

TCC/UNICAMP
AL64c
IE/1259



1290001259



IE

TCC/UNICAMP AL64c



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA

Condições de Financiamento do Setor Público **no Brasil: 1964 a 1989**

Aluno: Carlos Eduardo de Almeida RA: 992692

Orientador: Prof. Dr. Francisco Luiz C. Lopreato

<i>Condições de Financiamento do Setor Público no Brasil: 1964 a 1989</i>	1
Introdução	3
Anos 60: A construção das bases do financiamento público brasileiro	5
O endividamento do Estado brasileiro	13
Tabela 1: Brasil - Créditos do sistema financeiro ao setor privado (%).....	19
O movimento de estatização da dívida externa.....	21
A vulnerabilidade da economia brasileira	23
Tabela 2: Brasil - Empréstimos em moeda estrangeira – 1972-1981	24
Tabela 3: Brasil -Taxas Internacionais Nominais de Juros (% a.a.).....	25
Tabela 4: Brasil - Evolução das despesas do Tesouro Nacional	26
Tabela 5: Brasil - Dívida Mobiliária Interna – (%).....	28
Tabela 6: Brasil – encargos financeiros do setor público (% do PIB).....	29
A década perdida para o financiamento do setor público	30
Tabela 7: Brasil - Receita disponível do Setor Público Consolidado.....	32
Tabela 8: Brasil - Despesas Financeiras do SPE (em porcentagem do PIB)	33
Tabela 9: Brasil – encargos financeiros do setor público (% do PIB).....	37
Considerações Finais	38
Tabela 10: Brasil – Resultado Primário do Setor Público (em porcentagem do PIB).....	39
Tabela 11: Brasil – Carga tributária (em porcentagem do PIB).....	40
Bibliografia	42

Introdução

Este trabalho pretende abordar a questão do financiamento do setor público brasileiro em anos de auge da economia brasileira (anos 60 e início da década de 70) e anos de grande instabilidade econômica (década de 80).

O primeiro capítulo abordará a construção do sistema de financiamento do setor público brasileiro a partir das reformas implementadas entre os anos de 1964 a 1969. Estas reformas permitiram a manutenção dos investimentos públicos, fundamentais ao plano de crescimento econômico, sem comprometer os principais indicadores macroeconômicos. Entre as principais reformas destacam-se:

- Reforma fiscal, implicando no aumento da arrecadação tributária pelo aumento de alíquotas e a criação de novos impostos;
- Reforma financeira, com a criação do Banco Central e a redefinição da atuação das demais instituições do Governo.
- A criação da poupança compulsória através do FGTS, do PIS e do PASEP;
- A implementação do critério da correção monetária e a criação de condições de emissão de títulos públicos;
- A implementação de um sistema de reajuste das tarifas públicas, permitindo a autogeração de fundos para garantir a expansão da capacidade de produção do SPE.

O segundo capítulo pretende mostrar a transição do padrão de financiamento do período anterior, para um período baseado na absorção de recursos reais do exterior. A abundância de recursos no Euromercado e a postura política do governo brasileiro em adotar uma estratégia de crescimento com endividamento, levou a um extraordinário aumento da dívida pública brasileira, em especial da dívida externa. Mas deve-se ressaltar que o aumento da dívida externa brasileira também esteve ligado à ampliação da dívida mobiliária interna, através da política de esterilização com emissão de títulos públicos.

Ademais, esse período presenciou a chamada estatização da dívida externa, processo que ficou caracterizado pela ampliação das captações externas pelo governo, notadamente das empresas estatais, em detrimento da participação do setor privado no passivo externo brasileiro.

Já no final deste período, os encargos da dívida brasileira representavam a maior parte dos empréstimos externos, em um esquema de financiamento chamado *"Ponzi Finance"*. Ou seja, as captações de recursos externos já não correspondiam investimentos produtivos ou à ampliação das reservas internacionais, mas era apenas para honrar os encargos financeiros da dívida existente.

Já o terceiro capítulo relatará o impacto da crise do sistema financeiro internacional no financiamento do setor público a partir do ano de 1982. Durante a década de 70, o governo brasileiro elevou consideravelmente a dívida mobiliária interna através da emissão de títulos públicos. Essas operações tinham um caráter de absorver a liquidez do mercado monetário no início e, depois da quebra dos fluxos voluntários de empréstimos em 1982, assumiram o papel de equilibrar as necessidades de financiamento do Estado.

Nesta nova situação, em que o financiamento do Governo dependia fundamentalmente do mercado interno de crédito, o setor público que foi obrigado a realizar amplos ajustes recessivos. Este tipo de política ortodoxo, com drástico corte nos gastos estatais, era necessário para manter o pagamento dos compromissos externos e, ao mesmo tempo, era uma exigência do mercado financeiro internacional.

Estes entraves enfrentados pela economia brasileira fizeram a década de 80 ficar conhecida como a "Década Perdida".

Anos 60: A construção das bases do financiamento público brasileiro

No período que se seguiu após a II Guerra Mundial, o governo brasileiro tinha como grande objetivo a adoção de um projeto de desenvolvimento, que levasse o país a diminuir sua diferença em relação aos países centrais. Os entraves ao crescimento econômico deveriam ser superados, e o agente promotor desta mudança seria o Estado.

A participação do Governo nos investimentos necessários ao crescimento sustentável não era uma estratégia em si, mas o único meio possível. No Brasil dos anos 50 não se podia esperar inversões privadas nos setores fundamentais da economia, porque estes requeriam grandes montantes de recursos que eram impossíveis de serem reunidos pelo empresariado nacional.

Dentro deste conceito, o governo Juscelino Kubistchek implementou na década de 50 um audacioso plano de inversões públicas com o objetivo de superar os gargalos existentes no setor de infra-estrutura deixados pelos governos Dutra e Vargas e iniciar um processo de substituição de importações, com a instalação e ampliação do setor de bens de capital e de bens duráveis no Brasil.

A meta do plano – e que deu origem a seu nome – era fazer com que o Brasil avançasse 50 anos em apenas 5. Pode-se dizer que este plano teve um sucesso relativo, pois conseguiu colocar o país em uma rota de amplas taxas de crescimento e avançar no desenvolvimento de um parque industrial mais integrado.

Mas, devido a um sistema inexistente de crédito a longo prazo no mercado interno, os empresários nacionais participaram em menor medida dos grandes projetos de investimento, cabendo ao Estado arcar com grande parte dos investimentos requeridos pelo plano de

desenvolvimento nacional¹. É exatamente neste ponto que se destaca uma das maiores fragilidades da economia brasileira. Devido a um sistema de crédito inadequado, os investimentos não somente tinham que ser fomentados pelo Estado, como eram financiados, fundamentalmente, pela emissão de papel moeda.

Apesar da retórica inflacionária, ou seja, mesmo com o discurso de muitos economistas de que o continuado déficit público com a ampliação da base monetária ocasionaria um aumento descontrolado dos preços, a manutenção de elevadas taxas de crescimento do PIB incentivava a continuidade desta política expansiva por parte do governo nacional. Isto porque, mesmo com o financiamento através da expansão da moeda, a estabilidade do país estava garantida com o crescimento econômico, pois aumentava as receitas governamentais e, principalmente, estimulava os ânimos da população e do empresariado pela melhora na atividade econômica.

Entretanto, mesmo esta política tendo estimulado enormemente os investimentos produtivos, a expansão da demanda interna não apresentou o mesmo desempenho. Diante de problemas na continuidade do crescimento econômico, acabou surgindo uma grande capacidade ociosa na indústria. Nestas circunstâncias, já no início da década de 60 houve uma queda no ritmo de expansão industrial. Neste momento as taxas de inflação, que já apresentavam taxas crescentes em fins da década de 50 começam a se apresentar como problemas na condução da política econômica².

1 Para se ter idéia da importância do Estado nos investimentos brasileiros, a participação dos investimentos públicos era de 25% em 1955, aumentando para cerca de 35% em 1960 (Abreu, Marcelo P. *The Brazilian Economy 1928 – 1980*).

² Apesar do crescimento do PIB de 8,6% em 1961, a Formação Bruta de Capital caiu para 13,1% do PIB, o nível mais baixo desde 1950. A taxa de inflação em 1962 alcançou um nível próximo a 50%. Neste mesmo ano, o PIB apresentou uma taxa de expansão de 6,6%, a mais baixa desde 1956. A queda na exportações e na entrada de capital estrangeiro, associada a uma modesta elevação nas importações, manteve a pressão sobre o Balanço de Pagamentos. Em 1963 as taxas de inflação continuaram elevadas e o PIB cresceu apenas 0,6%, com uma queda de 0,2% na indústria (Abreu, Marcelo P. *The Brazilian Economy 1928 – 1980*).

