da demanda por crédito do setor privado, com o que no segundo semestre de 1987 houve, entre os haveres não monetários do sistema financeiro, uma significativa substituição dos depósitos a prazo por LBCs (Tabela 4.23). Esta mudança na orientação da política monetária levou, por um lado, a um refluxo da dinâmica financeira privada e criou problemas para empresas que se haviam lançado num processo de expansão e alavancagem de crédito, rebatendo no sistema financeiro.

"O Banco Central foi obrigado então a criar mecanismos especiais de liquidez para evitar um verdadeiro 'credit crunch' com inevitáveis quebras de instituições

Tabela 4.22

**BRASIL: ENDIVIDAMENTO PÚBLICO - em US\$ milhões  
(posição dezembro)**

	1982	1983	1984	1985	1986	1987
<b>DÍVIDA TOTAL</b>	95.982	94.816	102.959	118.980	131.935	157.796
Governo Federal	33.913	33.343	39.262	43.680	48.536	75.038
Estados e Municípios	13.692	12.059	13.288	15.958	18.549	19.827
Empresas Estatais	48.377	49.414	50.409	59.342	64.850	62.931
<b>DÍVIDA INTERNA</b>	47.889	32.825	39.855	49.066	50.523	65.843
Governo Federal	18.206	6.097	13.473	17.837	10.917	25.085
- Dívida Mobiliária	19.393	9.654	16.677	24.643	24.043	31.969
- Depósitos no Bacen	0	0	0	0	0	5.397
- Aviso MF-30	(1.187)	(3.557)	(3.204)	(6.806)	(13.126)	(12.281)
Estados e Municípios	10.686	9.045	9.799	11.229	13.441	14.923
- Dívida Mobiliária	3.958	2.744	2.670	3.174	4.110	5.562
- Dívida Bancária	6.728	6.199	6.878	7.531	8.320	8.021
- Aviso MF-30	0	102	251	524	1.011	1.340
Empresas Estatais	18.997	17.683	16.583	20.000	26.165	25.835
- Dívida Bancária	17.810	14.228	13.631	13.718	14.050	14.894
- Aviso MF-30	1.187	3.455	2.952	6.282	12.115	10.941
<b>DÍVIDA EXTERNA</b>	48.093	61.991	63.104	69.914	81.412	91.953
Governo Federal	15.707	27.246	25.789	25.843	37.619	49.953
Estados e Municípios	3.006	3.014	3.489	4.729	5.108	4.904
Empresas Estatais	29.380	31.731	33.826	39.342	38.685	37.096

Nota: Os dados referentes à dívida interna foram convertidos em dólares a taxa de câmbio (venda) do 31/12 de cada ano.

Fonte: Bacen/Depec.

financeiras. Mesmo assim, o volume de quebras e concordatas de empresas do setor real foi suficientemente grande para provocar enormes prejuízos nos intermediários bancários.<sup>32</sup>

Por outro lado, causou uma expansão brutal do estoque da dívida pública interna, especialmente no nível do governo federal, via dívida mobiliária e depósitos compulsórios no Bacen (Tabela 4.22). Ainda que a taxa de juros tenha subido desde julho de 1987 e houvesse este aumento no estoque da dívida, suas conseqüências sobre os encargos financeiros do setor público se fizeram sentir somente no ano seguinte (Tabela 4.21).

32 MENDONÇA DE BARROS (1992:29).

Tabela 4.23

**BRASIL: COMPOSIÇÃO DOS HAVERES NÃO-MONETÁRIOS**  
(part. relativa no Total em %)

PERÍODO TRIM.	TOTAL HAV.N-MON.	Depósitos Poupança	Depósitos Prazo Fixo	L.Câmbio L.Imob.	Tit.Pub. Est.e Mun.	Títulos Tesouro N.	Títulos Bacen
1985 - I	100.00	29.33	18.73	4.71	4.30	42.92	0.00
II	100.00	28.23	18.05	4.22	3.95	45.55	0.00
III	100.00	25.66	17.96	4.02	3.97	48.39	0.00
IV	100.00	25.69	17.53	4.01	4.06	48.71	0.00
1986 - I	100.00	24.63	16.21	3.10	3.86	52.19	0.00
II	100.00	23.16	15.34	3.25	4.29	53.06	0.89
III	100.00	20.94	15.39	2.84	4.03	44.45	12.36
IV	100.00	19.08	17.51	2.74	3.72	46.51	10.44
1987 - I	100.00	19.02	15.93	1.77	3.14	49.18	10.97
II	100.00	22.67	12.89	1.07	3.83	45.79	13.75
III	100.00	24.50	11.27	0.99	3.90	44.34	15.00
IV	100.00	24.09	10.03	1.18	4.06	42.81	17.82
1988 - I	100.00	28.27	11.42	0.73	4.85	38.57	16.16
II	100.00	32.88	14.22	0.69	5.51	35.69	11.01
III	100.00	37.44	14.13	0.67	5.88	38.72	3.17
IV	100.00	38.10	14.14	0.55	5.90	41.30	0.00

Fonte: Bacen, *Boletim Mensal* - Vol.25, nº2, fev/89

Assim, chegou-se ao final do período das experiências heterodoxas da década de 80 com a seguinte situação no âmbito financeiro público. Fracassada a tentativa de alongar o perfil da dívida mobiliária interna e passando o governo a usar eminentemente as LBCs para refinarar este passivo, passou a existir uma situação ambígua. Por um lado, reduziu-se o custo de financiamento desta dívida, enquanto a taxa nominal do *overnight* se mantinha próxima da inflação. Mesmo a esta taxa baixa, não se apresentava nenhum problema de refinanciamento. Por outro lado, no entanto, esta situação apresentava dois inconvenientes.

O primeiro se refere ao risco de uma situação de "não-refinanciamento" que se poderia desencadear no mercado. Este risco se tornava maior na medida em que houvesse uma nova retração econômica, em que o peso dos ativos públicos aumentasse na carteira dos investidores e, ao mesmo tempo, as condições financeiras do Estado não sinalizassem uma melhora. Entretanto, este risco também precisa ser relativizado, na medida em que o mercado não oferecia outras alternativas para a aplicação dos recursos disponíveis. Diante de uma fuga maciça das LBCs, os preços nos mercados de risco ou de ativos reais explodiriam, imprimindo com certeza alguma perda a seus aplicadores. Ou seja, de fato não havia muitas alternativas para fugir dos títulos públicos com relativa segurança de não incorrer em perdas.

O segundo inconveniente, que já foi assinalado, é o impacto negativo de uma política monetária restritiva neste contexto de financiamento de curto prazo sobre as contas fiscais, através da elevação dos encargos financeiros. Isso ocorreu em função deste tipo de política implementada a partir de meados de 1987 e acabou enfatizado no período sob a gestão do ministro Mailson.

#### 4.4. Conclusões

1) A experiência heterodoxa quanto à questão do financiamento mostrou que um enfoque mais abrangente, que afete não somente os fluxos, mas também o estoque de dívida, tende a ser mais efetivo para reverter a situação de *Ponzi finance* do setor público. Neste sentido apontaram tanto a política de valorização da moeda nacional — diminuindo o peso da dívida externa e seus encargos em termos de cruzeiros — como os diversos mecanismos de desvalorização da dívida interna. No entanto, esta experiência também revelou suas limitações ao ser imposta unilateralmente pelo governo. Além disso, estas experiências desencadeiam um intenso processo de aprendizado entre os agentes econômicos para se defenderem de novas medidas deste tipo, tornando cada vez mais difícil garantir os resultados positivos esperados de experiências heterodoxas.

No caso da dívida externa, a sustentação de uma oferta restrita de recursos internacionais obriga à implementação de uma taxa de câmbio relativamente desvalorizada, sob o risco não só de perda de competitividade como de uma especulação ativa dos próprios agentes econômicos do país contra a moeda nacional. Na medida em que a taxa de investimentos é baixa e, conseqüentemente, outros determinantes fundamentais de competitividade não se desenvolvem, a desvalorização cambial passa a ser um fator básico da performance das exportações. Esta política cambial, no entanto, eleva os encargos financeiros dos agentes endividados em moeda estrangeira, isto é, o Estado. Em suma, sem um maior fluxo de recursos externos e o desenvolvimento de determinantes básicos de competitividade internacional, sempre haverá um *trade-off* entre o peso do estoque e dos encargos financeiros externos do Estado e a performance da balança comercial, especialmente das exportações. Este fluxo de recursos externos depende, por um lado, da performance na gestão da política econômica interna e, por outro, da postura dos investidores internacionais diante do país, ou seja, das conseqüências da evolução do contexto internacional para o Brasil.

No que se refere à dívida pública interna, as imposições unilaterais de desvalorização do estoque se mostraram politicamente muito desgastantes e os agentes passaram a procurar crescentemente mecanismos para precaver-se deste risco, inclusive embutindo uma margem adicional em seus preços. Como assinala ALESINA, sem uma causa maior, esta maneira de tratar a questão da dívida pública interna é de difícil aceitação. Isso, portanto, remete, no âmbito interno, também à questão do financiamento.

Em suma, já que um ajuste mais efetivo precisa envolver estoques significativos de dívida pública, e como suas desvalorizações implicam as dificuldades acima apontadas, o enfrentamento do problema passa necessariamente pelo refinanciamento destes estoques em condições adequadas.

2) Neste processo de refinanciamento, a experiência do Plano Cruzado deu evidências claras quanto à importância do controle do processo inflacionário para recuperar o financiamento do Estado pelo processo de remonetização. Esta é uma questão central e que é pouco enfatizada quando se trata dos objetivos da estabilização.

3) As dificuldades de empreender um verdadeiro ajuste fiscal ficam muito evidentes neste período. Neste sentido, duas questões parecem fundamentais. Em primeiro lugar, um efetivo aumento da receita do Estado tem como condição necessária um contexto de crescimento, que permita elevar a carga tributária sobre uma base de arrecadação em expansão. Em segundo lugar, tende-se a subestimar as dificuldades de contenção e/ou reestruturação dos gastos do Estado, não só em relação aos interesses privados nele consolidados, mas também àqueles das distintas esferas intragovernamentais.

Se este diagnóstico for correto, um efetivo ajuste fiscal no país suporia duas coisas ao mesmo tempo. Por um lado, o ajuste fiscal não pode ser visto independentemente da questão do financiamento, já que este é necessário para sustentar um patamar mínimo de crescimento, sem o qual as tentativas de elevar as receitas do Estado têm sido difíceis. Por outro lado, suporia uma profunda reforma do Estado que permitisse reestruturar seus gastos, readequar sua inserção econômica direta e seus instrumentos de gestão de política econômica.

4) No que diz respeito ao financiamento, além do processo de remonetização destacado, a experiência do Plano Cruzado serviu para mostrar as dificuldades de mudar as condições vigentes. Supondo que se alcançasse um controle razoável do processo inflacionário, permanece a questão da recuperação dos demais instrumentos de financiamento. Há toda uma corrente que supõe que a partir da estabilização o processo de financiamento se recompõe automaticamente<sup>33</sup>. Outros analistas são mais céticos a este respeito. A partir da experiência do Plano Cruzado, em que se procurou separar a moeda da poupança financeira — ainda que isso se tenha dado num contexto de retomada do processo inflacionário —, a recomposição de um processo de financiamento adequado não parece tão automática. Em função da concentração dos agentes em aplicações de curto prazo no passado, tudo indica a necessidade de um esforço redobrado na canalização da poupança financeira para alavancar financiamentos de longo prazo. Tomando por base as experiências de outros países que tiveram que empreender esforços significativos de investimentos, a necessidade de mecanismos compulsórios de poupança, entre os quais os fundos de pensão, deverá ser reconsiderada. Logicamente, esta forma de financiamento só faz sentido para promover a expansão dos investimentos produtivos. No entanto, à medida que isso se realiza e se sustenta o crescimento, tendem a melhorar as condições para um ajuste fiscal e o passivo público acumulado, expandido pela situação de *Ponzi finance*, perde importância relativa.

Em resumo, a retomada do financiamento para projetos de expansão tenderia a reproduzir uma situação semelhante à que se observou no mercado financeiro internacional a partir de 1983-1984. O problema da dívida externa dos países em desenvolvimento não foi resolvido, continua presente. Mas, diante da retomada dos financiamentos e investimentos internacionais para outras regiões, este estoque de passivo perdeu importância relativa e passou a ser administrado pelos credores com relativa tranquilidade.

---

33 Por exemplo BACHA (1989).

## **CAPÍTULO V**

### **O Retorno à Visão Ortodoxa de Ajuste num Contexto de Crescente Fragilidade Política do Executivo (1988 - fevereiro de 1990)**

No último período do governo Sarney, na gestão de Mailson da Nóbrega no Ministério da Fazenda, observou-se a volta a uma visão ortodoxa de ajuste, que se procurou implementar através da regularização dos pagamentos aos credores externos e de uma política econômica interna contencionista. Portanto, nestes dois anos foram totalmente ignorados os elementos que haviam sido discutidos em torno da questão do financiamento (interno e externo) do setor público e sua articulação com o ajuste fiscal. Além das próprias dificuldades de se avançar na direção de um efetivo ajuste fiscal — que no final do governo Sarney ainda se agravaram em função de sua fragilidade política —, as medidas típicas na área tributária e de contenção de despesas foram mais que compensadas pelo impacto negativo sobre o Tesouro de uma política monetária restritiva, num contexto de megassuperávits na balança comercial para regularizar os pagamentos da dívida externa.

Com o intenso aumento do endividamento interno do Estado a partir desta estratégia de política econômica implementada, a experiência de desindexação financeira tentada no Plano Verão definitivamente levou a economia brasileira à beira de uma situação hiperinflacionária. Por um lado, os agentes econômicos procuraram, na medida do possível, fugir dos ativos públicos (moeda indexada), ainda que isso fosse limitado, difícil e também implicasse perdas. Por outro lado, o Estado cobria crescentemente suas necessidades de financiamento através da aceleração da inflação, que corroía parcialmente os elevados custos financeiros decorrentes da política monetária restritiva e elevava o imposto inflacionário.

O objetivo neste capítulo é mostrar como a aplicação de um enfoque ortodoxo de ajuste com ênfase monetária, num contexto de significativo desajuste patrimonial do Estado, criou obstáculos à sustentação de mecanismos adequados de financiamento público. O capítulo está dividido em três partes. Na primeira, discute-se a retomada dos pagamentos junto aos credores externos, seus impactos internos e como — inclusive do ponto de vista cambial — esta estratégia foi insustentável. Na segunda parte se analisam as medidas tomadas na área fiscal, que, além das resistências que sofreram, eram totalmente desproporcionais ao impacto negativo da política monetária restritiva sobre as despesas financeiras. Por último, na terceira parte se trata a questão do financiamento do setor público, que diante deste enfoque de ajuste parece haver atingido seu limite, pela tentativa de desindexação financeira e pela intensidade com que cresceu a dívida pública interna, gerando desconfiança de que o Estado pudesse descumprir suas obrigações financeiras. Esta situação só não se tornou mais grave porque não havia para onde canalizar uma fuga maciça de recursos sem perdas de valor relativamente elevadas.

## **5.1. A volta da renegociação da dívida externa nos termos convencionais**

A saída do ministro Bresser Pereira, em dezembro de 1987, provocou mais uma suspensão das negociações com os credores externos. No entanto, logo nas suas primeiras declarações, o ministro entrante deixou transparecer que sua gestão daria prioridade ao problema da dívida externa.

A postura do novo ministro apontava claramente para o retorno a uma estratégia de negociação em termos mais convencionais. Embora nas primeiras entrevistas ele reiterasse que somente haveria mudanças na forma e na ênfase da negociação e não na substância, as decisões tomadas sinalizavam outro rumo. Em primeiro lugar, tudo indicava que se pretendia regularizar o mais rapidamente possível a situação com os credores, o que, conseqüentemente, inviabilizava qualquer caminho alternativo, já que este tende a ser extremamente árduo e demorado. Em segundo lugar, na primeira reunião com o presidente da República para discutir a questão da dívida externa, decidiu-se retomar imediatamente as negociações com o

FMI. O novo ministro entendia que este organismo financeiro internacional seria uma peça-chave para reatar as negociações com os bancos privados e o Clube de Paris<sup>1</sup>. Por último, nas primeiras instruções dadas aos negociadores o ministro exigia uma postura "profissional, pragmática e flexível", o que na prática significava evitar a todo custo o confronto e, portanto, constitua uma volta às vias convencionais. Aparentemente, as hipóteses que embasavam esta estratégia eram as de que a moratória havia acarretado mais prejuízos do que benefícios para o país e de que os juros que incidiam sobre a dívida poderiam ser mais baixos, caso a renegociação fosse bem-sucedida (conforme o exemplo dado pelo México).

O ministro Mailson manteve esta estratégia ao longo de todo o seu mandato, o que lhe permitiu um relacionamento ameno com os credores externos, mesmo na segunda fase de sua gestão, quando — por problemas internos na administração da política econômica — deixou de cumprir o acordo que fechara em junho de 1988.

### 5.1.1. As condições do acordo plurianual fechado em setembro de 1988

Coerente com a estratégia assinalada, o ministro Mailson retomou de imediato as negociações simultaneamente com o FMI, os bancos privados e o Clube de Paris e passou a normalizar o pagamento dos juros aos bancos. Apesar de esta postura ter-lhe permitido obter melhorias em alguns parâmetros convencionais da negociação (Tabela 5.1), isso se fez ao preço de um retrocesso praticamente total na parte não convencional.

Em primeiro lugar, regularizou-se o pagamento dos juros sem exigir nada em troca por parte dos credores. Começou-se cumprindo os dois primeiros pagamentos previstos no acordo preliminar de setembro de 1987, o que correspondeu a US\$ 500 milhões, que foram cobertos com recursos das reservas internacionais. Logo após o novo acordo preliminar, estabelecido com os bancos privados no final de fevereiro, também se retomou o pagamento pontual dos juros referentes ao ano de 1988, o que havia sido um ponto de discórdia no acordo preliminar na gestão do ministro Bresser. Desta maneira, somente em 1988, o Brasil pagou um total de US\$ 13,8 bilhões por conta de juros, dos quais US\$ 10,9 bilhões aos credores privados, inclusive US\$ 3,5 bilhões de juros atrasados referentes ao ano de 1987<sup>2</sup>. Isso significou uma transferência líquida de recursos da ordem de 4% do PIB somente por conta do serviço da dívida externa e só foi possível, em termos cambiais, pelo superávit comercial de US\$ 19,2 bilhões que se alcançou em 1988. No entanto, internamente isso implicou uma significativa deterioração na situação financeira do setor público, como será discutido no item 5.3.