Portanto, na busca à manutenção das taxas de crescimento, o Governo continua a financiar seus gastos com expansão monetária. Mas, como o crescimento econômico havia deixado de ser expressivo e as indústrias detinham poder de mercado para reajustar preços em busca da manutenção de suas margens de lucros, a inflação passa a se constituir em um problema de relevância significativa.

Neste sentido, governo de Castelo Branco que toma posse em 1964 defronta-se com dois problemas: o encrudescimento inflacionário concomitante ao desaquecimento econômico. O que vale destacar é que, mesmo com o discurso oficial de que era preciso eliminar as causas da inflação para criar condições para o crescimento sustentável da economia, o grande objetivo do novo governo era recuperar as elevadas taxas de crescimento verificadas no período anterior.

Portanto, independente da busca pelo controle da inflação no curto prazo, é preciso realizar uma observação para se compreender melhor as reformas estruturais implementadas pelo Governo Castelo Branco através do PAEG (Programa de Ação Econômica do Governo). No final dos anos 40 e início dos anos 50, constatou-se a necessidade de se realizar volumosos investimentos para se implantar o processo de desenvolvimento no país. Mas a inexistência de financiamento adequado ao governo, o levou a utilizar o único instrumento existente – o aumento da base monetária.

Conscientes de que o PAEG tratava-se de um programa que acentuava a importância da recuperação das taxas de crescimento da economia³, Campos (Ministro do Planejamento) e Bulhões (Ministro da Fazenda) – ministros do recém-criado Ministério do Planejamento e Coordenação Econômica - implementaram uma série de reformas com o objetivo de criar condições de financiamento ao setor público. Sem estas reformas, a continuidade dos investimentos pública em prol do desenvolvimento causaria desequilíbrios nas contas do Governo e, por conseguinte, não haveria um crescimento sustentável de longo prazo, mantendo-se o quadro de crise da economia.

Uma das primeiras ações do Governo nesta direção foi na área fiscal. Com o objetivo de reduzir o déficit público, gerando maiores recursos, a característica da reforma fiscal foi o aumento da carga tributária junto com a correção das distorções de incidência. Soma-se a este ponto, a centralização da administração fiscal nas mãos do Governo Federal. Como balanço final, deve-se ressaltar que o aumento e a criação de novos impostos levou a um aumento da carga tributária do período, que passou de 18% em 1963 para 24% em 1966⁴.

Além disso, o Governo atacou o problema da corrosão dos débitos tributários. Isto porque o limite legal de 12% a.a. para taxas de juros nominais e a obrigatoriedade, para fins legais, de escrever valores contratuais na moeda legal – o cruzeiro – combinado com a persistência do processo inflacionário em níveis superiores a 13% a.a. ao longo de todo o pós-guerra, levava os devedores a atrasarem os pagamentos dos débitos junto ao Governo Federal. Esta atitude gerava uma diminuição real do débito e, portanto, uma perda à arrecadação fiscal.

Para combater este problema, o governo instituiu como uma das primeiras medidas a correção dos débitos fiscais. Esta lei se tornou imprescindível pois, as crescentes taxas de inflação que se verificavam até o momento, estimulavam o aumento da inadimplência pelos agentes que buscavam a desvalorização real de seus débitos fiscais.

Outra medida de vital importância adotada foi, com o objetivo de conter o déficit público e a despeito do processo de combate à inflação, promover reajustes das tarifas das empresas públicas visando o restabelecimento da geração de caixa das companhias estatais. Esta política ficou conhecida na literatura econômica como “Inflação Corretiva”. Apesar de criar mais pressões aos reajustes de preços, esta medida foi importante para diminuir as pressões sobre as finanças públicas.

³ A importância do crescimento econômico para as autoridades brasileiras se verifica através do aumento do investimento público (somados os investimentos das empresas estatais) em 1965 e de sua manutenção em 1966, mesmo com a contenção dos gastos de custeio do governo Federal.

⁴ Ver Resende, André L. – A ruptura no mercado internacional de crédito

Com maior autonomia, e agora com recursos suficientes, as empresas estatais se tornaram instrumentos fundamentais no plano de desenvolvimento do governo. Estas empresas se constituíram no chamado Setor Produtivo Estatal e foram responsáveis por volumosos investimentos – principalmente na área de infra-estrutura – que não comprometiam as contas públicas.

Com estas mudanças o governo conseguiu diminuir a pressão sobre seu fechamento de caixa, diminuindo seu déficit, que passou de 4,2% em proporção ao PIB em 1963 para 1,1% em 1966⁵.

Mas um dos maiores desafios a serem superados pelo PAEG ainda persistia. Apesar de ter conseguido aumentar a geração de recursos com a reforma na área fiscal, o Governo brasileiro ainda defrontava-se com um sistema financeiro que não proporcionava condições adequadas de financiamento para a continuidade do projeto de retomada do crescimento econômico.

Procurando alternativas para superar os entraves existentes (conseguir reunir fundos suficientes para arcar com os investimentos pretendidos), o Governo brasileiro realizou uma série de importantes reformas na área financeira, incluindo reformas de caráter institucional.

O primeiro passo do Governo foi dar mais racionalidade a seus instrumentos de condução das políticas monetárias e creditícias, que se confundiam na atuação do Tesouro Nacional, da SUMOC e do Banco do Brasil. A partir da lei nº 4595 de 1964, extingui-se a SUMOC e, em substituição, cria-se o Banco Central do Brasil (BACEN)⁶. Complementariamente, criou-se o Conselho Monetário Nacional - órgão normativo a nível interministerial sob presidência do Ministro da Fazenda - , o qual define a condução da política financeira do país, a partir da elaboração de um Orçamento Monetário.

⁵ Ver Baer, Mônica, “O Rumo Perdido: a crise fiscal e financeira do estado brasileiro”

⁶ O objetivo do Governo com a criação do Banco Central do Brasil era iniciar a transição para uma definição clara das atribuições do Banco do Brasil, do Tesouro e do Banco Central. A maior dificuldade era o papel híbrido do Banco do Brasil, como um banco estatal e o mais importante banco comercial do Brasil.

Com a pretensão de aumentar o crédito direcionado à ampliação da capacidade produtiva, o Estado redefine, através da lei nº 4728 de 1965, as funções dos Bancos Comerciais e das Sociedades de Crédito e Financiamento. Em 1955 o total de crédito fornecido por estas instituições era de aproximadamente 9% do total de crédito fornecido pelos bancos comerciais. Mas em 1965-66 esta taxa se aproximou de 31%, sendo que em 1968 já era cerca de 40%.

Ainda entre as reformas deve-se dar destaque ao mercado de capitais, com a criação das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN), em que se estabelece um critério de remuneração *a posteriori*. Por este princípio, o Tesouro Nacional se obriga, através de sua captação voluntária de recursos financeiros, a pagar uma dada remuneração real.

Este contrato em termos reais é ajustado anual (ou trimestralmente) e automaticamente (não discricionariamente) de acordo com uma regra fixa definida a partir de uma dada medida de inflação. No setor financeiro, esta passou a ser o único instrumento de captação voluntário (1964/67) a remunerar a poupança financeira desta forma. Os demais, eram obrigações contratadas em termos nominais e, portanto, independentes da inflação futura efetivamente observada.

A importância da ORTN se dá na medida que passa a ter ampla aceitação no mercado interno - pois garante remuneração real ao seu portador - e começa a ser usada largamente pelo Governo Federal como meio de financiamento não inflacionário. Já em 1966 todo o déficit do Governo Federal passa a ser financiado através da emissão de Títulos Federais.

Adicionalmente, após inúmeras tentativas de se criar um instrumento popular de captação de poupança voluntária, a partir de 1968 implementa-se a correção monetária à caderneta de Poupança. Com remuneração em termos reais, sua captação se expandiu rapidamente.

Além da ampliação das fontes de financiamento do setor público através da reforma fiscal e a adoção de mecanismos de captação voluntária no mercado doméstico, outra fonte de importantes recursos para o Governo foi a criação da poupança compulsória. Através desta medida criaram-se condições para a ampliação da poupança interna, imprescindível para o aumento do crédito no Brasil.