No que concerne aos recursos novos, também houve um recuo em relação ao que havia sido encaminhado pela equipe que antecedeu o ministro Mailson. Na negociação realizada no segundo semestre de 1987, trabalhava-se com a meta de que os bancos refinanciassem 60%

1 Clara indicação neste sentido foi a notícia de que o presidente havia determinado que fosse feita uma negociação imediata com o FMI, sem esperar por um acordo prévio com os bancos privados (Sarney muda e Brasil volta ao FMI. *O Globo*, 08/01/88). As próprias declarações do ministro Mailson à imprensa também apontavam na mesma direção: "(...) a ida ao FMI (...) é uma necessidade para preservar os níveis de crescimento do país" (Acordo do Brasil com o FMI é decisão exclusiva do governo. *Gazeta Mercantil*, 14/01/88); "O Brasil está disposto a assinar um acordo com o Fundo Monetário Internacional, importante não só pelo volume de recursos que ingressará no país, mas também pela contribuição do acordo na negociação com os membros do Clube de Paris e à concretização do programa de ajuda proposto pelo governo japonês." (País vai assinar com o FMI, anuncia Mailson. *O Estado de S. Paulo*, 10/01/88).

2 Bacen, *Relatório 1989*, vol. 26, 1990, p. 112.

Tabela 5.1

## ACORDOS DA RENEGOCIAÇÃO: ITENS SELECIONADOS

ITEM	Acordo 1985/86 (2/6/86)	Acordo 1988 (22/6/88)
1. Dinheiro "novo" (US\$ bilhões)	-	5,8
2. Amortizações reescaloadas (US\$ bilhões)	15,7	63,6
3. Prazo de consolidação (anos)	1	2
4. Prazo total (anos)	7	20
5. Carência (anos)	5	8
6. Pagamento do principal (US\$ bilhões)	-	-
7. Taxa de referência	LIBOR	LIBOR
8. Spread sobre LIBOR (% a.a.)	1 1/8	13/16
9. Flat Fee (% a.a.)	-	-
10. Comissão de compromisso (% a.a.)	-	0,125 a 0,375
11. Reempréstimo	Limitado	Limitado
12. FMI	Art. 4º	Não Monitoramento
13. Jurisdição	Todos os acordos: Londres ou Nova York	
14. Linhas comerciais (US\$ bilhões)	10,3	10 <sup>b</sup>
15. Linhas interbancárias (US\$ bilhões)	5,6 <sup>a</sup>	5 <sup>b</sup>

Notas: (a) Transformações de US\$ 600 milhões em linhas comerciais até março de 1987.

(b) Prorrogação das linhas de curto prazo por dois anos e meio e transferência de US\$ 600 milhões anuais das linhas interbancárias dos bancos brasileiros para as linhas de comércio no período 1988-90.

Fontes: BACHA (1987), BATISTA JR. (1988) e MINISTÉRIO DA FAZENDA (1988). Extraído de: ARAÚJO, Aloísio Barboza de, A Dívida Externa Brasileira: Evolução das Negociações. In: IPEA/INPES, *Perspectivas da Economia Brasileira*. Rio de Janeiro, 1989; SEP-SP, *Análise de Conjuntura Econômica*, nº 20, maio de 1986.

dos juros referentes a 1988, o que correspondia a um valor em torno de US\$ 4,5 bilhões. Considerando que a isso se somaria o refinanciamento do empréstimo-ponte de US\$ 3 bilhões obtido no acordo preliminar de setembro de 1987 para cobrir os juros atrasados, a discussão partiria de um montante de US\$ 7,5 bilhões. No entendimento preliminar de fevereiro de 1988, este montante já se havia reduzido a US\$ 5,8 bilhões e finalmente, em junho, no fechamento do acordo, esta cifra passou para US\$ 5,2 bilhões, ficando os restantes US\$ 600 milhões nas linhas de curto prazo. Além disso, como somente US\$ 4 bilhões seriam desem-

bolsados imediatamente, estando a entrada dos recursos restantes vinculada à liberação de parcelas de um empréstimo do BIRD, o dinheiro novo era praticamente suficiente apenas para o acerto definitivo dos juros atrasados de 1987.

O aspecto mais crítico desta regularização apressada na área externa, para a negociação com os credores, foi a perda de raio de manobra das autoridades brasileiras para avançar na direção de um acordo de médio prazo não convencional. De fato, houve um retrocesso, devido basicamente a duas razões. Por um lado, o acordo preliminar de setembro, como foi assinalado, condicionava o último pagamento de juros atrasados referentes a 1987 (em junho de 1988) a avanços concretos na negociação não convencional. Esta "condicionalidade" a favor do Brasil deixou de ser explorada na negociação pela equipe do ministro Mailson, pois os pagamentos em dia foram retomados logo depois do acordo preliminar de 28 de fevereiro, sem que nele estivessem fechadas as condições e os mecanismos de reescalonamento do principal de médio e longo prazo. Por outro lado, o retrocesso se reflete na reintrodução de algumas condições no protocolo do acordo definitivo fechado com o comitê de bancos em 22 de junho de 1988, condições estas que haviam sido arduamente combatidas pelas autoridades brasileiras em negociações precedentes. Em primeiro lugar, neste acordo o Brasil aceitou a conversão, em investimentos, de US\$ 1,8 bilhão do dinheiro novo pelo valor de face, sem receber por isso nada em troca. Além disso, a possibilidade da conversão sem desconto diminuía a viabilidade de uma securitização e, por conseguinte, reduzia as possibilidades de se concretizar uma desvalorização efetiva de parte do estoque da dívida externa brasileira. Em segundo lugar, reintroduziu-se o reempréstimo em montantes de US\$ 1,2 bilhão em 1988 e US\$ 1,5 bilhão anual em 1989 e 1990, quando já eram muito conhecidos os problemas que iriam acarretar, principalmente a expansão da base monetária e o pagamento, "por fora", de taxas cobradas pelos banqueiros na concessão do *relending*. Em terceiro lugar, embora se tenha tentado conseguir desvincular os desembolsos dos bancos privados daqueles provenientes dos empréstimos dos organismos financeiros internacionais (basicamente o FMI e o BIRD), os resultados não foram satisfatórios: de fato os desembolsos ficaram vinculados. Somente a primeira parcela de dinheiro novo foi independente, e isso se explica porque, como foi assinalado, estes recursos se destinavam à regularização do pagamento dos juros atrasados e à cobertura do empréstimo-ponte, o que significa que já estavam em si condicionados. Por último, o acordo implicava uma transferência ainda maior de recursos ao exterior no período 1991-1993, na medida em que para estes anos o Brasil se comprometia a amortizar 5%, 10% e 15% de sua dívida, respectivamente. Esse compromisso parece ainda mais absurdo se levarmos em consideração que o mercado financeiro internacional vinha sinalizando uma desvalorização da dívida externa, ainda que marginal, e já era difícil para o país pagar somente a parte dos juros.

O conjunto destes aspectos negativos, a partir dos quais se podia inferir que dificilmente o acordo seria cumprido na sua íntegra, certamente não compensava alguns resultados favoráveis obtidos na negociação. Entre os aspectos positivos destacou-se sobretudo a prorrogação das linhas de crédito de curto prazo por dois anos e meio, no montante de US\$ 15 bilhões, pois este sempre foi um elo frágil nas renegociações. Também conseguiu-se passar o pagamento dos juros de trimestral para semestral, reduzir o *spread* para 0,8125% sobre a LIBOR e eliminar a opção pela taxa *prime* em todos os novos contratos. Além disso introduziram-se algumas salvaguardas que permitiriam ao país reabrir as negociações diante de uma deterioração significativa das suas condições comerciais e financeiras externas.

Por último, com relação à securitização, o único aspecto novo introduzido nesta negociação foram os *exit-bonds*, que já haviam sido discutidos em negociações anteriores inconclusas. Ofereceram-se aos bancos títulos de saída no valor de até US\$ 15 milhões por instituição, aplicando-se uma desvalorização de 30% ao título original. O novo bônus renderia juros de

6% a.a., por um prazo de 25 anos, sendo dez de carência. Este sempre foi considerado um aspecto operacional importante por parte dos negociadores brasileiros, por oferecer uma alternativa ao grande número de pequenos bancos envolvidos na reestruturação do débito — o que prolonga excessivamente o prazo de adesão a um acordo.

Em suma, o acordo concluído com os bancos privados internacionais em meados de 1988 se ajustava perfeitamente ao padrão de negociação e aos interesses defendidos pelos credores, não questionando em nada os custos internos que derivariam da aplicação desta estratégia. Mesmo as condições mais favoráveis nos aspectos convencionais — *spread* menor, LIBOR como taxa de juros de referência, prazos maiores — já haviam sido conquistadas em negociações de outros países endividados. Além disso, como já apontado, houve de fato um retrocesso em aspectos importantes tais como a revogação unilateral da moratória, a reintrodução do *relending*, a permissão de converter US\$ 1,8 bilhão de dívida em investimento pelo valor de face e a reabertura das conversões, dado que isso, além de trazer sérios problemas para a gestão da política econômica, não veio acompanhado de concessão alguma por parte dos credores.

Apesar da postura mais conciliadora da nova equipe econômica, as negociações não foram fáceis, havendo indícios de que estiveram várias vezes próximas de um ponto de ruptura. O principal aspecto de divergência se referia à vinculação dos desembolsos, já que o ministro Mailson procurava preservar o espaço que havia sido conquistado nesta área pelos negociadores que o precederam. Entretanto, dado o interesse do governo brasileiro em fechar um acordo externo o mais rapidamente possível, acabou também sendo derrotado neste ponto. Assim, no final de junho o Brasil enviou uma nova carta de intenções ao FMI, acompanhada de um pedido de crédito *stand-by* por dezenove meses, no valor de US\$ 1,5 bilhão. O entendimento com o Fundo foi fundamental para conseguir fechar definitivamente o acordo com os bancos privados e avançar na negociação no âmbito do Clube de Paris. A negociação do protocolo do acordo com o comitê dos bancos encerrou-se concomitantemente com a negociação do FMI, e um mês depois concluiu-se o acordo de reescalonamento do principal, dos juros atrasados e dos vincendos até o início de 1990, referentes aos financiamentos junto às agências governamentais.

Com relação ao Banco Mundial, a equipe econômica deu continuidade à negociação dos empréstimos estruturais que, desde a gestão do ministro Funaro, vinha transcorrendo em ritmo lento e com sérias dificuldades, dado que estas linhas de crédito abarcam um amplo espectro de condicionalidades macroeconômicas e que em nenhum momento foram cumpridas. Entretanto, foi neste período que se criaram as maiores expectativas em torno da liberação destes recursos, na medida em que o governo brasileiro havia adotado uma postura mais conciliadora com os credores externos e sinalizava com esforços de ajustes na política econômica condizentes com estas condicionalidades. Apontavam neste sentido cortes nas despesas do setor público — inclusive o congelamento dos salários do funcionalismo público — e a contenção dos empréstimos das instituições financeiras aos estados, municípios e empresas estatais.

No trimestre setembro-novembro de 1988 criaram-se expectativas favoráveis dos agentes, principalmente porque não havia ocorrido o descontrole da política econômica. Esta era uma preocupação central no início da gestão do ministro Mailson, em função das frequentes mudanças de ministro da Fazenda, do período de encerramento dos trabalhos da Constituinte e da fragilidade política do governo Sarney. Para este período de relativa calma, sem dúvida, a regularização da situação na área externa exerceu um papel importante.

### 5.1.2. O descumprimento do acordo em função dos problemas na gestão da política econômica

O controle da política econômica, no entanto, não evidenciava bases de sustentação sólidas. Ao contrário, o esforço de regularização dos pagamentos externos aumentou as dificuldades na gestão da política econômica. Primeiro, como o passivo externo se concentrou no setor público, as maiores necessidades de recursos do Estado — em função do pagamento do serviço da dívida externa em 1988 — tiveram que ser cobertos por um incremento da dívida pública interna, quando o setor público já era o emissor de uma parte significativa dos ativos financeiros<sup>3</sup>. Isso se evidencia pelos dados da Tabela 5.2, que mostram que em 1988 os Avisos MF-30 aumentaram quase US\$ 11 bilhões e que o governo federal os financiou lançando mão essencialmente da dívida mobiliária interna, que neste mesmo período se expandiu em US\$ 10 bilhões. Em segundo lugar, o megassuperávit na balança comercial de US\$ 19 bilhões, num contexto inflacionário que diminui a demanda por moeda, implicou um aumento significativo da liquidez financeira, dando sustentação à dinâmica de reajustes de preços e criando o risco de uma explosão dos mercados especulativos. Dado que o financiamento do setor público continuava dependendo basicamente dos instrumentos da política monetária, reconstituiu-se o problema já sinalizado quando do fracasso do Plano Cruzado: uma política monetária restritiva causaria automaticamente um agravamento da situação fiscal devido à elevação dos custos financeiros incidentes sobre todo o estoque de títulos públicos — pois estes são essencialmente de curto prazo —, incrementando ainda mais as necessidades de financiamento do Estado.

Os primeiros sinais destas dificuldades foram dados pelos mercados especulativos, onde, na segunda quinzena de outubro, se observou um salto de aproximadamente 20 pontos percentuais no ágio do dólar (de 45% para 65%). Em seguida, também ficaram claros os problemas que o governo vinha enfrentando para conter o processo de aceleração inflacionária. O Pacto Social estabelecido no início daquele mês, que de fato se restringiu a uma pauta pré-fixada de reajustes de preços, mostrou rapidamente suas limitações, na medida em que nem veio acompanhado de uma política de rendas, nem abriu espaço político para discutir problemas efetivos nas áreas monetário-financeira e fiscal. Assim, com a evolução dos preços em novembro, quando a inflação chegou próxima de 30% a.m., havia um claro sentimento de que o pacto era insuficiente para conter a elevação dos preços.

Essa situação levou as autoridades a tentar a implantação de uma política monetária restritiva, controlando todos os mecanismos de expansão da liquidez. Foi com esta preocupação que, no início de dezembro, tomaram a iniciativa de propor ao comitê assessor dos bancos a rediscussão do *relending* e da conversão de dívida em investimentos programados para o ano de 1989 pelo acordo fechado em setembro, notícia muito mal recebida pelos credores privados.

A partir de então deu-se uma rápida deterioração na área externa. Por um lado, os credores retiveram os desembolsos dos recursos previstos para dezembro. O FMI suspendeu a segunda parcela do crédito *stand-by*, alegando o descumprimento das metas de política monetária constantes na carta de intenções assinada no final de junho. O Banco Mundial, por sua vez, também sustou o empréstimo de US\$ 500 milhões para o setor elétrico, com o pretexto de que havia dúvida quanto à viabilidade econômica dos projetos e restrições quanto ao seu impacto ecológico, com o que também ficaram pendentes os desembolsos do EXIMBANK

3 Em junho de 1988, os títulos públicos emitidos pelas três esferas de governo e pelo Bacen correspondiam a 62% dos haveres financeiros não monetários.

Tabela 5.2

**BRASIL: ENDIVIDAMENTO PÚBLICO  
em US\$ milhões (posição dezembro)**

	1987	1988	1989
<b>DÍVIDA TOTAL</b>	157,796	156,749	185,782
Governo Federal	75,038	68,129	92,759
Estados e Municípios	19,827	21,937	27,495
Empresas Estatais	62,931	66,683	65,528
<b>DÍVIDA INTERNA</b>	65,843	72,482	98,068
Governo Federal	25,085	19,409	38,452
- Dívida Mobiliária	31,969	41,673	62,214
- Depósitos no BACEN	5,397	853	1,865
- Aviso MF-30	(12,281)	(23,117)	(25,627)
Estados e Municípios	14,923	17,333	23,386
- Dívida Mobiliária	5,562	5,068	10,532
- Dívida Bancária	8,021	9,042	8,733
- Aviso MF-30	1,340	3,223	4,121
Empresas Estatais	25,835	35,740	36,230
- Dívida Bancária	14,894	15,846	14,724
- Aviso MF-30	10,941	19,894	21,506
<b>DÍVIDA EXTERNA</b>	91,953	84,267	87,714
Governo Federal	49,953	48,720	54,307
Estados e Municípios	4,904	4,604	4,109
Empresas Estatais	37,096	30,943	29,298

*Nota:* Os dados referentes à dívida interna foram convertidos em dólares a taxa de câmbio (venda) do 31/12 de cada ano.

*Fonte:* Bacen/Depec.

japonês, que estava atuando como cofinanciador nestes projetos. Como a segunda parcela do desembolso dos recursos dos bancos privados estava condicionada ao empréstimo do BIRD, ela também ficou suspensa. Assim, o Brasil deixou de receber US\$ 1,8 bilhão previstos para o fim de 1988, o que pôs em evidência a extrema fragilidade do acordo concluído em setembro. Por outro lado, da parte das autoridades brasileiras, começou-se a discutir o possível atraso nos pagamentos referentes ao serviço da dívida em função da perda de reservas, idéia que passou a tomar mais força no início de 1989.

Assim, em dezembro de 1988, ficou mais uma vez evidente o grande ônus de um acordo tradicional com os credores externos. Em primeiro lugar, os desembolsos das distintas instituições credoras estavam de fato vinculados (constituindo, na prática, condicionalidades cruzadas). Em segundo lugar, as metas de contenção monetária não haviam sido cumpridas

porque o saldo da balança comercial foi maior do que o previsto, reiterando a incoerência deste ajuste econômico, que por um lado exige a geração de divisas para cumprir o serviço da dívida e, por outro, carece de mecanismos adequados para neutralizar seu impacto monetário interno, agravando o problema do descontrole da inflação. Em terceiro lugar, a suspensão dos desembolsos também esteve associada a dois outros pontos cruciais para os credores. Por um lado, o *relending* e a conversão eram aspectos importantes para eles administrarem seus ativos retidos no país, e sua suspensão não poderia ter sido aceita sem alguma resposta mais dura. Por outro lado, como o superávit da balança comercial foi muito superior ao previsto, caso o Brasil recebesse os desembolsos programados, poderia acumular reservas em nível mais elevado do que seria conveniente do ponto de vista da estratégia de negociação de "rédeas curtas" dos credores externos.

As maiores dificuldades com os credores externos na virada do ano e o descontrole do processo inflacionário fizeram ressurgir o sentimento de extrema fragilidade na gestão da política econômica, que em 1989 geraria uma situação ainda mais delicada em função das primeiras eleições presidenciais livres após 25 anos. Foi neste contexto de forte desconfiança entre os agentes econômicos que em 16 de janeiro a equipe econômica decretou um novo choque antiinflacionário, o chamado Plano Verão.

Este plano, embora não apresentasse um novo diagnóstico quanto aos condicionamentos externos para uma efetiva política de estabilização, levou a equipe econômica a adotar uma série de medidas na área externa que sinalizavam mudanças concretas, ainda que se tratasse de manter uma postura de bom relacionamento com os credores. As medidas se relacionavam basicamente com a tentativa de implementar uma política monetária fortemente restritiva e evitar o descontrole sobre o mercado cambial, com o objetivo de conter a aceleração inflacionária. Adiou-se por um ano o início das operações de *relending* e suspenderam-se, por prazo indeterminado, os leilões de conversão de dívida externa em investimentos. Decretou-se também a centralização das operações de câmbio no Banco Central para manter um controle rigoroso sobre o nível mínimo de reservas. Baseado no mesmo argumento, o pagamento dos juros aos bancos privados no valor de US\$ 500 milhões, que vencia em 17 de janeiro, foi atrasado. Começou-se inclusive a acenar com a possibilidade de voltar à moratória caso houvesse uma redução expressiva das reservas que pusesse em xeque a estabilidade do mercado cambial.

Apesar destas medidas e da sinalização de uma possível suspensão dos pagamentos, as autoridades brasileiras em nenhum momento apresentaram isso como uma postura de confronto com os credores. Após algumas semanas da decretação do plano, retomaram as negociações com o comitê de bancos, os governos dos países centrais e os organismos financeiros internacionais, visando a obtenção de novos créditos. Apesar deste esforço, as dificuldades não foram poucas, seja pelas medidas na própria área externa, seja, principalmente, em função do curto fôlego do Plano Verão e da total falta de apoio político para traçar uma política econômica minimamente coerente.

Com o FMI, as discussões se concentraram em torno da meta do déficit público. A equipe do ministro Mailson procurou alterar novamente o conceito de déficit, para dele excluir o impacto das elevadas taxas de juros que vinha praticando. Embora tenha conseguido alterar o conceito, isso não viabilizou um acordo. Na medida em que não se conseguia implementar medidas concretas para conter o desequilíbrio financeiro do setor público, as negociações continuavam sem, no entanto, chegar a algum resultado. No segundo semestre de 1989, não só em função de um maior descontrole dos gastos públicos, mas também devido à pouca clareza

quanto ao desfecho das eleições presidenciais, um acordo com os credores internacionais não tinha nenhuma perspectiva concreta de se viabilizar.

Com o Banco Mundial o relacionamento havia se tornado mais delicado, dado que a abrangência das condicionalidades deste organismo acabou ficando muito explícita. Por um lado, os projetos aparentemente estavam aprovados do ponto de vista técnico. Por outro lado, contudo, os desembolsos não ocorriam devido essencialmente ao descumprimento das metas macroeconômicas. Quando a equipe econômica procurou conter o processo de aceleração inflacionária através do congelamento de preços, entre eles as tarifas públicas — diante da incapacidade de tomar medidas de maior fôlego e claramente numa postura de curtíssimo prazo —, a probabilidade de liberação dos recursos deste organismo passou a ser nula. Assim, o Brasil, pelo terceiro ano consecutivo, acumulava um saldo negativo (e crescente) de ingresso de recursos desta instituição.

Com toda a prioridade da gestão de política econômica voltada para evitar o desencadeamento de um processo hiperinflacionário, ainda que através da implementação de medidas típicas e desestruturadoras no curtíssimo prazo (desindexação dos preços no Plano Verão), a taxa de câmbio ficou crescentemente defasada (Tabela 5.3), o que fez com que já no segundo trimestre se observasse uma queda de 11% no saldo da balança comercial em relação ao mesmo período do ano anterior. Como esta contração do saldo não foi compensada pela entrada de recursos externos, o país começou a perder reservas num ritmo relativamente intenso, reduzindo o seu estoque em praticamente US\$ 2 bilhões nos meses de abril e maio. Esta tendência também teve a contribuição da intensificação de um processo de saída de capitais em função das crescentes incertezas quanto aos rumos da política econômica interna.

"Somente no primeiro semestre de 1989 foram enviados ao exterior US\$ 1.487 milhões, praticamente o mesmo montante remetido durante todo o decorrer do ano anterior."<sup>4</sup>

Em função da rápida perda de divisas e do potencial desestabilizador que isso trazia, tanto no mercado cambial como no mercado de títulos públicos, o ministro Mailson suspendeu, no final de junho, tanto os pagamentos aos credores externos como a remessa de lucros e dividendos. Além de defendida como uma medida necessária do ponto de vista técnico — o país enfrentaria sérios riscos se incorresse numa situação de iliquidez de divisas —, a equipe econômica também justificou a medida como necessária frente à dificuldade de obter recursos externos e à alta do patamar de juros internacionais, que se havia elevado em quase 2 pontos percentuais entre julho de 1988 e junho de 1989 em relação a igual período no ano anterior.

Ainda que em setembro de 1989 houvessem sido retomadas as remessas de dividendos e a partir de outubro, a dos lucros, os pagamentos aos credores se mantiveram suspensos, fazendo com que em 1989 se acumulassem pagamentos em atraso da ordem de US\$ 4,5 bilhões.

Uma vez decretada a moratória, parecia difícil que se chegasse a algum entendimento com os credores externos. No entanto, essa suspensão dos pagamentos foi tratada de maneira muito distinta da anterior (decretada em fevereiro de 1987) e, portanto, não gerou críticas mais duras por parte dos credores. As autoridades brasileiras justificaram-na em termos estritamente técnicos, não questionando nem o modelo de ajuste nem as regras de negociação estabelecidas.

---

4 Bacen, *Relatório 1989*, vol. 26, 1990, p. 103.

Tabela 5.3

**EVOLUÇÃO REAL DA TAXA DE CÂMBIO**

(média dez 1984 = 100)

PERÍODO	Cr\$/US\$ Deflacionado pelo IGP-DI	Taxa Efetiva <sup>B</sup>	
		Total Export.	Prod. Manufat.
dez/87	78.6	109.4	107.3
jan/88	76.0	106.3	102.2
fev	75.5	104.1	99.4
mar	75.3	105.3	99.8
abr	73.5	102.7	98.7
mai	73.7	102.9	98.6
jun	72.2	99.0	96.3
jul	71.9	95.6	93.6
ago	72.5	95.3	93.4
set	70.3	92.6	90.7
out	69.5	93.8	92.3
nov	69.5	96.4	92.9
dez	68.7	94.7	91.6
jan/89	67.5	92.6	91.6
fev	67.1	92.4	92.0
mar	64.4	89.5	91.2
abr	61.2	87.2	92.3
mai	59.7	83.1	91.2
jun	55.7	79.7	87.0
jul	59.0	84.6	85.6
ago	56.9	79.8	76.7
set	54.0	74.2	69.5
out	52.8	73.9	67.1
nov	50.4	72.0	64.7
dez	50.6	72.8	65.4
jan/90	45.2	66.6	59.9
fev	43.7	63.6	56.8

**Nota:** (a) Composição: Libra Esterlina 4,86% Marco Alemão 8,78% Florim Holandês 12,33%  
 Peseta Espanhola 3,50% Iene Japonês 11,27% Lira Italiana 7,67%  
 Franco Belga 4,68% Dólar Canadense 3,72% Dólar Americano 38,88%  
 Franco Francês 4,31%

**Fonte:** - FGV, *Conjuntura Econômica* - diversos números; Bacen, *Boletim Mensal* - diversos números.

HORTA, M.H.T.T. e VILLELA, A.A. - *Boletim Conjuntural* - IPEA Nº 15 pp.35-38. out/91.

Assim, o obstáculo fundamental a um avanço nas negociações com os credores externos não foi a moratória, mas sim a incapacidade da equipe econômica em exercício de implementar uma política econômica efetiva e de objetivos claros. Este aspecto crucial, que já fora um impedimento em outras gestões (como na do ministro Dornelles), põe em evidência que uma postura conciliadora com os credores externos está longe de ser suficiente para avançar nas negociações, mesmo que as condições em discussão sejam pouco favoráveis ao país e condizentes com os interesses dos credores. A experiência da década de 80 mostrou que um fator fundamental na negociação externa é a determinação e clareza quanto aos rumos na condução da política econômica interna. Isso, entretanto, também supõe duas outras condições: um diagnóstico sobre as restrições que o problema da dívida externa representa para formular esta política econômica e capacidade política para implementar uma política econômica que enfrente estas restrições.

## 5.2. As dificuldades de sustentar uma política fiscal refreada

O cumprimento das obrigações financeiras externas em 1988 implicou um esforço renovado de contenção fiscal e de restrição financeira interna do setor público, no qual a equipe do ministro Mailson se empenhou ao longo de seus dois anos de gestão. No âmbito fiscal, além das dificuldades já encontradas pelos seus antecessores, este esforço enfrentou três problemas adicionais: i) a incoerência da própria gestão econômica, que passou a apoiar-se numa política monetária restritiva, elevando as despesas financeiras em proporções absolutamente incompatíveis com a contenção dos demais fluxos líquidos do orçamento fiscal; ii) as conseqüências da implementação das alterações fiscais determinadas pela Constituição aprovada em 1988; iii) os gastos descontrolados no último semestre do governo Sarney. Isso fez com que se chegasse nos últimos meses de gestão desta equipe com a sensação de descontrole das contas públicas, com impacto negativo sobre o refinanciamento do estoque de dívida pública interna.

O ministro Mailson procurou aumentar a receita disponível do governo. Ainda que isso nunca se tenha consubstanciado numa reforma fiscal ampla, ele implementou inúmeras medidas de natureza tópica. Logo no início de sua gestão (dezembro de 1987), tentou salvar a parte menos polêmica do pacote fiscal apresentada pelo ministro Bresser Pereira, cujo conteúdo apontava basicamente em duas direções<sup>5</sup>. Primeiro, houve uma extensão da tributação e um aumento da carga para alguns setores. As principais medidas neste sentido foram: a tributação das empresas prestadoras de serviços na pessoa de seus sócios, a tributação dos lucros auferidos no exterior, a cobrança de imposto de renda sobre dividendos e a tributação (alíquota de 3%) na fonte das operações financeiras lastreadas em LBCs/LFTs pelo seu valor nominal. No entanto, de todas as medidas nesta direção, a mais relevante foi o aumento do Finsocial de 0,5% para 0,6% sobre o faturamento. A segunda linha de atuação do que restou da proposta do ministro Bresser Pereira visava o aperfeiçoamento da sistemática do imposto de renda. Instituiu-se o recolhimento trimestral obrigatório do imposto de renda para as pessoas físicas que tivessem mais do que uma fonte de renda e cuja renda ultrapassasse certo valor preestabelecido

5 Entre as medidas mais importantes da proposta de Bresser Pereira e que foram suprimidas, encontram-se: a tributação sobre operações em bolsa, ganhos de capital, patrimônio e lucros auferidos com exportações; a diminuição de vários incentivos fiscais; a normalização da cobrança do imposto de renda das empresas de transportes; a taxaço das microempresas; e a cobrança trimestral de impostos sobre os rendimentos de capital. SEP/SP, *Análise de Conjuntura Econômica*, Nº 30, janeiro-fevereiro 1988, p. 64.

("Trileão") — ainda que se tenha recuado significativamente na correção da tabela progressiva de imposto da pessoa física — e passou-se a corrigir os impostos devidos pela OTN.

Estas duas diretrizes continuaram presentes ao longo de todo o período. Em abril de 1988 elevou-se de 10% para 15% o adicional de imposto de renda para as instituições financeiras com lucro superior a 40 mil OTNs. Para 1989 reforçou-se a arrecadação através da contribuição social, criando-se uma nova contribuição de 8% a 12% sobre o lucro das empresas. No final de 1988 também incrementou-se a tributação sobre a renda agrícola, ampliou-se o conceito de ganhos de capital — que a partir de 1989 deveriam incluir transações com obras de arte e outros ativos de luxo — e reforçou-se a tributação das operações financeiras de curto prazo. Da mesma maneira, em meados de 1989 foram majoradas as contribuições de empresas e trabalhadores à previdência e o pagamento do Finsocial de 0,6% para 1% do faturamento.

Além destas medidas, o ministro Mailson da Nóbrega procurou melhorar a arrecadação encurtando significativamente os prazos de recolhimento (tanto dos contribuintes como da rede bancária) de alguns impostos e contribuições, como o IPI, PIS, IR-fonte e FGTS, no que foi seguido pelos estados na arrecadação do ICMS.

Este esforço de elevação das receitas do governo, no entanto, foi incapaz de sustentar a carga tributária no nível de 1986, quando ela praticamente recuperou o patamar de 25% do PIB (Tabela 5.4). Mais uma vez se comprovou que a maior taxação de alguns setores, que não deixou de ser um processo desgastante para o poder executivo, foi mais que compensada pelo efeito negativo da retração da atividade econômica sobre a arrecadação e da crescente sonegação. Isso é bastante evidente no imposto de renda, no ICMS, nas contribuições da seguridade social sobre a folha salarial, no PIS/Pasep e no FGTS. A receita tributária só não caiu mais pela significativa elevação das taxas de contribuição à seguridade social sobre o faturamento (Finsocial) e o lucro.

Apesar da queda da carga tributária, nestes dois anos o governo central conseguiu elevar um pouco a receita disponível total graças a um incremento de suas outras receitas (Tabela 5.5). Este resultado positivo, no entanto, foi acompanhado de um crescimento extraordinário de alguns itens de despesas, especialmente em 1989.

Dado que somente havia sido aprovada parte das medidas tributárias, o esforço da equipe econômica para alcançar a contenção fiscal se concentrou, desde o início, no controle dos gastos, essencialmente de salários e investimentos. Com relação aos primeiros, através de decretos-leis, suspendeu-se a indexação (URP) dos salários de todo o setor público federal em abril e maio de 1988, reduziram-se alguns privilégios dos funcionários públicos e procurou-se induzir uma redução em seu número. Esta orientação, além de um forte desgaste político, foi frontalmente contestada por alguns setores mais organizados da administração pública, levando até à demissão do presidente do Banco do Brasil e do chefe do Estado-Maior das Forças Armadas por descumprimento das medidas de congelamento dos salários. Assim, já em 1988 foi muito difícil conter este item de gastos, o que efetivamente só foi conseguido no âmbito dos estados (Tabela 5.6).

Em 1989, a situação se agravou pela confluência de vários fatores. Em primeiro lugar, após evidentes sinais de fracasso do Plano Verão, já em março-abril começaram a eclodir inúmeras greves no setor público e os reajustes salariais praticados pelos vários órgãos ficaram totalmente fora de controle do poder executivo. Em segundo lugar, começaram a ser descentralizados alguns serviços públicos a partir das determinações da nova Constituição, o que implicou contratações por parte das esferas estaduais e municipais, sem que se conseguisse

Tabela 5.4

**CARGA TRIBUTÁRIA BRUTA POR NÍVEL DE GOVERNO  
em % do PIB**

Governo / Tributo	1986	1988	1989
<b>UNIÃO</b>	17.54	15.69	14.80
Principais Tributos do Orçam. Fiscal	8.89	8.72	7.07
- IR	4.47	4.11	3.95
- IPI	2.07	2.03	2.04
- IOF	0.64	0.33	0.15
- Outros	1.71	2.26	0.93
Contrib. da Seguridade Social	8.18	6.33	7.38
- Folha Salarial	4.96	4.12	4.28
- Fatur. (FINSOCIAL) e Lucro	0.68	0.72	1.21
- PIS \ Pasep e FGTS	2.54	1.48	1.90
Demais Tributos	0.47	0.64	0.34
<b>ESTADOS</b>	6.72	5.60	6.55
- ICMS	6.07	5.00	6.07
- Demais Tributos	0.66	0.60	0.48
<b>MUNICÍPIOS</b>	0.62	0.60	0.60
<b>TOTAL</b>	<b>24.88</b>	<b>21.89</b>	<b>21.94</b>

*Nota:* Tributo no conceito da contabilidade social: arrecadação líquida (exclusive restituições e incentivos) de impostos, taxas e contribuições, inclusive de dívida ativa, multas e juros.

*Fonte:* AFONSO, J.R. e VILLELA, R. - "Estimativa da carga tributária no Brasil 1990 e sua evolução nas duas últimas décadas" - IPEA, Boletim Conjuntural nº 13, p.35-40 - Rio de Janeiro, abr.1991 (repblicado em "Perspectiva da Economia Brasileira - 1992", IPEA, p.35 - Rio de Janeiro, 1991.

desmontar/redimensionar as estruturas antigas. Por último, não deixou de contribuir o fato de que se estava no fim do mandato presidencial, o que por si só tende a dificultar o controle dos gastos. Desta maneira, em 1989 deu-se uma expansão real de 27% nos gastos com pessoal e encargos na administração pública consolidada em relação ao ano anterior. Ainda que esta expansão tenha sido especialmente grave na esfera federal, ela abarcou toda a estrutura do setor público (Tabela 5.6).

O segundo alvo de contenção dos gastos foi o item investimentos, e nesta área o governo contava na sua estratégia com cortes nos três âmbitos da administração direta. O principal mecanismo para reduzir estes dispêndios foi o congelamento dos empréstimos das instituições financeiras ao setor público como um todo, inclusive às empresas estatais, nos níveis de 31 de dezembro de 1987.

Tabela 5.5

**RECEITA DISPONÍVEL DO SETOR PÚBLICO CONSOLIDADO<sup>a</sup>**

Anos	Em porcentagem do PIB			Em valores constantes de 1990 <sup>d</sup> (1985 = 100)		
	Tributária <sup>b</sup>	Outras <sup>c</sup>	Total	Tributária <sup>b</sup>	Outras <sup>c</sup>	Total
	(A)	(B)	(C = A + B)	(A)	(B)	(C = A + B)
1980	24.69	(0.61)	24.09	104	-	100
1985	22.53	0.27	22.80	100	100	100
1987	23.34	1.93	25.27	116	802	124
1988	21.89	3.67	25.56	108	1525	125
1989	21.91	5.05	26.96	112	2171	136

Notas: (a) Governo Consolidado compreende contas dos governos Central, Estaduais e Municipais.