Pela lei nº 5107/66, as empresas poderiam despedir seus assalariados sem qualquer ônus adicional, exceto o pagamento do mês de aviso prévio. Em compensação, elas eram obrigadas a depositar mensalmente, a crédito de cada assalariado em conta bancária individualizada, 8% do salário pago. Este fundo rendia, por determinação legal, 3% a.a. mais correção monetária, podendo o trabalhador sacá-lo em casos de desemprego, aposentadorias e outros casos restritivos e especiais. Este fundo foi denominado de Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) e foi a base financeira do Sistema Financeiro Habitacional (SFH)⁷.

Complementarmente, criaram-se dois novos fundos de captação compulsória concebidos inicialmente como instrumentos de redistribuição de renda: o PIS (Programa de Integração Social) e o PASEP (Patrimônio do Servidor Público). Os recursos do PIS vinham de uma contribuição compulsória da empresa de cerca de 0,5% de seu faturamento (a partir de 1974). Os do PASEP, através de uma contribuição do Governo Federal, dos Estados e dos Municípios correspondente a 2% de suas despesas correntes e de 0,4% das dotações orçamentária de autarquias e fundações de administração pública. Até 1974, os recursos do PIS foram administrados pela CEF e os do PASEP pelo Banco do Brasil. A partir desta data, estes fundos foram unificados sob a administração do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE) para financiar a expansão do capital produtivo industrial.

Contudo, não se deve esquecer as reformas embrenhadas pelo Estado brasileiro a favor de uma maior integração com o setor externo e que se tornaram importantes na busca de fontes alternativas de financiamento, principalmente na segunda metade da década de 60. O estatuto básico para os capitais estrangeiros (Lei nº 4.131, de 1962), em associação com as reformas do sistema financeiro nos anos de 1964 a 1967, assentou as bases, a nível interno, para uma articulação mais estreita do Brasil com o sistema financeiro internacional⁸.

⁷ O SFH era composto pelo Banco Nacional de Habitação (BNH) e das Sociedades de Crédito Imobiliário (instituições privadas). Associado à implementação da correção monetária nos preços de aluguéis e empréstimos, este sistema foi o responsável por uma grande expansão do crédito no Brasil.

⁸ Ver Baer, Monica – A internacionalização Financeira no Brasil

Sobre estas reformas vinculadas ao setor externo, destaca-se entre as principais medidas, a resolução 63 em 1967 que permitiu aos agentes financeiros instalados no país contratar empréstimos externos para repassá-los internamente, estabelecendo, assim, uma ponte entre o mercado financeiro internacional e o Brasil. Esta vinculação tornou-se ainda mais importante com a adoção do mecanismo de correção cambial em 1968. A existência de ajustes periódicos do tipo de câmbio, que fazem parte do mecanismo global de indexação da economia, fez com que os riscos de captação externa praticamente se equiparassem aos de uma fonte interna de financiamento. Neste contexto, o mercado financeiro internacional passou a se constituir como importante fonte de financiamento.

Esta medida foi fundamental para a ampliação dos investimentos do setor produtivo estatal. Estimuladas pela política do Governo Federal, as empresas estatais iniciaram um processo de amplo endividamento externo com o objetivo de reunir fundos para seus investimentos em infraestrutura. Dentre eles destacaram-se os investimentos em extração de petróleo, em geração energia elétrica e em produção de insumos básicos.

Conclui-se portanto, que existe uma alta correlação entre as reformas iniciadas no PAEG (e que foram continuadas por Costa e Silva) com a busca por financiamento das necessidades do desenvolvimento econômico. Mesmo com o constante monitoramento da inflação, o principal objetivo das reformas era garantir as elevadas taxas de crescimento. Acreditava-se que daquela maneira levar-se-ia o Brasil à condição de país economicamente desenvolvido.

Mas já nos anos 70, o endividamento do Estado não deve ser relacionado exclusivamente à expansão da dinâmica do capital produtivo no país. No capítulo seguinte será mostrado que, ao contrário do presenciado nos anos anteriores, a expansão do endividamento naquele período se determinou pela dinâmica mais ampla da reprodução do capital em seu conjunto, influenciada pelo desenvolvimento do sistema financeiro mundial e a conseqüente expansão da liquidez internacional.. A compreensão desta mudança será fundamental na explicação da crise do padrão financiamento do setor público a partir de meados dos anos 70, até seu rompimento na década seguinte.

O endividamento do Estado brasileiro

Como exposto no capítulo anterior, as reformas monetárias, financeira e fiscal, levadas a cabo nos anos 60 pretendiam estabelecer um novo e moderno padrão de financiamento para a economia brasileira. A maior preocupação das reformas era assegurar um adequado financiamento do setor público, de modo a evitar o uso de expedientes inflacionários na cobertura dos eventuais déficits e, simultaneamente, estimular a poupança privada, cujo volume insuficiente era identificado como problema crucial do crescimento econômico.

E, realmente, com as reformas implementadas a partir do PAEG em 1964, o Governo brasileiro conseguiu reunir um montante considerável de recursos que poderiam ser destinados ao processo de desenvolvimento da economia, com um conjunto de medidas para a ampliação de investimentos em setores chaves da economia, como o setor exportador e o de infra-estrutura.

Dentre eles destacam-se os incentivos setoriais para a expansão e desenvolvimento da indústria no país. Neste campo o BNDES se torna um dos principais instrumentais da política de investimentos públicos. Isto porque, principalmente após concentrar os recursos do PIS e PASEP em 1974, passa a dar base financeira para a expansão da indústria brasileira de bens de capital.

Ainda com o objetivo de aumentar os investimentos na produção, o Governo define, na reforma fiscal de 1967, um amplo e complexo sistema de incentivos fiscais para estimular setores produtivos (exportadores de manufaturas, produtores de equipamentos industriais, etc), regiões carentes (SUDENE, SUDAM, etc) e a intermediação financeira (abatimento dos juros pagos ao setor financeiro do débito fiscal de pessoas físicas; abatimento fiscal vinculado à aquisição de ações nos mercados primário e secundário e de títulos de emissão de instituições financeiras e do Tesouro; etc)⁹.

Também realizados com os recursos acumulados no período 1960-69, surgem outros incentivos setoriais de importância, como o Instituto Brasileiro de Desenvolvimento Florestal (IBDF), SUDEPE (Superintendência Especial de Pesca), Embratur (Empresa Brasileira de Turismo), Banco

⁹ Ver, Abreu Marcelo P. – “The brazilian economy, 1928-1980

do Nordeste do Brasil, Banco da Amazônia, Programa de integração Nacional, Proterra (distribuição de terras), EMBRAER (Empresa Brasileira de Aeronáutica), etc

Como pode ser observada, a intervenção estatal foi de grande importância como fonte de fomento do investimento no período. De uma forma geral, além dos subsídios ao comércio exterior e a criação de agências de fomento regional e setorial, a intermediação financeira bancária e não bancária é predominantemente controlada por agências estatais. Particularmente nas áreas de financiamento de investimento habitacional (BNH e CEF) e de expansão da capacidade industrial (BNDES). Na área bancária é predominante a participação das agências no volume de negócios do setor (Banco do Brasil e bancos estaduais como Banespa e Banerj)¹⁰.

Já em fins da década de 60, os investimentos privados e a intervenção estatal continuavam sendo ampliados. Dentre eles, destaca-se um significativo programa de promoção de exportações, o BEFIEX (Comissão para Concessão de Benefícios Fiscais e Programas Especiais de Exportação), que se baseava no subsídio de impostos dependendo da performance exportadora.

Com o objetivo de ampliar o saldo comercial, no setor agrícola foram estimuladas as culturas de exportação, notadamente a soja, em detrimento das culturas voltadas para o mercado interno. Os instrumentos utilizados foram os incentivos fiscais para os grandes projetos, créditos subsidiados (fundos e programas do Banco Central, Banco do Brasil e exigibilidade dos demais bancos comerciais), preços mínimos e subsídios diretos (trigo).

Como resultado desta política de forte intervenção estatal, liderando e orientando investimentos em diversos setores da economia, o crescimento médio do PIB brasileiro no período de 1968 a 1973 foi de 11,2%, ficando conhecido na literatura econômica como sendo o período do chamado "Milagre Brasileiro".

Em grande medida, este desempenho da economia brasileira acompanhou o movimento de forte expansão que se presenciava em todo o mundo, com elevadas taxas de crescimento tanto nos

¹⁰ Ver, Silva Adroaldo M. – "Intermediação financeira no Brasil: Origens, Estruturas e Problemas"

países centrais, quanto em grande parte dos países em desenvolvimento¹¹. Neste período o comércio mundial estava em franca expansão, com os preços das principais commodities em alta, colaborando para a melhora das contas externas.