Abrange administração central e descentralizada, inclusive sistema de previdência social e fundos patrimoniais dos trabalhadores (FGTS e PIS/PASEP), exclusive Banco Central e empresas estatais.

(b) Receita Tributária Disponível = arrecadação própria mais e/ou menos transferências constitucionais de tributos recebidas de e/ou concedidas a outras esferas de governo, não computadas em Outras Receitas Correntes Líquidas como nas Contas Nacionais (ajuste segundo dados do governo de origem das transferências).

(c) Outras Receitas Disponíveis = outras receitas correntes brutas (inclusive receitas de transferências de capital e outras receitas de capital) menos despesas com transferências intergovernamentais (não-tributárias), intragovernamentais, ao setor privado e ao exterior (exclusive encargos financeiros da dívida externa).

(d) Valores atualizados pelo deflator implícito do PIB.

Fontes: Afonso, José R.R. "Uma Coletânea de Dados: Duas Décadas do Setor Governo nas Contas Nacionais - 1970-1990" mimeo, 1992.

Os dados originais são das Contas Nacionais / Conta Governo - FGV/IBRE/CEF (até 1987) e FIBGE/DECNA (1988/1989); PIB - FIBGE (jan./91).

Esta estratégia, no entanto, enfrentou sérias resistências da parte dos prefeitos (que em 1988 estavam em período de campanha) e dos governadores (que se encontravam na segunda metade de seus mandatos e, portanto, pretendiam concretizar suas obras). Isso fez com que o corte dos investimentos na administração direta ocorresse somente na esfera federal. Em 1988 e 1989 expandiram-se, respectivamente, os investimentos dos municípios e dos estados (Tabela 5.7). Os governadores utilizaram todo o seu poder de barganha no Congresso para preservar sua capacidade de gasto. Em fins de 1988, na aprovação do Orçamento Geral da União para o ano seguinte, pressionaram para que fosse eliminada a indexação do orçamento, o que de fato aconteceu. Assim, a distribuição dos recursos adicionais arrecadados que ultrapassassem os valores nominais estabelecidos (e não atualizados) no OGU passou a ser definida em negociação no Congresso, inviabilizando de fato a estratégia de contenção de gastos da equipe econômica e revelando o limitado poder político do Executivo.

Do ponto de vista fiscal, o Plano Verão — última tentativa de estabilização no governo Sarney, decretado em meados de janeiro de 1989 — não continha nenhuma medida significativa. Nele somente se reiterou a intenção de concretizar a "operação desmonte" já definida em agosto-setembro do ano anterior na confecção do OGU para 1989, sabendo-se das dificuldades que enfrentaria. Ao contrário, a implementação do plano até gerou um impacto negativo nos gastos da administração direta, pois o governo utilizou isenções fiscais para manter o

Tabela 5.6

**GASTOS COM PESSOAL E ENCARGOS - Por esfera de governo**

Período	EM PORCENTAGEM DO PIB			
	CONSOLIDADO	FEDERAL	ESTADOS	MUNICÍPIOS
1980	6.31	2.49	2.83	0.99
1984	5.65	2.06	2.66	0.94
1987	7.77	2.78	3.74	1.25
1988	7.92	3.21	3.33	1.38
1989	9.72	4.11	4.00	1.61

Período	EM VALORES CONSTANTES DE 1990 (BASE 1980 = 100)			
	CONSOLIDADO	FEDERAL	ESTADOS	MUNICÍPIOS
1980	100.00	100.00	100.00	100.00
1984	87.67	80.91	91.89	92.57
1987	144.96	131.48	155.68	148.25
1988	147.70	151.77	138.55	163.55
1989	187.11	200.55	171.94	196.56

**Nota:** Valores atualizados pelo deflator implícito do PIB.

**Fonte:** Afonso, José R.R. "Uma Coletânea de Dados: Duas Décadas do Setor Governo nas Contas Nacionais - 1970-1990" mimeo, 1992.

Os dados originais são das Contas Nacionais / Conta Governo - FGV/IBRE/CEF (até 1987) e FIBGE/DECNA (1988/1989); PIB - FIBGE (jan./91).

congelamento de preços. Desta maneira, houve um incremento significativo nos gastos com subsídios em 1989 (Tabela 5.8).

O ano de 1989 trouxe outro agravante para a contenção dos dispêndios da administração direta, na medida em que a Previdência Social começou a estar mais pressionada em termos de gastos pelo aumento dos benefícios estipulados pela nova Constituição (Tabela 5.8), num contexto de menor arrecadação em função do baixo ritmo de crescimento.

Em suma, a equipe econômica enfrentou crescentes obstáculos para conter alguns itens dos gastos correntes, especialmente os salários e encargos, o que fez com que o superávit da conta corrente sem encargos financeiros caísse significativamente em 1989. Isso fez com que o governo reforçasse os cortes dos investimentos na área federal para manter um superávit primário (exceto custos financeiros), ainda que muito diminuído (Tabela 5.9). **Ou seja, no último ano da gestão Sarney houve uma deterioração significativa nas contas propriamente fiscais, apesar de todo o esforço de uma política contencionista.** Nesta deterioração, um aspecto que chama muita atenção é a crescente dificuldade dos gestores da política macroeconômica de liderar e coordenar uma política fiscal coerente nas três esferas de governo. Como mostra a Tabela 5.10, a tentativa de sustentar superávits primários na esfera federal não foi

Tabela 5.7

**FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO - Por esfera de governo**

Período	EM PORCENTAGEM DO PIB			
	CONSOLIDADO	FEDERAL	ESTADOS	MUNICÍPIOS
1980	2.37	0.72	0.92	0.73
1985	2.32	0.51	1.20	0.61
1987	3.15	1.07	1.21	0.87
1988	3.17	1.03	1.21	0.93
1989	2.93	0.85	1.41	0.67

Período	EM VALORES CONSTANTES DE 1990 (BASE 1980 = 100)			
	CONSOLIDADO	FEDERAL	ESTADOS	MUNICÍPIOS
1980	100.00	100.00	100.00	100.00
1985	103.44	74.20	138.26	88.71
1987	156.48	174.28	156.19	139.28
1988	157.37	168.63	155.12	149.09
1989	150.37	143.67	186.71	111.51

Nota: Valores atualizados pelo deflator implícito do PIB.

Fonte: Afonso, José R.R. "Uma Coletânea de Dados: Duas Décadas do Setor Governo nas Contas Nacionais - 1970-1990" mimeo, 1992.

- Os dados originais são das Contas Nacionais / Conta Governo - FGV/IBRE/CEF (até 1987) e FIBGE/DECNA (1988/1989); PIB - FIBGE (jan./91).

acompanhada no âmbito dos estados e municípios, onde os déficits ocorreram com maior frequência na segunda metade dos anos 80.

No que diz respeito ao SPE, as dificuldades enfrentadas nos dois últimos anos do mandato do presidente Sarney não foram menores e se assemelham muito ao que aconteceu na administração direta. Em 1988 procurou-se recuperar os preços públicos, o que entretanto só foi conseguido para a tarifa de energia elétrica (Tabela 5.11)<sup>6</sup>. Assim, quando se decretou o Plano Verão em meados de janeiro de 1989 e se instituiu o congelamento de preços, as tarifas do setor público acabaram fixadas em patamares relativamente baixos. Posteriormente, quando ficou evidente o fracasso desta estratégia de combate à inflação, os preços públicos também acabaram sendo os últimos a retomar os reajustes, com o que ficaram ainda mais defasados em 1989.

6 Quando comparadas à variação da taxa de câmbio do dólar, houve uma recuperação das tarifas públicas em 1988, com exceção das tarifas telefônicas e do preço da gasolina. No entanto, como o câmbio também ficou defasado em 10% em relação aos preços internos (Tabela 5.3), de fato, em termos dos preços relativos internos, não se conseguiu recuperá-las.

Tabela 5.8

**TRANSFERÊNCIAS DO SETOR PÚBLICO CONSOLIDADO**

ANOS	Em porcentagem do PIB			Em valores constantes de 1990 (1980 = 100)		
	Assistência e Previd. <sup>a</sup>	Subsídios	Total	Assistência e Previd. <sup>a</sup>	Subsídios	Total
1980	7.77	3.71	11.48	100.00	100.00	100.00
1984	7.76	1.59	9.35	97.69	41.94	79.67
1987	7.54	1.59	9.13	114.21	50.31	93.55
1988	7.18	1.23	8.41	108.59	38.81	86.04
1989	7.50	1.93	9.43	117.13	63.08	99.66

Notas: (a) Transferência para Assistência e Previdência inclui despesas com pessoal inativo (servidores aposentados) e, no governo central, com aposentadorias e pensões da previdência social.

- Governo Consolidado compreende contas dos governos Central, Estaduais e Municipais.

Abrange administração central e descentralizada, inclusive sistema de previdência social e fundos patrimoniais dos trabalhadores (FGTS e PIS/PASEP), exclusive Banco Central e empresas estatais.

- Valores atualizados pelo deflator implícito do PIB.

Fonte: Afonso, José R.R. "Uma Coletânea de Dados: Duas Décadas do Setor Governo nas Contas Nacionais - 1970-1990" mimeo, 1992.

- Os dados originais são das Contas Nacionais / Conta Governo - FGV/IBRE/CEF (até 1987) e FIBGE/DECNA (1988/1989); PIB - FIBGE (jan./91).

Para enfrentar a menor disponibilidade de recursos das empresas estatais, voltou-se a cortar os investimentos, o que é evidente nas empresas da esfera federal (Tabela 5.12). Ao mesmo tempo, nesta área tampouco se conseguiu conter os incrementos dos gastos com salários.

Em suma, deste período conclui-se que houve um esforço de implementar uma política fiscal restritiva, que encontrou sérios limites tanto para elevar a receita tributária (por resistências a mudanças mais profundas, crescente sonegação fiscal e baixo crescimento da renda) como para conter alguns gastos, implicando uma **deterioração das contas fiscais primárias**. Além disso, os cortes acabaram concentrados nos investimentos, principalmente na esfera federal, o que sinaliza problemas graves de infra-estrutura.

Embora, em termos consolidados, ainda não se houvesse chegado a um déficit primário, esta deterioração afetou negativamente as condições de financiamento do setor público, tanto diretamente, por uma menor disponibilidade de recursos, como indiretamente, por expectativas negativas quanto ao descontrole das finanças públicas. Isso num contexto em que as condições de financiamento já se vinham agravando, principalmente pelo extraordinário crescimento da dívida interna decorrente do megassuperávit da balança comercial em 1988 e, posteriormente, pela política monetária e financeira implementada a partir do Plano Verão.

Assim, a deterioração na situação de financiamento do setor público — refletida na queda do superávit primário e na explosão dos encargos financeiros das contas fiscais (Tabela

Tabela 5.9

### CONTA CORRENTE E FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO - GOVERNO CONSOLIDADO

ANOS	Em porcentagem do PIB			Em valores constantes de 1990 (1980 = 100)		
	Conta Corrente (1)	Form. Bruta Capital Fixo (2)	Resultado Primário (1)-(2)	Conta Corrente (1)	Form. Bruta Capital Fixo (2)	Resultado primário
1980	3.40	2.37	1.03	100.00	100.00	100.00
1984	4.00	1.90	2.10	115.03	78.41	198.96
1987	3.98	3.15	0.83	137.59	156.48	94.28
1988	4.55	3.17	1.38	157.20	157.37	156.82
1989	3.22	2.93	0.29	114.90	150.37	33.57

Notas: Governo Consolidado compreende contas dos governos Central, Estaduais e Municipais.

Abrange administração central e descentralizada, inclusive sistema de previdência social e fundos patrimoniais dos trabalhadores (FGTS e PIS/PASEP), exclusive Banco Central e empresas estatais.

Valores atualizados pelo deflator implícito do PIB.

Resultado Primário = Conta Corrente mais gastos com Formação Bruta de Capital Fixo excluindo portanto os encargos financeiros.

Fonte: - Afonso, José R.R. "Uma Coletânea de Dados: Duas Décadas do Setor Governo nas Contas Nacionais - 1970-1990" mimeo, 1992.

Os dados originais são das Contas Nacionais / Conta Governo - FGV/ IBRE/CEF (até 1987) e FIBGE/DECNA (1988/1989); PIB - FIBGE (jan./91).

5.13) — se deve tanto ao crescente descontrole das contas primárias do governo como à natureza da estratégia de política econômica implementada na área externa e no combate ao processo inflacionário.

#### 5.3. Os custos da sustentação de uma política monetária restritiva e da tentativa de desindexação financeira

A preocupação central na área monetário-financeira era manter uma política restritiva com o objetivo de conter o processo inflacionário. Esta abordagem, como foi assinalado, já era problemática em si, dada a situação patrimonial do Estado e a natureza de seu financiamento (de curto prazo), implicando um agravamento das contas fiscais devido ao crescimento vertiginoso dos encargos financeiros da dívida pública interna.

A gestão do ministro Mailson, entretanto, trouxe mais dois agravantes, ao combinar esta abordagem com a tentativa de regularização dos encargos externos (1988) e de desindexação financeira no Plano Verão (1989), deteriorando significativamente as condições de financiamento do setor público. Ou seja, do ponto de vista financeiro, os dois últimos anos de gestão do governo Sarney se caracterizaram pela combinação de três políticas equivocadas, dadas a natureza da dívida interna e as condições de financiamento do setor público brasileiro.

Tabela 5.10

**RESULTADO PRIMÁRIO DO SETOR PÚBLICO**  
**Por esfera de governo**

Período	EM PORCENTAGEM DO PIB		
	FEDERAL	ESTADOS	MUNICÍPIOS
1980	0.57	0.52	(0.06)
1984	1.78	0.30	0.03
1987	1.67	(0.63)	(0.21)
1988	2.18	(0.15)	(0.65)
1989	0.32	(0.19)	0.16

Período	VALORES CONSTANTES DE 1990 (1980 = 100)		
	FEDERAL	ESTADOS	MUNICÍPIOS
1980	100.00	100.00	(100.00)
1984	303.44	55.73	40.76
1987	342.32	(143.74)	(382.90)
1988	446.93	(33.60)	(1,233.94)
1989	67.20	(44.01)	308.30

Notas: - Resultado Primário = Conta Corrente mais os gastos com Formação Bruta de Capital Fixo, excluindo portanto os encargos financeiros.

Valores atualizados pelo deflator implícito do PIB. Os valores entre parênteses correspondem a déficit.

Fonte: Afonso, José R.R. "Uma Coletânea de Dados: Duas Décadas do Setor Governo nas Contas Nacionais - 1970-1990" mimeo, 1992.

- Os dados originais são das Contas Nacionais / Conta Governo - FGV/ IBRE/CEF (até 1987) e FIBGE/DECNA (1988/1989); PIB - FIBGE (jan./91).

### 5.3.1. O impacto monetário interno da regularização dos encargos da dívida externa (1988)

Como foi assinalado na primeira parte deste mesmo capítulo (item 5.1.), para regularizar a situação com os credores externos, em 1988 o país gerou um superávit na balança comercial da ordem de US\$ 19 bilhões. Se bem esta performance tenha viabilizado, em termos cambiais, o pagamento de todos os juros devidos aos credores externos até aquele ano, do ponto de vista interno criou um sério problema de expansão monetária num contexto de difícil controle do processo inflacionário.

Ainda que grande parte destes recursos tenha sido usada para transferências ao exterior, também houve um acúmulo de reservas não desprezível (Tabela 5.14). O impacto expansivo sobre a liquidez, no entanto, foi agravado por dois problemas internos. Em primeiro lugar, a estreiteza da base monetária — devido ao processo inflacionário, que reduz a demanda por moeda a um nível mínimo das necessidades da circulação — faz com que qualquer acúmulo de reservas tenha um significativo efeito de expansão da liquidez. A base monetária média no primeiro semestre de 1988 correspondia a US\$ 5,3 bilhões, e somente no semestre seguinte

Tabela 5.11

**EVOLUÇÃO REAL DAS PRINCIPAIS TARIFAS PÚBLICAS NO BRASIL**

(média 1980 = 100)

<b>Deflacionado pelo IGP-DI</b>						
Período	aço	gasolina	álcool	diesel	e.elétrica	telefone
1980	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
1982	103.17	88.96	92.67	120.38	108.57	79.94
1987	60.55	79.16	90.39	70.10	140.05	45.73
1988	60.73	68.56	80.89	76.46	157.11	35.10
1989	52.15	39.52	51.87	45.40	133.44	20.95

<b>Deflacionado pelo dólar</b>						
Período	aço	gasolina	álcool	diesel	e.elétrica	telefone
1980	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
1982	124.65	107.35	96.77	146.67	131.43	97.79
1987	70.13	91.45	90.39	81.84	162.58	53.60
1988	81.05	91.29	93.30	103.07	210.35	47.40
1989	87.56	65.40	74.30	75.54	223.66	34.90

Nota: média anual.

Fonte: IESP - ÁREA DE EMPRESAS ESTATAIS.

FGV - *Conjuntura Econômica* - diversos números.

deste mesmo ano se observaria uma expansão das reservas internacionais da ordem de US\$ 2 bilhões. Este mesmo problema pode ser identificado através dos dados sobre os fatores condicionantes da base monetária. Somente as contas cambiais corresponderam a 43% do efeito expansionista sobre a base monetária em 1988. Se a este item se agregam os depósitos vinculados a contratos de câmbio e as conversões de dívida em investimentos, esta participação relativa aumenta para 58% (Tabela 5.15). O segundo problema interno se refere aos mecanismos de refinanciamento dos encargos da dívida externa do setor público (MF-30). Quando alguma entidade deste setor não consegue cobrir esses encargos em moeda nacional, recebe uma linha de refinanciamento do Bacen, via Banco do Brasil, e deposita os encargos no Bacen. Assim, quando se realiza a transferência ao exterior referente ao pagamento dos juros atrasados, não há um efeito de contração da liquidez interna equivalente à redução das reservas. Isto é, o efeito de contração da liquidez interna, quando se reduzem as reservas, não é simétrico e, dados os mecanismos de refinanciamento interno que se criaram, tende a ficar aquém daquela redução.

Com o objetivo não só de compensar a expansão da liquidez decorrente das operações externas, mas inclusive de praticar uma política monetária restritiva para combater o processo

Tabela 5.12

**RECEITAS E DESPESAS DAS EMPRESAS ESTATAIS FEDERAIS  
(em % do PIB)**

	1980	1987	1988	1989
1. RECEITAS	13.21	13.56	14.39	13.72
1.1. Receitas Operacionais	11.77	12.47	11.82	13.10
1.2. Outras Receitas Correntes <sup>a</sup>	1.44	1.09	2.57	0.62
2. GASTOS OPERACIONAIS	9.39	12.37	11.97	11.18
2.1. Pessoal e Encargos Sociais	2.03	2.55	2.69	3.45
2.2. Outros Gastos Correntes	7.36	9.82	9.28	7.73
3. SALDO OPERACIONAL CORRENTE (1-2)	3.82	3.69	3.57	2.54
4. FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL	4.56	3.45	2.99	2.51
5. OUTRAS DESPESAS DE CAPITAL	0.84	0.59	0.58	0.28
6. JUROS E OUTROS ENC. FINANCEIROS	0.86	2.85	2.26	3.26
6.1. Internos	0.20	n.d.	n.d.	n.d.
6.2. Externos	0.66	n.d.	n.d.	n.d.
7. DÉFICIT (-) OU SUPERÁVIT (+) (3-4-5-6)	-2.44	-3.20	-2.26	-3.51
8. FINANCIAMENTO	2.44	3.20	2.26	3.51
8.1. Transferências do Tesouro	1.21	2.94	2.37	0.93
8.1.1. Correntes	0.43	0.67	0.61	0.50
8.1.2. de Capital	0.78	2.27	1.76	0.43
8.2. Financiamento Líquido	1.23	0.26	-0.11	2.58
8.2.1. Interno	0.39	n.d.	n.d.	n.d.
8.2.2. Externo	0.85	n.d.	n.d.	n.d.

Nota: (a) a correção monetária foi expurgada das receitas de aplicações financeiras, de acordo com estimativas de diferentes fontes.

Fonte: CEPAL/PNUD: "O déficit do setor público e a política fiscal no Brasil, 1980-1988", Série Política Fiscal Nº 14, Santiago, 1991; CPF/SEPE/MEFP para os dados de 1987 a 1989.

Tabela 5.13

### IMPACTO FINANCEIRO SOBRE AS CONTAS FISCAIS Setor Público Consolidado

ANOS	Em porcentagem do PIB				Em valores constantes de 1990 (1980 = 100)			
	Resultado primário	Encargos financeiros		Saldo	Resultado primário	Encargos financeiros		Saldo
		Div. interna	Totais			Div. interna	Totais	
(1)	(2)	(3)	(1)-(3)	(1)	(2)	(3)		
1980	1.03	0.76	1.12	(0.09)	100.00	100.00	100.00	(100.00)
1984	2.10	2.44	2.99	(0.89)	198.96	314.77	261.75	(1,041.04)
1987	0.83	3.14	4.04	(3.21)	94.28	488.26	426.44	(4,549.11)
1988	1.38	3.12	4.06	(2.68)	156.82	485.39	427.94	(3,793.08)
1989	0.29	6.06	6.95	(6.66)	33.57	972.49	756.70	(9,731.94)

**Notas:** Governo Consolidado compreende contas dos governos Central, Estaduais e Municipais.

Abrange administração central e descentralizada, inclusive sistema de previdência social e fundos patrimoniais dos trabalhadores (FGTS e PIS/PASEP), exclusive Banco Central e empresas estatais.

Resultado Primário = Conta Corrente mais gastos com Formação Bruta de Capital Fixo, excluindo portanto os encargos financeiros.

Valores atualizados pelo deflator implícito do PIB.

Valores entre parênteses correspondem a déficit.

Fonte: Afonso, José R.R. "Uma Coletânea de Dados: Duas Décadas do Setor Governo nas Contas Nacionais - 1970-1990" mimeo, 1992.

- Os dados originais são das Contas Nacionais / Conta Governo FGV/ IBRE/CEF (até 1987) e FIBGE/DECNA (1988/1989); PIB - FIBGE (jan./91).

- Isolou-se, através dos dados originais, os dados referentes a encargos financeiros.

inflacionário, as autoridades econômicas usaram tanto instrumentos tradicionais como as operações de mercado aberto. Com relação aos primeiros, aumentaram os depósitos compulsórios sobre os depósitos à vista e tentaram controlar as principais fontes de expansão monetária autônomas e que haviam adquirido certa relevância: os depósitos voluntários no Bacen das Sociedades de Crédito Imobiliário e dos exportadores<sup>7</sup>. Como estes últimos utilizavam esses depósitos como mecanismos de seguro contra o risco cambial, voltou-se a lançar OTNs cambiais — com rendimento de 6% a.a. — como alternativa de *hedge*.

7 O volume destes depósitos havia adquirido certa importância e os detentores destes recursos gozavam de grande liberdade na sua movimentação, podendo interferir seriamente na programação monetária.

Tabela 5.14

**RESERVAS INTERNACIONAIS DO BANCO CENTRAL**

(US\$ milhões)

Período	Caixa (1)	Balanco de pagamentos <sup>a</sup> (2)	Liquidez internacional <sup>b</sup> (3)	Reservas internac. líquidas <sup>c</sup> (4)
1987 Dez	4,433	6,799	7,458	(2,807)
1988 Mar	3,928	6,261	6,847	(3,699)
Jun	4,251	6,956	7,435	(3,110)
Set	5,442	8,367	9,334	116
Dez	5,359	8,116	9,140	3,992
1989 Mar	7,408	9,519	10,520	6,187
Jun	5,555	7,587	8,564	4,149
Set	6,948	8,958	9,891	2,659
Dez	7,268	8,736	9,679	1,169
1990 Mar	5,378	6,427	7,385	(5,178)

Notas: (a) O conceito de balanço de pagamentos diz respeito aos haveres e às obrigações das autoridades monetárias com vencimento em até 360 dias. A variação de posição, excluídas as contrapartidas por valorização/desvalorização de outras moedas frente ao dólar norte-americano, monetização/desmonetização de ouro e outros ajustamentos, corresponde a variação dos haveres no balanço de pagamentos.

(b) O conceito de liquidez internacional diz respeito à capacidade do país de fazer frente aos compromissos externos em determinado momento, mas não se confunde com o conceito de caixa, que apenas é parte do conceito de liquidez. Este último abrange haveres brutos disponíveis em divisas conversíveis (ouro, DES, posição no FMI e outras moedas conversíveis), não levando em conta as obrigações.

(c) O conceito de reservas internacionais líquidas leva em consideração os ativos e as obrigações das autoridades monetárias de qualquer prazo.

Fonte: Bacen, Relatório do Setor Externo da Economia Brasileira, 1979/1984.

Bacen, **Brasil-Programa Econômico**, vários números.

MINIST. FAZENDA, Plano de controle macroeconômico, 1º relatório de acompanhamento e atualização.

No que diz respeito às operações de mercado aberto, o governo colocou intensamente títulos junto ao público e puxou a taxa de juros. Como se pode observar na Tabela 5.16, o valor do estoque de títulos públicos federais no mercado cresceu 31% em termos reais no segundo trimestre de 1988 em relação ao trimestre anterior, elevando a participação destes títulos na carteira dos detentores de ativos financeiros não monetários em 6 pontos percentuais (de 36% para 42%). Simultaneamente, elevaram-se os juros nas operações de *overnight*, cujas taxas reais dos últimos doze meses passaram a flutuar na faixa de 6,0% a 13,9% de abril até o final do ano (Tabela 5.17 e Gráfico 5.1).

A implementação desta estratégia de política monetário-financeira teve duas conseqüências previsíveis e que já haviam sido objeto de intenso debate na área de política econômica. Por um lado, **não se conseguiu efetivamente restringir a liquidez**. Como na realidade todos os ativos financeiros no mercado são essencialmente de curto prazo, esta política e o próprio processo inflacionário restringiram os meios de pagamentos (M1), mas implicaram a expansão de outros ativos financeiros não monetários, que apresentam um nível de liquidez praticamente equiva-

Tabela 5.15

**FATORES CONDICIONANTES DA BASE MONETÁRIA**  
**Fluxo acumulado em Cr\$ milhões correntes**

FATORES	1988	1989
1. Variação da Base Monetária	3,133	63,798
2. Operações do Setor Externo	1,367	(2,508)
a) Contas Cambiais	4,273	-
b) Depósitos em Moeda Estrangeira	112	-
c) Dep. vinc. a Contratos Cambiais	997	-
d) Conversão de dívida em investimento	530	-
e) Outras	(4,545)	-
3. Tesouro Nacional	3,505	91,916
4. Oper. com Tt. Públicos Federais	(2,269)	(29,473)
5. Assist. Financeira de Liquidez	(109)	234
6. Dep. Instituições Financeiras	596	3,473
7. Outros	43	156

Fonte: Bacen, Departamento Econômico.

Bacen, *Informativo Mensal*, Ano 9, nº 102, jan/89.

lente, principalmente para os grandes aplicadores. Ou seja, houve uma contração real significativa do M1, mas os conceitos mais amplos de liquidez (M2 a M4) revelaram um nível de liquidez estável ou até ampliado (em função de um volume maior de títulos públicos federais em circulação), apesar de todo o esforço restritivo do governo (Tabela 5.18). Por outro lado, **esta gestão monetária causou uma elevação dos encargos financeiros do setor público, tanto pela expansão do estoque de títulos em circulação como pela elevação da remuneração dos mesmos, onerando conseqüentemente o orçamento fiscal**<sup>8</sup> (Tabela 5.13).

Nesta situação, o processo inflacionário continuava descontrolado e os preços nos mercados especulativos muito voláteis. O ágio no mercado paralelo do dólar, que no início de 1988 se encontrava na faixa de 20%-30%, em agosto havia ultrapassado a marca dos 50% e chegou a encerrar o ano em quase 70%. Por sua vez, a inflação mensal ultrapassou a marca dos 20% em meados do ano e chegou próximo de 30% em dezembro, o que levou as autoridades econômicas a implementar mais um programa de combate à inflação no início de 1989.

8 O impacto dos encargos financeiros sobre as contas fiscais se realiza com alguma defasagem temporal – porque o Tesouro apropria a totalidade dos juros dos títulos públicos no resgate (regime de caixa) –, manifestando-se assim somente em 1989.

Tabela 5.16

**DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL EM CIRCULAÇÃO**

PERÍODO	ÍNDICE DE EVOLUÇÃO REAL	PARTICIPAÇÃO NO TOTAL DOS HAVERES FIN. NÃO MONETÁRIOS
1987 Dez	100	39%
1988 Mar	95	36%
Jun	124	42%
Set	127	43%
Dez	133	43%
1989 Mar	133	47%
Jun	131	46%
Set	143	50%
Dez	160	53%
1990 Fev	155	51%
Mar	42	35%

Nota: Valores deflacionados pela inflação oficial.

Fonte: Bacen, *Boletim Mensal*, Vol.26, nº 10, Out/90.

Bacen, Brasil - *Programa Econômico* Vol.20 mar/89 e Vol.25 Jun/90.

Em suma, a estratégia de política econômica adotada na área monetária, além de ter sido inefetiva em relação ao objetivo a que se propunha — o controle da inflação —, deteriorou as condições de financiamento do Estado, pela elevação dos custos de refinanciamento do estoque de dívida interna. Ainda que neste período se veiculassem informações tópicas sobre agentes que não queriam assumir maior risco de continuar aplicando em títulos públicos, não se verificaram até então sérias dificuldades na colocação de títulos públicos. Se houve diversificação de carteira por parte de grandes aplicadores, tudo indica que isso ocorreu na margem, sem comprometer o refinanciamento da dívida do setor público.

### 5.3.2. O Plano Verão - o reforço da política monetária restritiva, a desindexação e suas conseqüências

O objetivo básico do Plano Verão era controlar o processo inflacionário através da "quebra" das expectativas inflacionárias. Os meios para alcançá-lo eram essencialmente uma política monetária restritiva e a desindexação total da economia.

Com relação à área monetária, o governo ampliou o escopo de suas medidas para controlar a liquidez. Em primeiro lugar, na área externa, como foi assinalado, já em dezembro havia suspenso temporariamente os mecanismos de expansão monetária sobre os quais tinha controle, isto é, a conversão de dívida em investimentos e o *relending* programados. Em segundo lugar, ampliou o escopo do contingenciamento de crédito, congelando o crédito ao setor público e privado no nível de 31/12/87 e 31/12/88, respectivamente, e restringindo o crédito ao consumo. Por último, estabeleceu um depósito compulsório de 100% sobre os depósitos à vista.

Tabela 5.17

**TAXAS DE JUROS NO OVERNIGHT - EM %**

PERÍODO	TAXA NOMINAL MENSAL	TAXA REAL MENSAL		TAXA REAL ACUM. EM 12 MESES	
		(t)	(t+1)	(t)	(t+1)
dez	14.38	0.21	(0.67)	(2.78)	(2.52)
1988/jan	16.78	0.23	0.84	2.55	(0.94)
fev	18.35	0.33	3.05	(1.99)	(3.35)
mar	16.59	0.50	(4.19)	0.66	2.08
abr	20.25	0.81	4.45	6.46	11.37
mai	18.65	0.74	(2.78)	6.02	11.82
jun	20.17	0.54	(2.40)	13.85	(5.41)
jul	24.69	0.52	6.67	8.29	(4.54)
ago	22.63	1.63	(4.31)	8.30	(7.71)
set	26.25	1.81	0.33	7.90	(7.43)
out	29.79	2.00	3.07	9.78	(2.40)
nov	28.41	1.17	(2.50)	10.99	(1.64)
dez	30.24	1.13	(23.29)	12.00	(23.36)
1989/jan	22.97	(27.78)	55.19	(19.30)	(8.12)
fev	18.95	14.82	(5.54)	(7.65)	0.98
mar	20.42	13.51	0.08	4.30	15.94
abr	11.52	3.92	(9.61)	7.52	15.19
mai	11.43	1.36	(12.00)	8.18	3.58
jun	27.29	1.97	10.75	9.72	5.70
jul	33.15	3.41	4.13	12.87	5.30
ago	35.49	4.75	(3.19)	16.34	6.12
set	38.58	1.93	1.04	16.48	7.71
out	47.70	7.32	3.72	22.57	10.00
nov	48.41	4.94	(7.46)	27.14	6.64
dez	64.21	6.94	8.83	34.45	46.65
1990/jan	67.60	7.36	(7.78)	99.88	19.85
fev	82.04	5.36	1.82	83.41	5.57

Notas: (t) inflação no mês de referência.

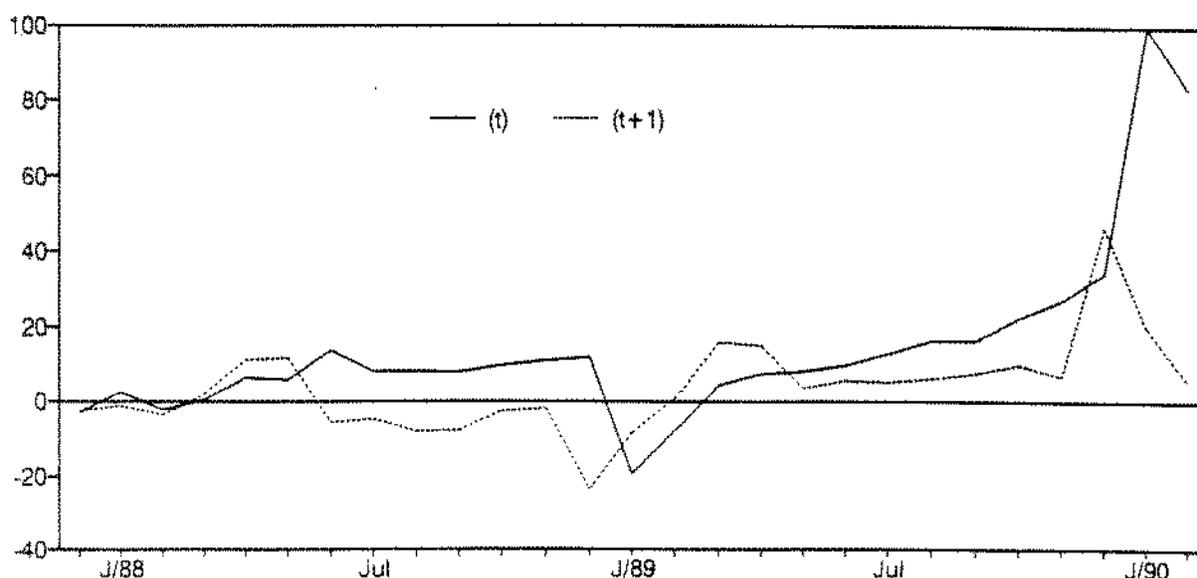
(t + 1) inflação no mês seguinte.

Valores reais deflacionados pela inflação oficial.

Fonte: Bacen, Departamento Econômico.

Gráfico 5.1

### TAXA REAL DE JUROS Overnight - 12 meses (em %)



Nota: Taxa deflacionada pela inflação oficial.

Fonte: Bacen - Departamento Econômico.

Com estas medidas de contingenciamento na área monetário-creditícia e o congelamento dos preços, as taxas de juros mensais em fevereiro e março saltaram para o patamar de 14%-15% em termos reais, o que equivale a uma taxa anualizada de quase 400%, cedendo significativamente nos três meses seguintes, pela redução da taxa nominal do *overnight*, mas principalmente pela retomada da inflação (Tabela 5.17). Toda política monetário-financeira restritiva neste período não contou com a colocação de títulos públicos, o que está associado à desindexação e ao congelamento da OTN, segundo pilar da estratégia implementada. Como se pode observar na Tabela 5.16, no primeiro semestre de 1989 houve inclusive uma redução no valor real do estoque de dívida pública federal em circulação no mercado, para o qual também deve haver contribuído a mudança na metodologia de cálculo do IPC quando da decretação do Plano Verão.

A desindexação oficial da economia, decretada no Plano Verão, aparece como o elemento mais desestruturador da economia. Isso é bastante compreensível a partir: i) da lição aprendida com o Plano Cruzado, quando as autoridades recuaram na sua proposta inicial de desindexação financeira e instituíram a moeda indexada para evitar a fuga de capitais; ii) da insustentabilidade do próprio Plano Verão por um prazo mais longo, pois ele tinha somente uma âncora monetária, com as conseqüências fiscais negativas já conhecidas; iii) da fragilidade política do governo Sarney no seu último ano de mandato (já revelada em 1988 na votação do OGU) e as expectativas da sucessão presidencial.