Mas a ampla gama de reformas descritas anteriormente, postas em prática nas reformas da década de 60 como parte de um modelo de desenvolvimento, não foram completamente eficientes. Muito embora o governo brasileiro tenha conseguido reunir um grande montante de recursos através da ampliação da poupança voluntária e a implementação da poupança compulsória, muitos entraves ao crescimento sustentável da economia ainda permaneciam.

Como exemplo, o financiamento de longo prazo no mercado doméstico só foi possível através de agências estatais, comprometendo as finanças do setor público, que tinha que arcar com todos os riscos e custos destas operações.

Este fato ocorreu porque a indexação financeira (mecanismo criado para superar os constrangimentos causados pela inflação), não foi utilizada no grau de generalização e amplitude como desejado pelo Governo. Isso porque, se sua utilização eliminava um certo tipo de risco nos contratos a prazo, introduzia outros tipos de risco que explicam sua limitação¹².

A relutância de ambas as partes (credor e devedor) em assumir esse tipo de contrato teve por consequência o não desdobramento de operações de longo prazo no setor privado financeiro e, como citado anteriormente, os únicos agentes dispostos a assumirem o risco do credor foram as agências públicas de financiamento.

¹¹ Ver Cruz, Paulo R. D. – Dívida Externa e Política Econômica: a experiência brasileira nos anos 70

¹² Estes riscos podem ser divididos em duas partes: Para o credor seria de que os índices de correção não acompanhassem o índice de inflação. Isto levou os agentes financeiros a aceitarem apenas contratos de relativo curto prazo. Já para os devedores o risco existente seria de que seu rendimento não acompanhasse o índice de correção. Este risco é proporcional ao índice de inflação, quando a possibilidade de dispersão entre preços e rendimentos aumenta.

Ademais, o risco do devedor também teve que ser assumido pelo setor público. Este absorveu os segmentos privados mais frágeis (como agricultura e pequenas e médias empresas) concedendo-lhes crédito subsidiado. Além disso, organizou sistemas de indexação dos empréstimos a longo prazo do BNDES e nos financiamentos imobiliários com fórmulas de desconto da correção monetária, da forma a minimizar o risco, arcando com os custos do subsídio.

Soma-se ainda a dualidade das unidades de conta que se constitui na característica marcante no processo de intermediação financeira no país. Havia de um lado, o que se pode denominar de “setor nominal”, formado pelas instituições que operam com contratos pré-fixados, cuja unidade de conta é a moeda de curso forçado corrente (o cruzeiro à época). Por outro, pode-se definir um “setor real”, constituído pelas instituições que operam com contratos nos quais vigora a correção monetária “a posteriori” (títulos pós-fixados)¹³.

Com o aumento da inflação, o setor privado passa a operar basicamente nas captações no setor nominal. De maneira geral, tais instituições resistiam a assumir débitos expressos em termos reais sob a alegação de que estes contratos têm um alto risco de insolvência numa economia sujeita a choques inflacionários como a brasileira.

Em contrapartida, as agências oficiais captam basicamente com contratos expressos em termos reais¹⁴, seja sob a forma de títulos como a ORTN e a caderneta de poupança, seja através dos fundos de poupança compulsória como o FGTS e o PIS-PASEP. A decorrência da predominância estatal na captação é a predominância correspondente na aplicação destes recursos via SFH, BNDE, BACEN e Banco do Brasil (além de todo o sistema de bancos oficiais, como o BNCC, BASA, etc).

¹³ Ver, Silva Adroaldo M. – “Intermediação financeira no Brasil: Origens, Estruturas e Problemas”

¹⁴ As Letras de Câmbio (forma nominal de captação) que representavam cerca de 17% do total dos haveres financeiros ao final de 1973, caem para 15%, 13% e 10% em 1974, 1975 e 1976, respectivamente. Já os depósitos em Caderneta de Poupança e os títulos em dívida pública saíram respectivamente de 7% e 16% do total de haveres financeiros ao final de 1973, para 16% e 22% ao final de 1976.

Mas esta aparente segmentação da intermediação financeira, em que as fontes oficiais operam no mercado real e o setor financeiro privado opera em moeda corrente, deve ser esclarecida. Tanto os créditos do BNH quanto os do BNDE, bem como os créditos subsidiados do BACEN, são repassados às agências financeiras privadas, que realizam a intermediação com o tomador final destes recursos, obtendo desta forma um *spread* sobre eles. Esta armação institucional teve duas conseqüências básicas sobre o sistema financeiro nacional.

Em primeiro lugar gera solidariedade entre as agências estatais e privadas, já que as últimas obtêm o *spread* sem a necessidade de assumir débitos reais. Em segundo lugar, dissocia a política monetária da política creditícia. Ou seja, um aperto monetário, expresso no controle mais estrito da base monetária, apenas provocava um aumento da pressão por repasses juntos ao BNH, BNDE e BACEN de forma a suprir a demanda por crédito.

O aperto monetário tinha como resultado, portanto, apenas a modificação da composição do passivo financeiro do sistema a favor dos créditos governamentais e externos, sem afetar o volume de crédito. *"Desta forma o caráter restrito da política contracionista perde-se ou na expansão da entrada de recursos externos, e/ou na expansão do volume de repasses com origem no sistema que administra a poupança compulsória e/ou no sistema de crédito seletivo administrado pelas próprias Autoridades Monetárias"* ¹⁵.

Neste cenário o Estado passou a desempenhar o papel de intermediário financeiro entre os subsistemas, já que a crise de liquidez no subsistema nominal o obriga à expansão do crédito subsidiado através das Autoridades Monetárias, bem como os repasses do BNH e BNDE de forma a "salvar" este subsistema, enquanto o excesso de fundos no subsistema real é captado pelas agências oficiais.

Portanto, as reformas financeiras com o objetivo de aprofundar a intermediação, regularizando os contratos a prazo através da indexação, só obteve êxito porque o setor público amparou com seu próprio crédito os segmentos excluídos do sistema financeiro privado e, porque, como único

¹⁵ Ver Silva, Adroaldo M., *A Intermediação Financeira no Brasil* (São Paulo, 1979)

fornecedor doméstico de fundos de longo prazo, adotou aí condições especiais de indexação, reduzindo o risco para o devedor.

Este procedimento aumentou o endividamento do setor público brasileiro que tinha que buscar recursos crescentes para atender a demanda por financiamento a longo prazo na economia, diante de um mercado de crédito interno inadequado.

Como pode ser observado, na medida em que se pretendia criar um sistema capaz de fornecer condições para investimentos de médio e grande porte com prazos e condições adequados, o êxito significativo atingido foi o de criar fundos para Governo, enquanto a dependência do sistema de crédito do setor público ainda continuava, com participação crescente dos investimentos públicos sobre o total dos investimentos.

Entretanto, a partir de 1974 há uma desaceleração do vigoroso processo de crescimento que a economia brasileira apresentava desde 1968¹⁶. Como indicativos desta mudança, presenciava-se não somente um desaquecimento da produção industrial como uma queda no nível de exportações concomitante ao aumento do nível das importações¹⁷, acarretando o aparecimento de déficits comerciais. Ademais, a partir deste momento há um recrudescimento do processo inflacionário, gerando grandes incertezas nos agentes do setor financeiro.

Mas como plano para retomar as vigorosas taxas de crescimento vivenciadas durante o período do “milagre econômico”, o governo Geisel dá início a um extraordinário pacote de investimentos públicos, com vistas a superar os entraves ao crescimento econômico no tocante à infra-estrutura e insumos básicos à indústria. Este plano foi denominado de II Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND).

¹⁶ Ver Cruz, Paulo R. D. – Dívida Externa e Política Econômica: a experiência brasileira nos anos 70

¹⁷ Mesmo com o desaquecimento econômico, a crise do petróleo em 1973 e os investimentos contidos no II PND elevaram o nível de importações.

Neste momento os empréstimos e subsídios concedidos pelas agências oficiais, que já eram significativos na década anterior, passam a desempenhar um papel de crescente importância no contexto da intermediação financeira do país (Tabela 1).