Tabela 5.18

## EVOLUÇÃO DA LIQUIDEZ INTERNA

PERÍODO	Saldo em Cr\$ milhões de Dez/1987				Variação Real em %			
	M1	M2	M3	M4	M1	M2	M3	M4
1987 Dez	1,036	3,303	5,539	6,500	100.0	100.0	100.0	100.0
1988 Mar	734	2,915	5,375	6,333	70.8	88.3	97.0	97.4
Jun	689	3,527	5,953	6,903	66.5	106.8	107.5	106.2
Set	582	3,503	5,972	6,904	56.2	106.1	107.8	106.2
Dez	672	3,722	6,231	7,296	64.9	112.7	112.5	112.2
1989 Mar	504	3,544	6,028	6,490	48.6	107.3	108.8	99.8
Jun	557	3,567	5,869	6,566	53.8	108.0	106.0	101.0
Set	432	3,715	5,750	6,381	41.7	112.5	103.8	98.2
Dez	535	4,201	5,873	6,744	51.6	127.2	106.0	103.8
1990 Mar	639	1,613	2,442	2,821	61.7	48.8	44.1	43.4

Notas: Valores deflacionados pela inflação oficial.

M1 = Papel Moeda em Poder do Público + Depósitos a Vista.

M2 = M1 + Títulos Públicos Federais (em circulação).

M3 = M2 + Depósitos em Poupança.

M4 = M3 + Depósitos a Prazo.

Neste contexto, a desindexação oficial significou efetivamente a "morte" da confiança dos agentes econômicos na regulação governamental da conduta no mercado financeiro, sendo que o Estado era o maior tomador de recursos neste mercado. Além disso, voltou-se a imprimir uma perda patrimonial aos detentores de ativos financeiros em janeiro, pela mudança no cálculo do IPC (ver rendimento mensal real do *overnight* em janeiro/89 — Tabela 5.17). Embora essa perda possa ter sido mais que compensada pelas altas taxas de juros praticadas posteriormente, sobretudo na segunda metade do ano, criou uma forte desconfiança, já que veio acompanhada, além dos condicionantes gerais acima referidos, da proibição da indexação por prazos inferiores a noventa dias, quando não havia expectativa favorável quanto a um controle efetivo do processo inflacionário.

Assim, o mercado passou a ditar algumas regras de conduta próprias, extra-oficiais, nas suas relações privadas. Neste período proliferaram os acordos informais ("de gaveta") de indexação referenciada ao dólar no mercado paralelo<sup>9</sup>. No entanto, por duas razões esta era uma alternativa complicada. Primeiro, não resolvia o problema das relações entre o setor público e o setor privado — e praticamente a metade da carteira de ativos financeiros deste último era então composta de títulos públicos (Tabela 5.16). Segundo, as regras extra-oficiais

9 "Um número crescente de agentes vem realizando negócios com CDBs informalmente indexados à variação cambial, procedimento que pode generalizar-se na ausência de parâmetros e confiança nos indexadores oficiais (...) os títulos indexados ao câmbio representam uma preferência pela segurança em detrimento da rentabilidade (...)". SEP/SP, *Análise de Conjuntura Econômica*, Nº 35, jan.-fev. 1989, p. 93.

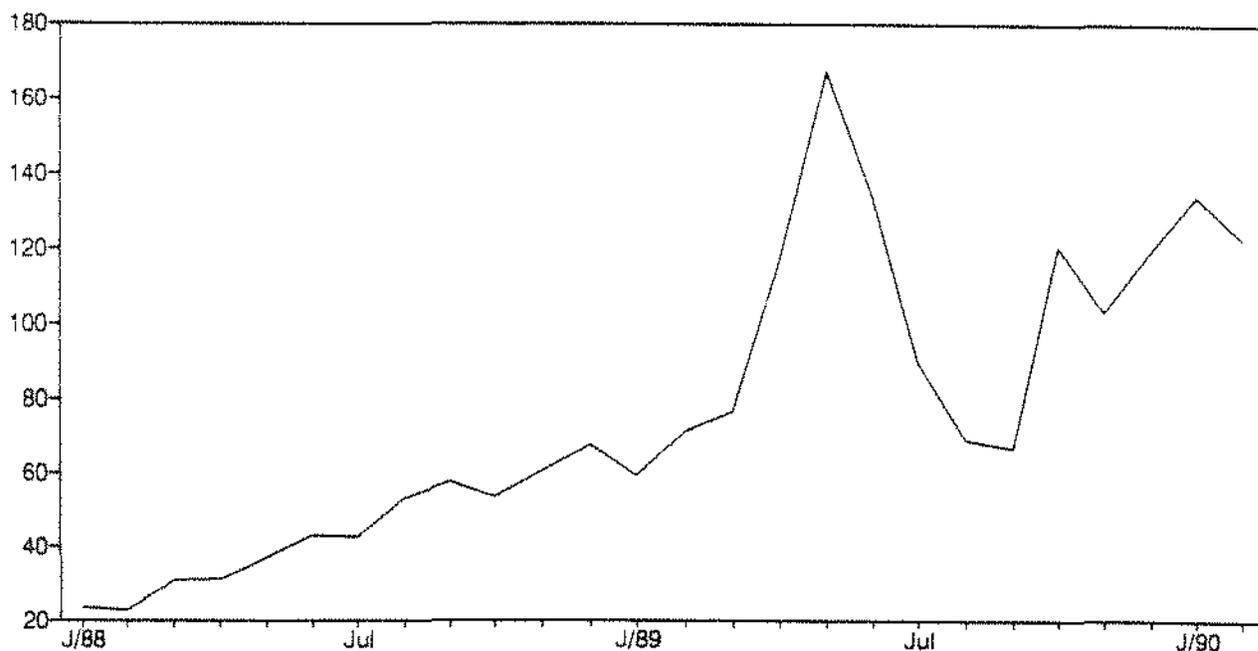
intra-agentes privados não têm amparo jurídico, o que restringe seriamente sua consolidação no mercado.

Em função destes problemas o setor privado tentou pressionar por uma mínima regularização da situação. Diante da retomada do processo inflacionário em março-abril e da inexistência de indexadores oficiais, os agentes do mercado financeiro encomendaram um novo índice de preços à Fundação Getúlio Vargas, o IGP-M, que lhes servisse como referencial de indexação e estivesse isento das arbitrariedades do governo. O segundo passo nesta direção foi a pressão para que se voltasse a reindexar a economia. No que diz respeito às relações com o governo, em meados do ano a FIESP lançou uma proposta que solicitava ao poder legislativo garantias quanto à preservação do valor da dívida mobiliária.

Assim, durante todo o primeiro semestre de 1989 se viveu um forte clima de insegurança na área financeira, fazendo com que o governo tivesse dificuldades de se financiar através da colocação de novos títulos, apesar de taxas de juros relativamente atrativas. Por outro lado, esta insegurança fomentava os mercados de ativos reais e de risco, observando-se significativa valorização dos preços de imóveis, de automóveis, de ações e do dólar no mercado paralelo. Foi em maio de 1989 que o ágio entre a cotação oficial e a do mercado paralelo da moeda norte-americana alcançou seu valor máximo. Este pico não chegou a se repetir nem nas vésperas do primeiro turno das eleições presidenciais, nem às vésperas da posse do novo governo, quando havia grande insegurança quanto às medidas de política econômica que seriam implementadas (Gráfico 5.2). Isso revela o clima de extrema insegurança daquele

Gráfico 5.2

### EVOLUÇÃO DO ÁGIO CAMBIAL (médias mensais em %)



Fonte: Bacen, Boletim Mensal, diversos números; Gazeta Mercantil e Folha de São Paulo.

momento causado essencialmente pela desindexação. Além disso, não se pode esquecer que neste período houve uma intensa saída oficial de capitais, através da remessa de lucros, pagamento de *royalties* etc. (ver item 5.1).

O forte clima de desconfiança no mercado financeiro e a consolidação de um atraso na taxa de câmbio — este último causado pelo congelamento do câmbio numa situação de repique dos preços internos — geraram uma situação extremamente favorável à eclosão de um processo hiperinflacionário. De abril para maio o ágio do dólar havia aumentado cinquenta pontos percentuais, de maio para junho a inflação saltou de 10% para 25% e ninguém ousava arriscar o comportamento futuro. Isso fez com que a equipe econômica empreendesse definitivamente o recuo em meados de junho, reintroduzindo a indexação oficial, até diária, através do BTN fiscal, restabelecendo uma regra de indexação cambial e voltando a lançar um título público indexado à variação cambial (BTN cambial). Através deste título as autoridades econômicas esperavam que a recomposição do financiamento público fosse mais fácil, já que ele serviria de mecanismo de *hedge* frente às dificuldades de restabelecer a confiança na indexação interna.

Com o fracasso do Plano Verão, até o fim do mandato do presidente Sarney a equipe econômica na área monetário-financeira somente cuidou de restabelecer minimamente a capacidade de financiamento do setor público através da colocação de títulos públicos, para o que elevou significativamente as taxas de juros no *overnight* a partir de meados de junho. Como se pode observar na Tabela 5.16, por meio da reindexação o governo recompôs seu financiamento através da dívida mobiliária, pois no segundo semestre de 1989, apesar das incertezas geradas pelas eleições presidenciais e dos sintomas evidentes de dificuldades sérias na gestão da política econômica<sup>10</sup>, ele conseguiu colocar maciçamente títulos públicos, aumentando o endividamento interno em 22% em termos reais.

A pergunta que fica é se esta capacidade se deveu essencialmente à reindexação ou à elevação das taxas de juros. Embora seja difícil afirmar com certeza algo a este respeito, três aspectos tendem a apontar no sentido de uma **maior importância da indexação**. Em primeiro lugar, no primeiro semestre as taxas de juros no *overnight*, com exceção de janeiro (em função da manobra do IPC) foram positivas e também relativamente altas e nem por isso o mercado aceitou títulos públicos. Em segundo lugar, embora as taxas nominais no segundo semestre fossem mais elevadas, dado o processo de aceleração da inflação, se tornava cada vez mais difícil garantir que os juros seriam positivos. No entanto, os agentes voltaram a aplicar em títulos públicos. Em terceiro lugar, diante da valorização dos preços nos mercados de ativos reais e de risco, manter-se no *overnight*, com uma taxa próxima da inflação, podia representar um ônus menor que aplicar nestes mercados sobrevalorizados. Ou seja, em palavras mais simples, "não havia para onde fugir". Assim, tendo a defender que o determinante básico para que o governo pudesse aumentar intensamente seu endividamento interno no último semestre de 1989 via dívida mobiliária, apesar de todas as sinalizações extremamente negativas do ponto de vista da gestão da política econômica, foi a **reindexação**. As crescentes taxas de juros no

---

10 A partir de meados de 1989 se observou uma queda significativa na arrecadação; a previdência pela primeira vez apresentou déficit; houve dificuldades para atualizar as tarifas públicas, porque foram as últimas a retomar os reajustes de preços; para aliviar a situação financeira das empresas estatais o governo reabriu o processo de *relending*; os reajustes salariais se aceleraram neste período sem que o governo tivesse condições — nem, provavelmente, interesse — em refrear o processo; o próprio governo passou a liberar verbas, prática comum em fim de mandato; devido a pressões, voltou-se a permitir a remessa de juros e lucros ao exterior e se reabriram os depósitos em moeda estrangeira no Bacen.

*overnight* eram uma garantia de remuneração real positiva diante do processo de aceleração da inflação e assim reafirmavam a indexação.

Se este argumento for correto, o custo desta política monetário-financeira restritiva foi muito elevado. O alto patamar das taxas de juros, que, mesmo levando em consideração a aceleração da inflação, atingiu níveis estratosféricos no final de 1989 e princípios de 1990, definitivamente "arrebentou" as contas fiscais, fazendo com que os encargos financeiros do governo central mais que duplicassem, implicando um déficit do setor público consolidado jamais visto (Tabela 5.13)<sup>11</sup>.

A partir desta estratégia de política econômica, a natureza do financiamento do setor público se tornou a mais perversa possível. Apesar do expressivo crescimento da dívida pública interna em 1989 (20% em termos reais<sup>12</sup>), a importância relativa desta fonte de financiamento, assim como da moeda, frente às necessidades de recursos do Estado, continuou diminuindo. Assim, a brecha de financiamento foi sendo coberta crescentemente pelo imposto inflacionário, ainda que este fosse insuficiente, e outros mecanismos perversos — atraso na liberação de pagamentos e, conseqüentemente, desvalorizações de dívidas — no contexto de aceleração da inflação (Tabela 5.19). O impacto financeiro sobre o déficit público e a aceleração da inflação eram evidências claras de que esta estratégia de política econômica seria insustentável no curtíssimo prazo.

Tabela 5.19

### FONTES DE FINANCIAMENTO DO SETOR PÚBLICO GOVERNO CENTRAL

PERÍODO	DÍVIDA MOBILIÁRIA INTERNA			BASE MONETÁRIA			IMPOSTO INFLACIONÁRIO		
	% PIB	%NFSP <sup>a</sup>	%NFSP <sup>b</sup>	% PIB	%NFSP <sup>a</sup>	%NFSP <sup>b</sup>	% PIB	%NFSP <sup>a</sup>	%NFSP <sup>b</sup>
1986	9.33	83.87	266.57	3.26	29.31	89.56	1.35	12.14	37.14
1987	10.06	32.10	182.91	2.26	7.21	37.31	3.96	12.64	65.45
1988	13.04	24.89	310.48	1.48	2.82	32.25	4.65	8.88	101.19
1989	15.04	18.11	217.97	1.36	1.64	19.84	7.10	8.55	103.19

Notas: (a) NFSP no conceito nominal.

(b) NFSP no conceito operacional.

Fonte: Bacen, *Boletim Mensal* - Vários números.

Bacen, *Brasil - Programa Econômico* - Vários Números.

11 Não se pode esquecer que, ao contrário do que ocorre com a indexação dos gastos com encargos financeiros, que tem efeitos imediatos, a reindexação dos tributos é mais lenta e difícil, refletindo-se na arrecadação fiscal somente com alguma defasagem de tempo, o que também agrava o déficit.

12 Tabela 5.16.

## 5.4. Conclusões

A análise da política econômica no último período do governo Sarney leva a duas conclusões básicas:

1) Houve uma deterioração significativa das contas fiscais primárias, o que só contribuiu para agravar as já precárias condições de financiamento do setor público. Neste período, as dificuldades de controle dos principais gastos se viram reforçadas e a descoordenação das políticas nas distintas esferas de governo e do SPE se mostrou com toda a nitidez.

Assim, ficou muito explícito que o problema de gestão do setor público é uma questão muito mais complexa que um mero ajuste fiscal, que por si só mostrou sérias dificuldades.

2) A volta à uma estratégia ortodoxa nas áreas monetário-financeira e do setor externo, combinada com uma tentativa de desindexação financeira, que já tinha mostrado suas dificuldades quando do Plano Cruzado, definitivamente deterioraram as condições internas de financiamento do setor público. O imposto inflacionário passou a ter uma maior importância relativa como fonte de financiamento, ainda que totalmente insuficiente e de natureza perversa, já que determinado pela aceleração da inflação. A tentativa de desindexação nestas condições não só agravou a já crítica situação do padrão monetário, como pôs em xeque a moeda indexada como fonte de financiamento do Estado e referencial de transações no mercado financeiro.

No entanto, também é necessário reiterar que, apesar de todas as incertezas, continuou havendo surpreendente disponibilidade para financiar o setor público quando se reintroduziu a indexação, apesar dos riscos crescentes de inadimplência do Estado. Mais do que a elevada taxa de juros, que já não cobria este risco, esta disponibilidade se explica pela inexistência de um refúgio para o capital, a não ser com perdas de valor importante (dólar, ativos reais etc.).

## **VI - CONCLUSÕES**

1) A problemática central tratada nesta tese diz respeito ao imbricamento dos aspectos financeiros e fiscais na tentativa de ajuste da economia brasileira após o choque financeiro externo no início da década de 80. Houve um esforço constante de ajuste na área fiscal ao longo do período. Independentemente do mérito das diferentes iniciativas e de possíveis obstáculos de ordem política, o fato é que nenhuma delas cumpriu seu objetivo de compensar o desajuste financeiro criado pelo choque externo.

Este malogro está associado basicamente a três fatores. Em primeiro lugar, à **dimensão do choque externo em termos de elevação dos custos financeiros do passivo em moeda estrangeira, da deterioração das relações de troca – que exigiu um esforço interno maior para gerar divisas – e da interrupção do fluxo de financiamento externo.** A intensidade da crise cambial e a conseqüente maxidesvalorização da moeda nacional em fevereiro de 1983, ao valorizar o passivo em moeda estrangeira, criou um profundo desajuste no Setor Produtivo Estatal (SPE) entre o serviço de sua dívida externa e seu potencial fluxo de renda. Apesar dos esforços contencionistas neste âmbito, o déficit anual no SPE federal ficou entre 2,5% e 4,5% do PIB ao longo de toda a década, revelando um desajuste entre estoque e fluxo.

Em segundo lugar, este fracasso está relacionado com o conseqüente **impacto da recessão ou do baixo nível de crescimento sobre a arrecadação tributária.** No início do período (1981-1983) se elevou significativamente a carga tributária, que chegou a compensar o efeito negativo da recessão. Isso, no entanto, somente se sustentou por um período relativamente curto. As dificuldades enfrentadas após o Plano Cruzado – crescente instabilidade dos preços e nenhuma perspectiva de crescimento sustentado – deterioraram significativamente a capacidade do governo federal de manter suas receitas. Primeiro, a partir de 1986 as tentativas de elevação da receita tributária restringiram-se praticamente ao **combate do efeito Oliveira-Tanzi**, sendo que esta ofensiva também ficou prejudicada pelas reiteradas desindexações aplicadas no controle do processo inflacionário. Segundo, agravou-se de maneira substantiva a **sonegação de impostos**. Por último, a própria crise intensificou as pressões políticas de estados e municípios por um maior **federalismo fiscal**, sem que isso tivesse como contrapartida uma descentralização equivalente das responsabilidades com custeio.

Junto com a dificuldade de sustentar receitas, na segunda metade dos anos 80 o governo federal também enfrentou **crecentes obstáculos para conter e/ou reestruturar gastos, tanto na administração direta como no SPE.** Assim, embora o governo central consolidado não tenha incorrido em déficit nas suas contas primárias (conta corrente mais gastos com FBKF, exclusive encargos financeiros), seu superávit diminuiu substantivamente na segunda metade dos anos 80 e foi sustentado às custas de uma significativa contenção dos investimentos e desestruturação da máquina estatal. Ainda cabe destacar que nesta deterioração no nível da administração central, a **esfera federal perdeu espaço frente aos estados e municípios, tanto do ponto de vista da administração de recursos como na capacidade de liderar um ajuste ordenado do conjunto das contas públicas.**

O terceiro fator que obstaculizou o processo de ajuste foi a implementação de uma **política monetária restritiva, com elevadas taxas de juros, na tentativa de combater o processo inflacionário, num contexto de alto grau de endividamento público e disponibilidade de mecanismos de financiamento somente de curto prazo.** Ou seja, houve um rebatimento praticamente imediato desta política sobre os encargos financeiros do setor público, cujo crescimento mais que compensou o esforço de contenção de outros gastos.