Tabela 1: Brasil - Créditos do sistema financeiro ao setor privado (%)

<i>Emprestador Final</i>	1972	1975	1978	1980
<i>Públicas</i>	45,1	54,9	55,8	59,7
Banco do Brasil	19,7	22,9	21,2	29,6
Bancos Comerciais (Fed+Est)	9,7	10,2	10,5	9,5
Financeiras	0,3	0,6	0,6	0,5
Bancos de Investimento	0,2	0,4	0,3	0,3
BNH (Total Líquido)	4,0	2,0	0,7	0,7
Sociedades de Crédito Imobiliário	0,4	0,4	0,5	0,4
Caixas Econômicas	7,0	10,3	11,6	9,6
BNDES	2,2	5,4	6,9	6,1
Bancos Estaduais de Desenvolvimento	1,5	2,5	3,3	2,8
BNCC	0,1	0,2	0,2	0,2
<i>Privadas</i>	54,9	45,1	44,2	40,3
Bancos Comerciais	23,7	18,2	18,2	15,7
Financeiras	12,6	9,8	7,2	5,6
Bancos de Investimento	12,5	10,5	10,1	10,5
Sociedades de Crédito Imobiliário	5,2	5,2	6,4	6,2
Assoc. de Poupança e Empréstimo	0,9	1,4	2,4	2,3
<i>TOTAL</i>	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Boletim do Banco Central – Vol 15 n5 e Vol 19 n9.

Outra característica deste sistema de financiamento que se torna peça fundamental a partir deste período foi a captação de recursos externos. Além da resolução 63 de 1964 e de diversos incentivos à captação externa¹⁸, criou-se o depósito em moeda estrangeira no BACEN sob a

¹⁸ Uma regra cambial regularizou e serviu de incentivo à contratação de divisas em moeda estrangeira. Durante grande parte dos anos 70, as desvalorizações cambiais, determinadas periodicamente pelo Banco Central, acompanharam a inflação interna descontada a inflação externa. Como esta última chegou a atingir a casa dos dois dígitos na década, resultou da regra de “minidesvalorizações” um expressivo benefício para quem tomava empréstimos no exterior. O custo destes ficava então determinado pela taxa internacional de juros (LIBOR ou

fórmula da resolução 432 de 1972. De acordo com esta, os tomadores de empréstimos externos passaram a ter condições de saldá-las em moeda doméstica antes do vencimento, cabendo o risco cambial ao BACEN. Estes fundos se tornaram fonte de recursos para o Banco Central, financiando suas operações ativas¹⁹.

Mas a entrada maciça de recursos externos – “A expansão do endividamento neste período se determina pela dinâmica mais ampla da reprodução do capital em seu conjunto, influenciada pelo desenvolvimento do sistema financeiro mundial e a conseqüente expansão da liquidez internacional”²⁰ - junto com o arcabouço creditício sustentado pelo setor público acabou gerando um processo especulativo interno. O setor privado se endividava no exterior (devido ao diferencial de custo proporcionado pelo câmbio valorizado e pela existência de juros reais negativos no mercado internacional) para aplicar na dívida pública governamental, ou seja, títulos públicos e caderneta de poupança, apropriando-se do diferencial de juros – *spread negativo* - proporcionado pelo Estado²¹.

Além deste problema, a estratégia de endividamento externo adotado pelo Governo criava um mecanismo de retroalimentação no processo de ampliação da dívida interna do setor público. Como havia um incentivo, pelo diferencial de custos, aos empréstimos em moeda estrangeira, ao mesmo tempo em que se encontrava alta liquidez no mercado internacional de crédito, ampliavam-se as reservas internacionais. Para evitar um impulso à inflação pela ampliação da base monetária, aplicava-se uma política contracionista através do mecanismo de esterilização de recursos com a emissão de títulos públicos, enxugando a liquidez interna. Como resultado havia uma diminuição do crédito interno, levando os agentes (notadamente as empresas estatais) à

prime mais spreads), que se situava em níveis relativamente baixos, acrescida da desvalorização do cruzeiro, esta substancialmente abaixo da inflação interna. Com isso tornava-se menor o custo dos recursos em moeda estrangeira vis-à-vis dos empréstimos com correção monetária obtidos internamente..

¹⁹ Mais uma vez deve-se destacar a forte presença estatal na intermediação financeira no país, seja através de recursos internos quanto externos.

²⁰ Ver Cruz, Paulo R. D. – Dívida Externa e Política Econômica: a experiência brasileira nos anos 70

²¹ Ver Cavalcanti, Carlos B. – Transferências de recursos reais ao exterior e a substituição da dívida externa por dívida interna

captação de recursos no exterior, pressionando novamente a emissão de títulos para evitar a ampliação da liquidez interna²².

A derivação deste sistema é a pressão contra os investimentos produtivos. Como o Estado opera com *spreads* negativos, cria-se um circuito de fácil valorização do capital, baseado nos ganhos financeiros em detrimento dos investimentos produtivos. A este processo alguns autores usaram a denominação de “ciranda financeira”.

Portanto, o processo de intermediação financeira que se instalou no Brasil com as reformas pós-1964 era inadequado à consecução dos planos de desenvolvimento brasileiros, seja por sua incapacidade de mobilizar recursos para o financiamento de longo prazo, seja pelos efeitos deprimidores sobre o investimento produtivo. Ademais, os incentivos fiscais e a utilização dos *spreads* negativos nos empréstimos por parte do Governo provocavam o aprofundamento da fragilização das finanças públicas.

O movimento de estatização da dívida externa

Outra característica importante do sistema de financiamento público brasileiro, que se presenciou a partir dos anos 70, foi a estatização da dívida externa que foi o nome dado ao processo de substituição da dívida externa privada pela pública.

A partir de 1974, a redução dos investimentos decorrentes do desaquecimento da economia e o aumento do risco cambial desestimularam a captação externa pelo setor privado brasileiro²³. Face à retração do setor privado quanto à tomada de empréstimos externos coube ao setor público realizar esta captação com vistas não apenas a garantir o financiamento do déficit em conta

²² Ver Biasoto Júnior, Geraldo – “Endividamento externo e desequilíbrio financeiro do setor público na primeira metade dos anos 80”

²³ Neste ponto pode-se destacar a atuação do BNDE (então reforçado pelos recursos do PIS/PASEP) que representava uma fonte adicional de recursos a longo prazo para o setor privado a custos inferiores aos dos empréstimos internacionais, desestimulando ainda mais a captação externa por parte do setor privado

corrente do Balanço de Pagamentos, mas também como forma consciente de organização do padrão de financiamento dos investimentos do setor produtivo estatal²⁴.

Com isso o setor produtivo estatal passou a financiar-se de forma crescente junto às entidades financeiras internacionais. Tal movimento é fruto da manutenção do investimento público e da própria estrutura de financiamento destas empresas. Isto decorre do fato de que as empresas do setor produtivo estatal dispõem de basicamente três fontes de financiamento para seus investimentos. A primeira destas fontes é o autofinanciamento mediante a acumulação interna dos lucros retidos. Tal fonte é limitada devido ao controle tarifário a que foram submetidas, como *política de controle inflacionário*.

Via aportes de capital, as empresas estatais ainda podiam recorrer ao Tesouro Nacional. Mas havia, porém, limites a esta forma de financiamento em função das já mencionadas políticas *antiinflacionárias e de controle do Balanço de Pagamentos* por parte do Governo, que visavam reduzir o déficit orçamentário do Tesouro.

Nestas circunstâncias, restava apenas a opção aos recursos do mercado de empréstimo. Mas havia poucas condições de se recorrer às fontes domésticas de financiamento dado que estas estavam voltadas ao financiamento da inversão privada. Desta forma, restava apenas o caminho ao endividamento externo para o financiamento da formação de capital do setor produtivo.

A “estatização” da dívida foi, portanto, uma opção consciente quanto à organização do padrão de financiamento dos projetos do setor produtivo estatal que, ademais, casava-se com a necessidade de tomar recursos externos para financiar o Balanço de Pagamentos²⁵.

²⁴ Sobre o endividamento externo do setor estatal, vale ressaltar que não resultou apenas da captação direta de recursos por parte do Estado, mas refletiu a recusa do risco cambial por parte do setor privado que recorreu aos Depósitos Registrados em Moeda Estrangeira no BACEN (DRME) como forma de se defender contra desvalorizações cambiais.

²⁵ A partir de 1979 o endividamento do setor público já não se correlaciona com os investimentos produtivos e, sim, com a necessidade de se rolar a dívida vincente. Neste momento há um aprofundamento do movimento de “estatização” da dívida externa.

A vulnerabilidade da economia brasileira

Com o aumento do endividamento externo, o déficit na conta de serviços brasileiro passou a ter um peso crescente no saldo do balanço de transações correntes. Este desajuste, frente a um saldo comercial insuficiente, tinha que ser financiado através da conta capital.

Este custo do processo de endividamento via conta de capital acompanhava de perto as variações do cenário externo. As captações externas realizadas pelo Brasil, assim como as verificadas nos demais países em desenvolvimento, eram contratadas com taxas de juros flutuantes²⁶, que tinham como característica geral um custo mais elevado e com piores condições de pagamento. Como resultado a administração da dívida por parte das autoridades governamentais acaba perdendo sua autonomia²⁷. Caso este financiamento via conta capital encontrasse dificuldade, os compromissos externos deveriam ser honrados através de ajustes restritivos nos devedores.

A consequência mais grave do aumento da atuação estatal no sistema de crédito, impulsionando o processo de estatização da dívida externa, foi o aumento da vulnerabilidade do setor público brasileiro. Como durante toda a década de 70 as inversões do governo continuaram elevadas (substituindo em grande parte a queda do investimento privado), o impulso à captação externa continuou alto. Por conseguinte, como pode ser observado na Tabela 2 a seguir, o processo de estatização da dívida foi sendo aprofundado nestes anos²⁸.

²⁶ De 1970 a 1978, a participação relativa dos credores privados (cujos custos de empréstimos são mais elevados e os contratos são feitos, a partir de 1973, com taxas flutuantes de juros) na dívida externa de médio e longo prazo no Brasil aumentou de 55% para 80%, reduzindo-se significativamente o peso dos financiamentos oficiais, bi e multilaterais

²⁷ Como as taxas de juros acompanhavam as flutuações da taxa internacional de juros as Autoridades governamentais não conseguem impedir o repasse de custo resultante da elevação desta última.

²⁸ Em 1979, o setor público já absorvera 68,2% da dívida externa total e respondia por 76,8% do ingresso de novos empréstimos externos.

Tabela 2: Brasil - Empréstimos em moeda estrangeira – 1972-1981

	Setor Público		Setor Privado				TOTAL	
			Nacional		Externo			
	US\$ Milhões	%	US\$ Milhões	%	US\$ Milhões	%	US\$ Milhões	%
1972	623	25,0	680	27,2	1.194	47,8	2.497	100,0
1973	1.140	39,9	656	22,9	1.063	37,2	2.858	100,0
1974	1.098	35,3	432	13,9	1.580	50,8	3.110	100,0
1975	1.901	50,3	244	6,4	1.637	43,3	3.782	100,0
1976	1.953	51,1	140	3,6	1.733	45,3	3.826	100,0
1977	2.501	51,5	293	6,0	2.064	42,5	4.857	100,0
1978	5.317	60,2	466	5,3	3.046	34,5	8.829	100,0
1979	6.643	76,8	554	6,4	1.454	16,8	8.651	100,0
1980	3.687	76,6	176	3,7	948	19,7	4.811	100,0
1981	5.286	69,6	428	5,6	1.883	24,8	7.597	100,0

Fonte: Banco Central do Brasil

Como característica marcante deste processo de endividamento externo do setor público, os encargos da dívida assumidos pelo setor público durante a década de 70 representavam uma participação cada vez maior das novas captações²⁹. Portanto, a deterioração das condições de financiamento externo através da ampla adoção pelo mercado financeiro internacional de contratos indexados a taxas flutuantes de juros assume um caráter desestabilizador nas contas públicas.

Este fato se dinamiza a partir de 1979, quando uma série de acontecimentos acaba gerando um ciclo perverso à dívida pública brasileira³⁰. O segundo choque do petróleo volta a elevar de forma significativa o preço do barril de petróleo. Em seguida, a política americana de elevação dos juros faz com que taxas de juros internacionais registram significativas altas, com a *Libor* e a *prime rate* alcançando as taxa recordes de 16,77% e 18,83%, respectivamente, em 1981 (ver Tabela 3). Soma-se ainda, o desaquecimento das principais economias do mundo, que em alguns

²⁹ O déficit comercial acumulado do período 1977/78 é de US\$ 0,9bilhão, contra uma entrada líquida de US\$13,5 bilhões. Neste período, os juros líquidos atingiram cerca de US\$4,8 bilhões, o que representou aproximadamente 36% da contratação líquida externa.

³⁰ Ver Batista Jr., P. N. – Mito e realidade na dívida externa brasileira

casos, apresentam taxas negativas de crescimento do PIB. Esta situação se reflete na queda do fluxo de comércio mundial.

Tabela 3: Brasil -Taxas Internacionais Nominais de Juros (% a.a.)

	<i>Libor</i>	<i>Prime rate</i>
1971	6,95	5,71
1972	5,97	5,24
1973	9,34	8,04
1974	11,17	10,81
1975	7,78	7,88
1976	6,24	6,84
1977	6,43	6,81
1978	9,16	9,07
1979	12,15	12,65
1980	13,99	15,24
1981	16,77	18,83

Fonte: Banco Central do Brasil

Nestas condições a economia brasileira enfrenta graves constrangimentos. Primeiro porque o desaquecimento do comércio mundial prejudica as suas exportações, resultando no aparecimento do déficit comercial. Em segundo lugar, a crise no mercado internacional de capitais provoca o aumento do custo da dívida (que, como mencionado acima, é contratada através de taxas flutuantes de juros).

Adicionalmente, o processo de crise no cenário internacional é agravado pela contração dos empréstimos dos bancos internacionais, que tem o objetivo de diminuir a exposição de sua carteira com empréstimos a países em desenvolvimento. O comportamento dos bancos internacionais resultou de um ambiente de crescente especulação sobre a possibilidade de estes países honrarem o pagamento de suas dívidas.

Como consequência da diminuição dos fluxos externos, o fechamento das contas externas brasileira só pode ser realizado mediante a queima de reservas internacionais e a contratação de

empréstimos de curto prazo e de custos ainda mais elevados do que aqueles prevalecentes no mercado internacional³¹.

Deve-se ressaltar ainda que a piora do cenário externo não impactou apenas nos custos da dívida externa. O aumento da taxa internacional de juros resulta no aumento da dívida interna, já que esta é atrelada a taxas flutuantes de juros. Mesmo em momentos em que a emissão de dívida pública interna não está associada à política de esterilização de recursos externos, mas sim com o financiamento do próprio setor público³² no mercado interno, os títulos eram indexados a taxas flutuantes de juros, tendo as taxas internacionais como referência.

Por isso, o aumento das taxas internacionais de juros afeta o Brasil por duas vias: pelo aumento da dívida externa e da interna. Como já em fins da década de 70 e início dos 80 o setor público é o maior devedor, tanto interna como externamente, suas finanças ficam extremamente fragilizadas. Na Tabela 4 a seguir, observa-se a crescente participação dos encargos financeiros sobre o total da dívida pública (tanto interna quanto externa), resultado da deterioração do sistema internacional de crédito.

Tabela 4: Brasil - Evolução das despesas do Tesouro Nacional

	<i>Encargos Part</i>		<i>Demais Part</i>		<i>Part</i>	
	<i>Financeiros</i>	<i>(%)</i>	<i>Despesas</i>	<i>(%)</i>	<i>TOTAL</i>	<i>(%)</i>
1980	4.229	3,59	113.411	96,41	117.640	100,00
1981	1.170	0,97	119.356	99,03	120.526	100,00
1982	6.098	4,83	120.237	95,17	126.335	100,00
1983	8.353	7,00	110.953	93,00	119.306	100,00
1984	14.176	12,51	99.145	87,49	113.321	100,00
1985	15.131	11,60	115.295	88,40	130.426	100,00

Fonte: Banco Central do Brasil

³¹ De acordo com Baer (1993) o Brasil passou de uma situação de *hedge finance* para uma de *Ponzi finance*, na qual o país entrou em um processo acelerado de endividamento junto aos bancos, não mais para realizar investimento ou acumular de reservas internacionais, mas para poder arcar com o seu serviço financeiro externo.

³² Este fato passou a ocorrer a partir de 1979, quando houve uma retração do mercado internacional de crédito para os países emergentes e deixou-se de verificar uma entrada líquida de recursos externos no Brasil.

Apesar do corte substancial nas despesas não financeiras do Tesouro Nacional, o crescimento com os encargos da dívida interna e externa minimizou o impacto desses cortes nas despesas totais. Entre 1982 e 84, a redução das despesas do Tesouro exclusive encargos financeiros foi de 18%. Neste mesmo período as despesas totais aumentaram 33%.

Em 1982, com o rompimento dos fluxos voluntários de empréstimos³³, a economia brasileira fica exposta a uma situação até então não conhecida: a falta de recursos para pagar seus encargos³⁴. Esta condição levou o governo brasileiro a recorrer a empréstimos de organizações internacionais³⁵ e realizar um pesado ajuste fiscal, adotando políticas claramente ortodoxas.