Desta maneira, diante do corte do financiamento internacional e das inadequadas condições de financiamento interno, uma política fiscal isolada, baseada essencialmente em

ajustes de fluxos, aparece como absolutamente insuficiente, porque ficou muito aquém do crescimento dos encargos financeiros.

Nestas condições de profundo desajuste de estoques, aparece como condição necessária à superação da crise, a sustentação de um fluxo de financiamento adequado, em termos de volume, custos e prazos. Este financiamento deve garantir um patamar mínimo de crescimento econômico e assim viabilizar tanto o aumento da receita do Estado como a reestruturação de seus gastos, para desta maneira avançar na direção de um reordenamento patrimonial. **Em suma, a retomada de um patamar mínimo de crescimento é uma condição necessária, embora não suficiente, para o reordenamento fiscal imprescindível para superar o desajuste patrimonial que se criou no âmbito do setor público.**

2) A retomada de um patamar mínimo de crescimento econômico leva à questão do financiamento, interno e internacional. Com relação a este último, através da análise das principais mudanças nos mercados internacionais e do tratamento dispensado ao problema da dívida externa dos países em desenvolvimento, procurou-se mostrar que, em termos das necessidades globais da economia brasileira, esta fonte de financiamento não se reconstituiu após a crise de 1982. Em primeiro lugar, os mercados privados se tornaram mais organizados e seletivos. Desta maneira, os agentes econômicos que apresentam uma sólida situação financeira têm acesso a estes mercados através da colocação de títulos e créditos vinculados. Tal não é o caso de agentes altamente endividados (no Brasil, um grande contingente do setor público), para os quais também se tornaram mais difíceis tanto os créditos dos bancos privados como os dos organismos financeiros internacionais e oficiais, que se articularam na defesa de seus interesses sob a estratégia de "rédeas curtas".

Também se procurou mostrar que as propostas de securitização da dívida, como a do Plano Brady, vieram sancionar um movimento de mercado que, em princípio, poupam o país das reiteradas renegociações e permitem fixar a taxa de juros para uma parte da dívida externa. Elas, entretanto, estão longe de resolver o problema do elevado estoque da dívida externa, porque a **desvalorização dos ativos se dá somente na margem, e o custo da securitização tende a ser relativamente elevado quando comparado com as taxas de juros vigentes no mercado internacional**, porque nivela o conjunto dos ativos pelo de maior risco. Disso, no entanto, não se infere que a securitização nunca possa vir a ser uma opção interessante para o país devedor.

Desde 1992, a maior atratividade da Proposta Brady, tanto para o Brasil como para os bancos privados, se deve à redução significativa das taxas de juros no mercado financeiro internacional e não a uma alteração no conteúdo deste plano. Na proposta em negociação, os credores mostraram preferência pelos títulos ao par, com remuneração fixa no longo prazo, que entretanto é significativamente superior à taxa de juros equivalente no mercado internacional. Para o Brasil, a vantagem ou não da securitização a este nível de remuneração fixa no longo prazo depende das perspectivas existentes quanto ao comportamento futuro do mercado financeiro internacional. Se as atuais taxas forem consideradas baixas em relação ao passado recente e se espera que elas voltem a subir, a securitização preveniria o país de um possível choque de juros no futuro. Outro aspecto que poderia incentivar a aceitação da securitização à atual taxa de juros seria, como consequência do Plano Brady, a perspectiva de retomada de um influxo significativo de recursos externos de longo prazo para o país. A aceitação de uma proposta de securitização nestas condições poderia aliviar a restrição financeira externa no futuro, não pela desvalorização do estoque de passivo dolarizado, mas pela retomada de uma entrada líquida de recursos externos.

Isso é mais uma demonstração, como foi a experiência dos anos 70 e 80, que uma alteração na situação do financiamento externo de economias como a brasileira não depende

somente de mudanças na política econômica interna, mas também de uma evolução favorável no contexto financeiro internacional. Isso, no entanto, não se deu no período após a crise de 1982 e até o presente **o setor público brasileiro não conseguiu recompor um fluxo mínimo de recursos financeiros externos de longo prazo que lhe permitisse retomar investimentos e reestruturar sua base patrimonial mais ordenadamente.**

3) Do ponto de vista do financiamento interno, o impacto do choque externo e a conseqüente política de ajuste tiveram várias conseqüências. Em primeiro lugar, agravou a condição estrutural perversa do financiamento interno, quer dizer, sua concentração no curto prazo. Desta maneira, a substituição do financiamento externo pelo interno, acompanhada de uma política monetária contracionista implicou uma elevação expressiva dos encargos financeiros internos do setor público. Dado que estes cresciam a um ritmo significativamente superior à contenção fiscal, criou-se um circuito vicioso de *Ponzi Finance*.

O impacto negativo da política monetária sobre a situação fiscal foi tanto mais grave quanto mais se insistia no instrumento monetário para combater o processo inflacionário. Neste sentido, houve inclusive dois momentos nos quais a taxa de juros foi alçada a patamares extremamente elevados, agravando a situação financeira do setor público e, conseqüentemente, tendo um resultado exatamente contrário ao desejado do ponto de vista da inflação: na gestão do ministro Dornelles e nos últimos meses do governo Sarney.

Em segundo lugar, os crescentes níveis de inflação ao longo da década de 80 causaram a erosão do financiamento monetário do Estado devido ao processo de desmonetização da economia. O aumento da senhoriagem nem de longe compensou esta perda. A importância desta fonte de financiamento ficou muito explícita logo após o Plano Cruzado, quando a remonetização da economia ampliou significativamente a cobertura das necessidades de financiamento do setor público.

Em terceiro lugar, o ajuste recessivo e as dificuldades no combate do processo inflacionário também deterioraram as condições gerais de financiamento interno, na medida em que causaram um processo de fuga de capitais. Este, sem lugar à dúvida, foi facilitado pela grande agilidade e melhor remuneração que passaram a oferecer os mercados financeiros internacionais. No entanto, o determinante básico da fuga de capitais no Brasil – onde, ao contrário de outros países latino-americanos, ocorreu após a crise de 1982 – se deveu ao profundo desajuste macroeconômico que se criou a partir de então. Parece pouco provável que esta riqueza acumulada, se estivesse retida no país, estaria disposta a cobrir a restrição financeira do setor público nas condições necessárias para que ele pudesse se ajustar. Ou seja, dada a concentração de risco, não contribuiria voluntariamente para superar o problema de financiamento do setor público. No entanto, do ponto de vista da retomada do crescimento, a fuga destes recursos não deixou de ser uma perda substantiva e seu retorno pode assumir importância estratégica na recuperação dos investimentos privados. A internalização deste capital, em montantes significativos, somente parece provável num contexto de retomada de crescimento sustentado, o que, por sua vez, supõe a superação da restrição financeira do setor público.

Em quarto lugar, as tentativas de alongar, voluntária ou compulsoriamente, o financiamento ao setor público, mostraram sérias dificuldades. Como sofreram resistências na sua própria implementação e foram suspensas no meio do caminho, contribuíram para agravar o passivo do Estado, pois os recursos acabaram sendo utilizados para custeio e não para financiar investimentos (exemplo do FND). Nas experiências heterodoxas em que foram implementadas, a volta relativamente rápida do processo inflacionário, sem lugar à dúvida, significou um obstáculo. No entanto, tudo leva a crer que as dificuldades de constituição de mecanismos de financiamento de longo prazo vão além do controle do processo inflacionário e supõem

mudanças institucionais importantes que estimulem a poupança e sua canalização para o financiamento de projetos de investimento. Neste contexto, as discussões sobre os fundos de pensões e sobre a natureza do sistema previdenciário assumem relevância também do ponto de vista do reordenamento financeiro interno para a retomada do crescimento.

A quinta questão no âmbito do financiamento interno se refere à indexação. Dada a generalização da prática de indexação nos contratos financeiros, as várias alterações no indexador oficial, por um lado, desvalorizaram compulsoriamente os ativos financeiros não monetários emitidos pelo setor público, diminuindo desta maneira em várias ocasiões o estoque de passivo do Estado. Por outro lado, entretanto, criaram uma crescente desconfiança no indexador oficial e com isso no contrato financeiro, já que o indexador passou a ser um elemento intrínseco a este contrato diante da falta de uma referência monetária estável. Desta maneira, a constituição de mecanismos adequados de financiamento interno exigiria, antes de mais nada, a recuperação da confiança num indexador oficial, que volte a dar legitimidade aos contratos, especialmente daqueles entre os detentores de riqueza e o Estado. A garantia de que o contrato será respeitado passa por sinalizações claras de que a política econômica está procedendo seriamente no ajuste financeiro-fiscal do setor público, o que tampouco está dissociado das perspectivas propriamente políticas.

Em suma, as dificuldades financeiras internas foram significativas e tudo indica que sua superação exige um **compromisso mais amplo** dos atores políticos relevantes no empenho de perseguir uma gestão de política econômica que consiga controlar o processo inflacionário e sinalizar um mínimo crescimento sustentável, a partir do que se criariam as condições de reordenamento financeiro.

4) Se as proposições anteriores forem corretas, a formulação de uma estratégia de ajuste efetiva está longe de ser uma questão trivial. A abordagem de tratar as questões de maneira encadeada, em seqüência temporal (como ocorreu ao longo de várias experiências nos anos 80) – primeiro inflação, depois financiamento interno e por fim dívida externa – é problemática e se mostrou insuficiente.

Assim, se aponta para a necessidade de atuar simultaneamente nos três âmbitos para abarcar o conjunto da problemática, por mais complexa que seja. Neste sentido, *a priori* já se apresentam dois desafios. Primeiro, seria necessário um entendimento das condições financeiras necessárias ao ajuste. Ao longo da década passada não houve esta compreensão entre os principais agentes econômicos e políticos do país, nem entre grande parte dos responsáveis da gestão da política econômica – e, possivelmente, ela tampouco prevalece no presente. Segundo, diante da necessidade de atuar simultaneamente nos três âmbitos – financiamento externo, financiamento interno e fiscal –, se apresenta um sério problema de coordenação de medidas de política econômica, pois as dificuldades se reforçam mutuamente.

5) A revisão dos conceitos analíticos e do debate em torno de profundos desajustes patrimoniais do Estado revelou que o processo de refinanciamento de um importante passivo, em situações de democracia, ainda merece uma reflexão maior. O debate teórico do *funding* gira em torno das condições de financiamento de **novos investimentos** e, conseqüentemente, baseado numa expectativa de fluxo de rendimentos futuros. No caso do passivo existente, entretanto, a situação é substancialmente diferente, na medida em que uma parte relevante não tem como contrapartida a garantia de renda futura, pois criou-se a partir de condições financeiras adversas e não a partir de gastos com investimentos produtivos.

Foram levantadas todas as implicações negativas de desvalorizações compulsórias deste passivo, nas condições em que se realizaram no Brasil. Ao mesmo tempo, parece absoluta-

mente necessário enfrentar o problema deste desajuste de estoque. Em princípio, a alternativa que deriva da análise realizada sugeriria a retomada do *funding*, interno e internacional, de novos investimentos. O conseqüente efeito positivo sobre o crescimento e a renda do país melhoraria as condições para se encaminhar o problema deste passivo "velho", tanto em termos financeiros como fiscais. Por um lado, com a retomada dos investimentos e da demanda por crédito, a importância relativa do passivo "velho" diminuiria na carteira de ativos financeiros, tornando seu refinanciamento provavelmente mais fácil. Por outro lado, num contexto de retomada do crescimento, a contribuição fiscal ao ajuste patrimonial do Estado deveria ser mais efetiva.

Se este ponto de vista for correto, a reflexão em torno da questão do financiamento deveria começar pela viabilização dos investimentos prioritários, tanto internamente como do ponto de vista da contribuição do financiamento externo. Isso, logicamente, também supõe clareza quanto a estas prioridades.

6) Toda a ênfase colocada na questão financeira decorre da natureza do problema e da condição necessária para avançar na direção de um efetivo ajuste fiscal. A revisão da gestão de política econômica na década de 80 indicou que, no caso brasileiro, não se trata mais de um ajuste fiscal convencional de cortes de gastos e aumento de receitas. Na realidade, a problemática aponta para a necessidade de mudanças profundas nesta área e que supõem uma verdadeira reforma do Estado, cuja discussão não pode prescindir de um enfoque interdisciplinar para fazer jus à complexidade do tema. Nos dois últimos capítulos da tese se apontaram dificuldades institucionais para o reordenamento dos gastos e a coordenação de distintas esferas governamentais que permitam dar coerência a uma estratégia de política econômica.

Em suma, tanto no âmbito da criação das condições financeiras básicas à retomada dos investimentos públicos imprescindíveis como na questão mais ampla da reforma do Estado, encontramos grandes desafios à reflexão e pesquisa futura. Assim, esta tese representa uma primeira fase, isto é, o entendimento do imbricamento dos problemas financeiros e fiscais, para que esta agenda possa iniciar-se levando em consideração a verdadeira complexidade do problema, e não partir de um enfoque analítico simplista e insuficiente.

## **BIBLIOGRAFIA**

- A FACE moral da crise. IstoÉ. São Paulo, nº 340, pp. 84-86, jun. 1983.**
- A VISÃO internacional de W.D. Mulholland. Conjuntura Econômica. Rio de Janeiro, v. 37, nº 7, pp. 100-103, jul. 1983.**
- ACORDO do Brasil com o FMI é decisão exclusiva do governo. Gazeta Mercantil. São Paulo, 14 jan. 1988.**
- AFFONSO, Rui. A ruptura do padrão de financiamento do setor público e a crise do planejamento no Brasil nos anos 80. Planejamento e Políticas Públicas. Brasília, nº 4, pp. 37-66, dez. 1990.**
- \_\_\_\_\_. Ruptura do padrão de financiamento do setor público. In: Cebrap. **Ajustamento e estabilização no Brasil nos anos 80: um balanço das tentativas, de seus resultados e de suas conseqüências imediatas e para os anos 90.** São Paulo: Cebrap, 1989, v. 4.
- AFONSO, José Roberto R. Uma coletânea de dados: duas décadas do setor governo nas contas nacionais – 1970/1990. Rio de Janeiro: IPEA, 1992a. 33 pp., mimeo.**
- \_\_\_\_\_. **Investimentos do setor público e retomada do desenvolvimento brasileiro: estrangulamentos e perspectivas. Rio de Janeiro: IPEA, 1992b. 36 pp., mimeo.**
- AFONSO, José Roberto e VILLELA, Renato. Estimativa da carga tributária no Brasil em 1990 e sua evolução nas duas últimas décadas. Boletim Conjuntural. Rio de Janeiro: IPEA, nº 13, pp. 35-40, abr. 1991.**
- AGLIETTA, M. Le risque de système et sa prevention. Paris: [s.n.], 1992. 39 pp., mimeo.**
- AKYÜZ, Yilmaz. On financial openness in developing countries. Geneva: UNCTAD, 1992. 27 pp., mimeo.**
- ALESINA, Alberto. The end of large public debts. In: GIAVAZZI, Francesco e SPAVENTA, Luigi (orgs.). High public debt: the italian experience. Cambridge: Cambridge University Press, 1988. 260 pp., pp.34-79.**
- ALMEIDA, Julio Sergio Gomes de. Instabilização da economia e estrutura financeira das empresas no Brasil do ajustamento recessivo. Rio de Janeiro: UFRJ, Instituto de Economia Industrial, 1988. 57 pp. (Texto para Discussão, 178).**
- ANÁLISE DE CONJUNTURA ECONÔMICA. Retrospectiva anual de 1984. São Paulo: Secretaria de Economia e Planejamento-SEP/SP, nº 14, 1985. 79 pp.**
- ANÁLISE DE CONJUNTURA ECONÔMICA. São Paulo: SEP/SP, nº 20, maio 1986. 130 pp.**
- ANÁLISE DE CONJUNTURA ECONÔMICA. São Paulo: SEP/SP, nº 21, jun./jul. 1986. 193 pp.**
- ANÁLISE DE CONJUNTURA ECONÔMICA. São Paulo: SEP/SP, nº 28, set./out. 1987. 137 pp.**
- ANÁLISE DE CONJUNTURA ECONÔMICA. São Paulo: SEP/SP, nº 30, jan./fev. 1988. 106 pp.**
- ANÁLISE DE CONJUNTURA ECONÔMICA. São Paulo: SEP/SP, nº 35, jan./fev. 1989. 148 pp.**
- ARAÚJO, Aloísio Barboza de. A dívida externa brasileira: evolução das negociações. In: IPEA. **Perspectivas da economia brasileira – 1989.** Rio de Janeiro: IPEA, 1989. 633 pp., pp. 109-126.**

- ASIMAKOPULOS, A. Kalecki and Keynes on finance, investment and saving. **Cambridge Journal of Economics**. Londres, v. 7, nº 3/4, pp. 221-233, set./dez. 1983.
- \_\_\_\_\_. Finance, liquidity, saving, and investment. **Journal of Post Keynesian Economics**. Armonk-Nova York, v. 9, nº 1, pp. 79-111, Fall 1986.
- BACHA, Edmar L. Choques externos e perspectivas de crescimento: o caso do Brasil – 1973/89. **Pesquisa e Planejamento Econômico**. Rio de Janeiro, v. 14, nº 3, pp. 583-622, dez. 1984
- \_\_\_\_\_. **Alguns princípios para a reforma do sistema financeiro nacional**. Rio de Janeiro: PUC, 1989. 19 pp. (Texto para Discussão, 227).
- BAER, Monica. **Notas sobre balanço de pagamentos e negociação externa: a fase III da renegociação da dívida externa brasileira**. São Paulo: [s.n], 1985. 36 pp.
- \_\_\_\_\_. **A internacionalização financeira no Brasil**. Petrópolis: Vozes, 1986. 164 pp.
- \_\_\_\_\_. La deuda externa brasileña: estrategias de negociación e impactos internos (1983-1987). In: BOUZAS, Roberto (org.), **Entre la heterodoxia y el ajuste: negociaciones financieras externas de América Latina (1982-1987)**. Buenos Aires: Gel, 1988. 302 pp., pp. 85-137.
- \_\_\_\_\_. A dívida externa brasileira: estratégias de negociação e impactos internos (1983-1987). In: PEREIRA, Luiz Carlos Bresser (org.), **Dívida externa: crise e soluções**. São Paulo: Brasiliense, 1989. 324 pp., pp. 184-218.
- \_\_\_\_\_. **Estudos especiais sobre a década de 80: política da dívida externa**. São Paulo: Cebrap, 1991. 351 pp.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório 1989**. Brasília: Banco Central do Brasil, v. 26., 1990. 206 pp.
- BANCO Mundial: a nova face da instituição. **Gazeta Mercantil**. São Paulo, 24 set. 1991.
- BATISTA JUNIOR, Paulo Nogueira. **Da crise internacional à moratória brasileira**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1988. 314 pp.
- BELLUZZO, Luiz G. M. e ALMEIDA, Julio S. G. de. Enriquecimento e produção: Keynes e a dupla natureza do capitalismo. **Novos Estudos**. São Paulo, nº 23, pp. 120-127, mar. 1989.
- \_\_\_\_\_. **Crise e reforma monetária no Brasil**. São Paulo: [s.n], 1990. 42 pp., mimeo.
- BERGES, Angel L., ONTIVEROS, Emílio B. e VALERO, Francisco J. L. Nuevos instrumentos de financiación internacional. **Papeles de Economía Española**. Madrid, nº 21, pp. 161-168, 1988.
- BIASOTTO JÚNIOR, Geraldo. **Endividamento externo e desequilíbrio financeiro do setor público na primeira metade dos anos oitenta**. Campinas: Unicamp, Instituto de Economia, 1988. 299 pp. (Tese: Mestre em Economia).
- BIS. **Recent innovations in international banking**. Basiléia: BIS, 1986. 270 pp.
- \_\_\_\_\_. **59th annual report**. Basiléia: BIS, 1989. 223 pp.
- BLECKER, Robert A. **Low saving rates and the twin deficits: confusing the symptoms and causes of economic decline**. Washington: Economic Policy Institute, 1990. 60 pp., mimeo.
- BRASIL prevê saldo na balança comercial de um bilhão de dólares por mês. **Gazeta Mercantil**. São Paulo, 25 maio 1987.