Este ajuste fiscal era necessário ao setor público brasileiro para reunir recursos para honrar seus compromissos. Como já não era mais possível retomar a situação anterior, em que se conseguia rolar os compromissos das dívidas vincente no mercado internacional de crédito devido ao rompimento dos fluxos voluntários de empréstimos, era necessário reunir recursos em todas as esferas do governo com corte nos gastos públicos. Com estes recursos extras, o Governo poderia comprar dólares junto ao setor privado exportador³⁶ para quitar suas dívidas.

Além disso, outra medida adotada para cumprir com o fechamento do balanço de pagamento era ampliar o saldo comercial. Com políticas de incentivos a setores exportadores e de restrição à

³³ Diante das proporções da crise internacional, os bancos comerciais decidiram reduzir o fluxo de recursos financeiros para os países subdesenvolvidos. A retração da oferta de crédito teve início em 1980-1981 com a crise de insolvência da Polônia. O segundo choque decorreu da guerra nas Malvinas, em 1982, com a conseqüente interrupção do pagamento da dívida externa pela Argentina. Mas a moratória do México em agosto do mesmo ano, resultou em uma séria crise de confiança. Esse fato marcou a ruptura do fluxo de créditos externos para todos os principais devedores do Terceiro Mundo.

³⁴ Vale ressaltar que até esta data, apesar da deterioração das condições de empréstimos, o Brasil conseguia recursos suficientes para quitar os vencimentos de suas dívidas.

³⁵ Nos dois últimos meses de 1982 o Brasil recebeu US\$ 900 milhões de *bridge-loans* do Tesouro Americano, US\$ 500 milhões do FMI e mais US\$ 500 milhões do BIS. Vale ressaltar que os empréstimos dos bancos comerciais privados somaram US\$ 2,3 bilhões neste período.

³⁶ O Setor privado exportador se torna o credor líquido do sistema, isto porque era o único a conseguir gerar recursos em moeda conversível.

demanda interna para diminuir as importações, o Governo pretendia reunir fundos para honrar seus compromissos.

O lado nefasto deste ajustamento para as contas públicas foi que a política monetária contracionista produziu um aumento brutal da taxa de juros interna, a qual, combinada com uma correção monetária que refletia inteiramente a aceleração inflacionária, elevou violentamente a taxa de financiamento da dívida mobiliária interna federal, de tal forma que essa dívida passou a representar parcela crescente do produto interno bruto (Tabela 5).

Tabela 5: Brasil - Dívida Mobiliária Interna – (%)

	<i>Dívida Total/PIB</i>	<i>Taxa de Financiamento do Overnight⁽¹⁾</i>
1980	6,4	85,4
1981	12,0	120,5
1982	15,5	172,4
1983	21,0	197,1
1984	23,3	266,9
1985	29,5	385,3

(1)Taxa Nominal. Fonte: Banco Central do Brasil

Associado a esse processo, a impossibilidade de obter recursos externos para refinaranciar uma parcela dos seus encargos financeiros externos ou gerar superávits orçamentários no montante equivalente aos recursos que transferia ao exterior, levou o setor público a recorrer à captação de recursos no mercado doméstico, promovendo uma expansão adicional de seu endividamento interno (Tabela 6), gerando maiores pressões sobre o déficit público.

Tabela 6: Brasil – encargos financeiros do setor público (% do PIB)

	<i>Dívida Interna</i>	<i>Dívida Externa</i>	<i>TOTAL</i>
1979	0,56	0,28	0,84
1980	0,76	0,36	1,12
1981	1,08	0,28	1,36
1982	1,12	0,43	1,55
1983	1,61	1,05	2,66
1984	2,44	0,55	2,99
1985	3,35	1,14	4,49

Fonte: Baer (1993) op. cit.

Assim, a política implementada para permitir que o país ajustasse seu desequilíbrio externo implicou em encargos adicionais para o setor público. Estes somente puderam ser financiados com mecanismos de empréstimos de curto prazo e de custo elevado. Além disso, o déficit público era crescente, uma vez que a taxa de juros que incidia tanto sobre a dívida externa como sobre a dívida interna era maior do que a factível de crescimento das receitas públicas e o corte de gastos.

Neste momento pode-se dizer que o padrão de financiamento construído na década de 60 se rompe, já que o Governo enfrenta grandes dificuldades para se financiar. A emissão monetária como meio de financiamento do setor público, tão utilizado nos anos anteriores, não era mais utilizada devido à aversão à moeda causada pela inflação. E o setor privado interno, com a análise de risco crescente, exigia juros cada vez maiores e prazos cada vez mais curtos para os títulos públicos.

É justamente este momento de rompimento do padrão de financiamento existente no período anterior e que causa impasse na condução da política econômica – políticas de ajuste macroeconômicas acabam desequilibrando ainda mais as contas públicas – que o próximo capítulo pretende descrever.

A década perdida para o financiamento do setor público

Como citado anteriormente, com o rompimento dos fluxos voluntários de empréstimos o governo brasileiro passa a recorrer a empréstimos de organizações oficiais que tinham medo de que uma crise maior pudesse ocorrer caso o Brasil decretasse moratória de sua dívida. Juntamente com seus empréstimos seguia a orientação de que o governo brasileiro deveria combater as altas taxas de inflação e realizar um profundo ajuste em suas contas, eliminando o déficit público através da geração de superávit primário e perseguindo crescentes superávits comerciais.³⁷

Esse raciocínio não era compartilhado apenas por estas instituições mas era predominante em todo o mundo, cujos principais idealizadores analisavam a crise pelo qual os países passavam desde o início dos anos 70 como sendo originária do elevado déficit público, resultado da pesada intervenção estatal. Este pensamento, classificado como liberal, influenciava grande parte dos formuladores de política econômica que começaram a realizar ajustes nas políticas implementadas com o objetivo de equilibrar as contas públicas.

No Brasil não foi diferente. Influenciados por essa corrente de pensamento, os integrantes da equipe econômica do governo tinham como premissa que os elevados dispêndios governamentais do período anterior eram os responsáveis pelo elevado déficit público e, conseqüentemente, pelo atual quadro de desajuste da economia. Dentre os principais expoentes desta crise pela qual passava a economia brasileira estava a falta de recursos para pagamento dos compromissos externos e a crescente inflação, ambos associados ao baixo crescimento do PIB.

Como política traçada para combater estes problemas, as Autoridades brasileiras decidiram elevar a taxa básica de juros para frear a demanda interna e, assim, reduzir pressões sobre os reajustes de preços e sobre a demanda por importações.

Segundo o Governo brasileiro, além da redução da inflação através queda da atividade econômica, com um significativo superávit na balança comercial se conseguiria equilibrar o

³⁷ Ver Baer, Mônica - O desajuste financeiro e as dificuldades de financiamento do setor público brasileiro nos anos 80

déficit na conta de serviços. Com isso supunha-se que se restabeleceria a confiança da comunidade financeira internacional no país e, conseqüentemente, retomaria o fluxo de recursos financeiros.

Como medidas para se alcançar este superávit na conta comercial, as autoridades brasileiras, além da contenção às importações e dos vários subsídios às exportações³⁸, utilizaram a política cambial como principal instrumento, desvalorizando significativamente a moeda nacional em relação ao dólar no período de fevereiro de 1983 a outubro de 1985³⁹.

Mas a combinação de aumento dos juros, queda da atividade econômica e desvalorização cambial afeta profundamente as finanças do setor público. Através da queda na atividade econômica, houve uma queda da arrecadação tributária. Como o setor público era responsável pela maior parte do passivo do país indexado à moeda estrangeira⁴⁰ a desvalorização cambial aprofundou sua dívida. E, como o setor público detinha grande parte de seu endividamento atrelado a taxas flutuantes, qualquer flutuação na taxa de juros o afetava.

Já o setor privado, além de concentrar as exportações e deter uma parcela menor da dívida externa atrelada a taxas flutuantes de juros foi em parte poupado dos impactos negativos da desvalorização cambial através de várias políticas econômicas implementadas pelo Governo para incentivar as captações externas de recursos. Através da resolução 432 e circular nº 230 o setor privado podia transferir para o Banco Central o valor em cruzeiros de suas dívidas externas ainda a vencer (DRME – depósitos registrados em moeda estrangeira). Isto significa que o Estado assumia os custos de uma contratação em moeda estrangeira diante de um cenário de elevação das taxas internacionais de juros e de desvalorização cambial⁴¹.