- BRASIL. Ministério da Fazenda. **Plano de controle macroeconômico**. Jul. 1987.
- CARDOSO, Eliana A. e DORNBUSCH, R. Dívida brasileira: réquiem para a política de *muddling through*. **Pesquisa e Planejamento Econômico**. Rio de Janeiro, v. 18, nº 2, pp. 211-238, ago. 1988.
- CARNEIRO, Dionísio D. e WERNECK, Rogério L. F. **Public savings and private investment: requirements for growth resumption in the Brazilian economy**. Rio de Janeiro: PUC, Departamento de Economia, 1992. 50 pp., mimeo.
- CASILLAS, Luis R. El ahorro en Asia y América Latina: análisis comparativo teórico y empírico. **Integracion Latinoamericana**. Buenos Aires, nº 166, pp. 48-83, abr. 1991.
- CAVALCANTI, Carlos Brandão. **Transferência de recursos ao exterior e substituição de dívida externa por dívida interna**. Rio de Janeiro: UNB, Departamento de Economia, 1988. 93 pp. (Dissertação: Mestre em Economia).
- CEPAL, PNUD. **O déficit do setor público e a política fiscal no Brasil, 1980-1988**. Santiago: Naciones Unidas, 1991. 83 pp. (Série Política Fiscal, 14).
- CHICK, Victoria. Speculation, the rate of interest, and the rate of profit. **Journal of Post Keynesian Economics**. Armonk-Nova York, v. 10, nº 1, pp. 124-132, Fall 1987.
- CITICORP aceita proposta do Chile para pagamentos. **Gazeta Mercantil**. São Paulo, 20 fev. 1987.
- COLLINS, Susan M. e PARK, Won-Am. External debt and macroeconomic performance in South Korea. In: SACHS, Jeffrey (org.). **Developing country debt and the world economy**. Chicago: NBER/University of Chicago Press, 1989. 335 pp., pp. 121-140.
- DAMILL, M., FANELLI, J. M. e FRENKEL, R. **Shock externo y desequilibrio fiscal: la macroeconomia de América Latina en los ochenta**. Buenos Aires: CEDES, 1991. 42 pp., mimeo.
- DAVIDSON, Paul. **Money and the real world**. 2. ed. Londres: MacMillan Press, 1978. 428 pp.
- \_\_\_\_\_. Finance, funding, saving, and investment. **Journal of Post Keynesian Economics**. Armonk-Nova York, v. 9, nº 1, pp. 101-110, Fall 1986.
- DAVIDSON, William H. **Ecostructures and international competitiveness**. California: University of Southern California, 1988. 45 pp., mimeo.
- DESAFIO à vista. **IstoÉ**. São Paulo, nº 527, pp. 62-64, jan. 1987.
- DÍVIDA externa: o vaivém da moratória. **Exame**. São Paulo, nº 284, pp. 14-15, set. 1983.
- DYMSKI, Gary A. A keynesian theory of bank behavior. **Journal of Post Keynesian Economics**. Armonk-Nova York, v. 10, nº 4, pp. 499-526, Summer 1988.
- EMPRESÁRIOS já aceitam a possibilidade de uma moratória negociada. **Gazeta Mercantil**. São Paulo, 19 abr. 1983.
- FIESP quer mudança na política salarial. **Gazeta Mercantil**. São Paulo, 30 nov. 1982.
- FREITAS, Maria Cristina Penido de. **Bancos brasileiros no exterior: expansão, crise e ajustamento**. Campinas: Unicamp, Instituto de Economia, 1989. 255 pp. (Tese: Mestre em Economia).
- FRIEDMAN, B. **Implications of the U.S. net capital inflow**. Cambridge-USA: NBER, 1987, pp. 137-161. (NBER Working Paper, 878).

- FROEBEL, F. Política económica en la crisis: algunas observaciones desde la perspectiva de los países industrializados. In: MINIAN, I. (org.). **Transnacionalización y periferia semindustrializada**. México: CIDE, 1983. 373 pp., pp. 101-133.
- FUNARO propõe renegociação política da dívida externa. **Folha de S. Paulo**. São Paulo, 13 nov. 1983, p. 32, c. 4.
- GOLDENSTEIN, Lídia. **Da heterodoxia ao FMI: a política econômica de 1979 a 1982**. Campinas: Unicamp, Instituto de Economia, 1985. 175 pp. (Dissertação: Mestre em Economia).
- HORTA, Maria Helena T. T. e VILLELA, André Arruda. Indicadores de competitividade: novas séries. **Boletim Conjuntural**. Rio de Janeiro, nº 15, pp. 35-40, out. 1991.
- HUGHES, Alan e SINGH, Ajit. **The world economic slowdown and the Asian and Latin American economies: a comparative analysis of economic structure, policy and performance**. Helsinki: United Nations University, WIDER, 1988. 67 pp. (Working Papers, 42).
- IMF. IMF suplement on the fund. **IMF Survey**. Washington, v. 19, pp. 1-16, aug. 1990.
- KANDIR, A. e BAER, M. Ainda a dívida. **Novos Estudos**. São Paulo, v. 2, nº 4, pp. 55-65, abr. 1984.
- KEMENES, Egon. The role of domestic financing in the process of economic development: empirical evidence. In: GUTOWSKI, A., ARNAUDO, A. A., e SCHARRER, Hans-Eckart (orgs.). **Financing problems of developing countries**. Londres: International Economic Association/MacMillan Press, 1985. 353 pp., pp. 29-41.
- LANGONI diz que governo pensou em estatizar bancos. **Jornal do Brasil**. Rio de Janeiro, 6 mar. 1983, p. 32, c. 1.
- MARKWALD, Ricardo A. Ajuste fiscal e estabilização. In: IPEA. **Perspectivas de economia brasileira - 1992**. Brasília: IPEA, 1991. 634 pp., pp. 111-130.
- MARRIS, S. **Deficits and the dollar: the world economy at risk**. Washington: Institute for International Economics, 1985. 345 pp.
- MBE-Associados S/C Ltda. **Carta Econômica**. São Paulo, set. 1987.
- MENDONÇA, Luiz Carlos. **A moeda indexada: uma experiência brasileira**. São Paulo: [s.n], 1992. 37 pp., mimeo.
- METAMORPHOSIS: A Survey of international banking. **The Economist**, 25 mar. 1989.
- MEYER, Arno e MARQUES, Maria Silvia Bastos. **A fuga de capital no Brasil**. Rio de Janeiro: FGV, 1989. 56 pp.
- MINSKY, Hyman P. **Stabilizing an unstable economy**. Londres: Yale University Press, 1986. 353 pp. (A Twentieth Century fund report).
- \_\_\_\_\_. **Global consequences of financial deregulation**. St. Louis: Washington University, 1986a. mimeo.
- MISHKIN, F. S. **U.S. macroeconomic policy and performance in the 1980's: an overview**. Cambridge-USA: NBER, 1987, pp. 37-53 (NBER Working Paper, 883).
- NEWLIN, W. T. The role of the public sector in the mobilisation and allocation of financial resources. In: GUTOWSKI, A., ARNAUDO, A. A. e SCHARRER, Hans-Eckart (orgs.). **Financing problems of developing countries**. Londres: International Economic Association/MacMillan Press, 1985. 353 pp., pp. 98-114.

- OECD. **Structural adjustment and economic performance**. Paris: OECD, 1987. 371 pp.
- ONTIVEROS, Emílio B. Cambios de orientación en la actividad de los mercados financieros internacionales: el retorno a la financiación bancaria. **Papeles de Economía Española**. Madrid, nº 23, pp. 50-72, 1988.
- OPORTUNIDADE não deve ser perdida. **Gazeta Mercantil**. São Paulo, 22 nov. 1982.
- ORTODOXIA do FMI pode destruir o país. **Exame**. São Paulo, nº 285, pp. 46-48, 21 set. 1983.
- OXFORD REVIEW OF ECONOMIC POLICY**. Oxford, v. 2, nº 4, Winter 1986. 102 p.
- OZAWA, Terutomo. **El reciclaje de los excedentes japoneses en los países en desarrollo**. México: Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, 1989. 169 pp. (Série Estudos).
- PADOAN, Pier Carlo. La inestabilidad financiera internacional y la acción colectiva: implicaciones para los países desarrollados. In: DURÁN, Clemente R. e MACÍAS, Carlos T. (orgs.) **Crisis financiera y mecanismos de contención**. México: Fondo de Cultura Económica; Universidad Nacional Autónoma de México, 1990. 431 pp., pp. 33-69.
- PAÍS vai assinar com o FMI, anuncia Mailson. **O Estado de S. Paulo**. São Paulo, 10 jan. 1988.
- PEREIRA, Luiz C. Bresser. Uma estratégia alternativa para negociar a dívida externa. In: PEREIRA, Luiz C. Bresser (org.) **Dívida externa, crise e soluções**. São Paulo: Brasiliense, 1989. 324 pp., pp. 219-237.
- QUEIROZ, Bernardino H. M. **Déficit público: o conceito relevante**. Brasília: [s.n], 1991. 43 pp., mimeo.
- REGAN adverte o congresso brasileiro. **Gazeta Mercantil**. São Paulo, 26 set. 1983.
- REISEN, Helmut. Export orientation, public debt and fiscal rigidities: the different performance in Brazil, Korea and Mexico. **Journal of International Economic Integration**. Seul, v. 3, nº 1, pp. 98-115, Spring 1988.
- REIS, Eustáquio José, BONELLI, Regis e RIOS, Sandra Maria Polónia. Dívidas e déficits: projeções para o médio prazo. **Pesquisa e Planejamento Econômico**. Rio de Janeiro, v. 18, nº 2, pp. 239-270, ago. 1988.
- RESENDE, André Lara. **Da inflação crônica à hiperinflação: observações sobre o quadro atual**. Campinas: Unicamp, Instituto de Economia, 1989. 17 pp., mimeo.
- REZENDE, Fernando, AFONSO, José Roberto R., VILLELA, Renato e VARSANO, Ricardo. A questão fiscal. In: IPEA. **Perspectivas da economia brasileira – 1989**. Rio de Janeiro: IPEA, 1989. 633 pp., pp. 545-584.
- RYBCZYNSKI, T. M. The role of international financial markets in the financing of development. In: GUTOWSKI, A., ARNAUDO, A. A. e SCHARRER, Hans-Eckart (orgs.). **Financing problems of developing countries**. Londres: International Economic Association/MacMillan Press, 1985. 353 pp., pp. 162-181.
- SACRIFÍCIO brutal por um punhado de dólares (entrevista com Celso Furtado). **Exame**. São Paulo, nº 281, pp. 31-34, jul. 1983.
- SARNEY muda e Brasil volta ao FMI. **O Globo**. Rio de Janeiro, 8 jan. 1988.
- SERRA, José. A economia constrangida. **Novos Estudos**. São Paulo, v. 1, nº 4, pp. 2-8, nov. 1982.

- SOUZA, Francisco Eduardo Pires de. **Um estudo sobre o problema do ajustamento do balanço de pagamentos: teoria e experiência nos anos 80**. Campinas: Unicamp, Instituto de Economia, 1991. 176 pp. (Tese: Doutor em Economia).
- SPAVENTA, Luigi. Introduction: is there a public debt problem in Italy?. In: GIAVAZZI, Francesco e SPAVENTA, Luigi (orgs.). **High public debt: the Italian experience**. Cambridge: Cambridge University Press, 1988. 260 pp., pp. 1-24.
- SUZIGAN, W. e KANDIR, A. **Indústria: situação atual, perspectivas e proposta de política**. São Paulo: SEP/SP, 1985. 50 pp.
- TAVARES, Maria da Conceição. Desequilíbrio financeiro do setor público. **Boletim de Conjuntura IEI**. Rio de Janeiro, v. 7, nº 4, pp. 91-112, 1987.
- TERZI, Andrea. The independence of finance from saving: a flow-of-funds interpretation. **Journal of Post Keynesian Economics**. Armonk-Nova York, v. 9, nº 2, pp. 188-197, Winter 1986.
- \_\_\_\_\_. **Three questions on finance**. Milão: Instituto per la Ricerca Sociale, 1989, pp. 3-16. (IRS, 18).
- TORNELL, Aaron e VELASCO, Andrés. Fuga de capitales y juegos distributivos. **El Trimestre Economico**. México, v. 57, nº 4, pp. 911-932, oct./dic. 1990.
- TURNER, Philip **Capital flows in the 1980s: a survey of major trends**. Basileia: Bank for International Settlements, Monetary and Economic Department, 1991. 123 pp. (BIS Economic Papers, 30).
- UM PAÍS na encruzilhada: entrevista a Luiz Gonzaga Belluzzo. **Rumos**. Rio de Janeiro, v. 16, nº 94, pp. 4-10, mar./abr. 1992.
- UMA vitória suada. **Veja**. São Paulo, nº 960, pp. 92-95, jan. 1987.
- VILLELA, Renato. Crise e ajuste fiscal nos anos 80: um problema de política econômica ou de economia política? In: IPEA. **Perspectivas da economia brasileira – 1992**. Brasília: IPEA, 1991. 634 pp., pp. 21-40.
- WERNECK, Rogério L. F. Ajuste fiscal e dispêndios não-financeiros do setor público. **Revista de Economia e Política**. São Paulo, v. 10, nº 1, pp. 140-153, jan./mar. 1990.
- WERTMAN, Patrícia. **The international debt problem: congressional proposals**. Washington: Library of Congress, 1987. 15 pp. (Congressional Research Service – Report for Congress, 87.177).
- ZONINSEIN, Jonas. O circuito financiamento-investimento-poupança financeira. In: AMADEO, Edward J. (org.). **Ensaio sobre economia política moderna: teoria e história do pensamento econômico**. São Paulo: Marco Zero, 1989. 210 pp., pp. 141-154.

## **FONTES ESTATÍSTICAS**

- BACEN. **Boletim Mensal do Banco Central do Brasil**. Brasília – vários números.
- BACEN. **Brasil Programa Econômico**. Brasília – vários números.
- BACEN. **Informativo Mensal**. Brasília, jan. 1989.
- BACEN. **Relatório Anual**. Brasília – vários números.
- BACEN. **Relatório do Setor Externo da Economia Brasileira 1979-1984**.
- BACEN/DEPEC. **Brasil: Endividamento Público**. Brasília – vários anos.
- BACEN/DEPEC. **Encargos Financeiros do Setor Público – estimativa**, mimeo.
- BACEN/DEPEC. **Taxas de Juros no Overnight**. Brasília – vários anos.
- BIS. **Annual Report**. Basileia – vários números.
- BIS. **International Banking and Financial Market Developments**. Basileia – vários números.
- CFL. **Emerging Stock Markets Factbook**. Washington, 1990.
- FGV. **Conjuntura Econômica**. Rio de Janeiro – vários números.
- FIESP. **Indicadores de Emprego e Salários em São Paulo**.
- FOLHA DE S. PAULO – vários números.
- FUNCEX. **Balança Comercial e Outros Indicadores Conjunturais**. Rio de Janeiro – vários números.
- GAZETA MERCANTIL – vários números.
- IBGE/DEPARTAMENTO DE CONTAS NACIONAIS. **Contas Nacionais: contas nacionais consolidadas 1980-1989**. Rio de Janeiro, 1991.
- IBRE/FGV. **Conta Corrente e Formação Bruta de Capital Fixo**. Rio de Janeiro – vários anos.
- IESP/FUNDAP. **Área de Empresas Estatais**.
- IMF. **Balance of Payments Statistics Yearbook**. Washington – vários números.
- IMF. **International Financial Statistics**. Washington – vários números.
- IMF. **World Economic Outlook**. Washington – vários números.
- MINISTÉRIO DA FAZENDA. **Plano de Controle Macroeconômico: 1º relatório de acompanhamento e atualização**. Brasília, 1987.
- MINISTÉRIO DA FAZENDA, EC. PLAN. DECEX, CTIC. **Balança Comercial Brasileira**. Brasília, dez. 1990.
- OECD. **Financial Statistics Monthly**. Paris – vários números.
- WORLD BANK. **Quarterly Review**. Washington – vários números.
- WORLD BANK. **World Debt Tables: external debt of developing countries**. Washington, 1988-89; 1990-91.