³⁸ As agências de fomentos e os fundos setoriais foram discutidos no capítulo anterior. Para maiores informações ver, Abreu, Marcelo P. – The brazilian economy, 1928 – 1980

³⁹ Ver Batista Jr - Da crise internacional à moratória brasileira

⁴⁰ Já no final de 1982 o setor público detinha 68% do total da dívida externa de médio e longo prazo.

⁴¹ A partir de 1982 cerca de um terço dos recursos captados pelos bancos privados eram depositados no Banco Central, atingindo aproximadamente o valor de US\$ 12 bilhões em 1981.

Assim o Estado, detentor da maior parte do passivo externo, além de arcar com a maior parte do impacto direto da elevação da taxa de juros e *spreads* internacionais, teve sua situação fiscal e financeira agravada pela política de desvalorização cambial de duas maneiras: a primeira, diretamente, através do aumento de seu passivo externo com a desvalorização da moeda nacional e a segunda, indiretamente, pelos mecanismos que protegiam o setor privado desta estratégia.

Ainda sobre a questão fiscal do Estado, a diminuição dos investimentos, tanto pública quanto privada, ocasionou um fraco desempenho do PIB brasileiro⁴² que, aliado à elevação do patamar inflacionário de 100% em 1980 para 220% em 1984, diminuíram a capacidade de arrecadação do Governo.

Apesar da criação de novas taxas e impostos, a receita do governo caiu em termos reais. Em 1984-85 a pouca efetividade do ajuste fiscal ficou evidente. O crescimento apresentado pela economia brasileira em 1984 foi liderado pela agricultura e pelas exportações, setores que se utilizavam amplamente dos subsídios do Governo e, conseqüentemente, não implicou em uma recuperação da receita tributária.

Tabela 7: Brasil - Receita disponível do Setor Público Consolidado

	Tributária
	(em porcentagem do PIB)
1980	24,69
1985	22,53
1987	23,34
1988	21,89
1989	21,91

Fonte: Afonso, Jose R.R., São Paulo, 1990

⁴² Houve uma queda real de 7% do PIB no período 1981-83

Além deste condicionante negativo pela natureza da retomada do crescimento, a receita pública passou a ser crescentemente afetada pela inflação (efeito Oliveira – Tanzi), fazendo com que em 1984 ela apresentasse uma queda, tanto em valores reais quanto em proporção ao PIB⁴³.

Ainda como medida de ajuste das contas públicas, adotou-se a política convencional de corte dos gastos públicos. Neste contexto, o Setor Produtivo Estatal (SPE) foi o mais afetado, com cortes nos investimentos⁴⁴. Ademais, a situação de geração de recursos por parte do SPE foi agravada pela estratégia do Governo de contenção da inflação que conteve os reajustes das tarifas públicas.

No seu conjunto, estas empresas apresentaram um saldo operacional corrente positivo ao longo de toda a primeira metade dos anos 80. 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 1981-85.

Tabela 8: Brasil - Despesas Financeiras do SPE (em porcentagem do PIB)

	Juros e outros encargos financeiros
1980	0,86
1987	2,85
1988	2,26
1989	3,26

Fonte: Baer, M. Campinas, 1993

Portanto, com a diminuição de sua capacidade de gerar receitas e o colapso do mercado internacional de capitais a partir de 1982, o setor público brasileiro é levado a captar junto ao mercado doméstico de crédito. O financiamento interno se fazia essencialmente através de títulos públicos, cujo custo era elevado, com que aumentavam os encargos financeiros e o Estado

⁴³ Ver Baer, Mônica - O desajuste financeiro e as dificuldades de financiamento do setor público brasileiro nos anos 80

⁴⁴ Os investimentos do SPE caíram de 8,9% do PIB em 1979 para 2,5% em 1985.

expandia seu endividamento interno para cumprir estes mesmos encargos⁴⁵ (uma situação, segundo Baer, de *Ponzi finance*), ampliando crescentemente a dívida mobiliária interna (Tabela 5). Em 1985 a dívida interna líquida havia crescido 82% em relação ao seu valor final de 1981, alcançando US\$ 28 bilhões.

Este processo de endividamento 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 públicos⁴⁶. Diante da política de ajuste implementada, a inexistência de uma estratégia clara de reestruturação produtiva e da alternativa de aplicações financeiras que fornecessem relativamente alta rentabilidade e liquidez, parecia lógico que os recursos disponíveis se canalizassem ao mercado financeiro, cujo papel passou a ser o de operacionalização crescente do financiamento público interno⁴⁷.

O que deve ficar claro são as bases que sustentaram que este fluxo de recursos fosse canalizado para o financiamento do setor público. Estas condições foram basicamente três. Em primeiro lugar, taxas de juros reais relativamente elevadas para as aplicações em títulos públicos na maior parte do tempo, que, dada à 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) que funcionava como mecanismo da *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

⁴⁵ Nesse momento, já é o serviço da dívida passada que contribui acentuadamente para a ampliação dos requerimentos financeiros do governo (Tabela 4), uma vez que o investimento público começara a sofrer cortes significativos.

⁴⁶ Para maiores detalhes ver, Carneiro, Ricardo M – Crise, Estagnação e Hiperinflação (A economia brasileira nos anos 80) e Teixeira, Aloísio – Vinte anos de política econômica (evolução e desempenho da economia brasileira em 1970 a 1989)

⁴⁷ Embora os encargos financeiros onerassem crescentemente as finanças públicas, até meados da década de 80 a restrição ao financiamento interno foi tranqüilamente substituída pelo financiamento interno.

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.

Mas este esquema de financiamento do setor público sustentava-se em bases pouco sólidas. Primeiramente porque apresenta custo muito elevado e, fundamentalmente, porque o fluxo de recursos deste tipo se dá através da confiança em que os agentes do mercado possuem de que os títulos públicos apresentam juros que compensem o risco de crédito e preço. Ou seja, que são suficientemente remunerados para assumirem a possibilidade do Governo não honrar suas dívidas e de que a taxa de juros não apresente remuneração real positiva⁴⁸.

Caso expectativas negativas se disseminem no mercado, todo o frágil esquema de financiamento do Governo se rompe. Justamente este fato ocorre em 1986 com a implantação do plano Cruzado e impõe uma forte crise de liquidez no mercado de títulos públicos. Diante das incertezas no mercado financeiro apareceram indícios de um processo de fuga de capitais, que se refletiu na paralisação do mercado financeiro⁴⁹.

Frente às resistências dos agentes em canalizar seus recursos para ativos de prazo mais longo – mesmo com a garantia de remuneração atualizada 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 LBC's, um título do Banco Central com indexação diária⁵⁰.

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, aprofundou-se o uso de uma

⁴⁸ Ver Baer, Monica – O rumo perdido: a crise fiscal e financeira do estado brasileiro; Rio de Janeiro

⁴⁹ Ver Baer, Monica – O rumo perdido: a crise fiscal e financeira do estado brasileiro; Rio de Janeiro

⁵⁰ A variação do valor de face das LBC's estava vinculada à taxa média de juros nas operações de um dia no sistema SELIC, e não mais, como desde a criação das ORTN's em 1964, a um índice interno de preços.

moeda indexada – referencial básico para todas as operações financeiras⁵¹ - que era corrigida diariamente pela remuneração de operações financeiras de um dia (*overnight*), sendo que esta remuneração embutia uma expectativa quanto ao patamar de inflação e ao estado de liquidez na economia⁵².

Do ponto de vista do financiamento público, a introdução da LBC trouxe 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, 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. Em terceiro lugar, na medida em que a LBC 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*⁵³. Uma subida da taxa de juros real em razão das expectativas e/ou da política monetária implicaria um aumento imediato das despesas financeiras do Estado, o que reconstituiria a situação de *Ponzi finance*.

Embora com a criação das LBC's não tenha se conseguido mudar o perfil da dívida pública interna, diminuindo o peso dos compromissos de curto prazo, criou-se um mecanismo que permitia o refinanciamento, com certa facilidade, da dívida pública interna a um custo baixo - na medida que a taxa do *overnight* permanecia próxima à inflação.

⁵¹ 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.

⁵² Ver Barros, Luiz C. M. – A moeda indexada: Uma experiência brasileira

⁵³ Ver Barros, Luiz C. M. – A moeda indexada: Uma experiência brasileira

Tabela 9: Brasil – encargos financeiros do setor público (% do PIB)

	<i>Dívida Interna</i>	<i>Dívida Externa</i>	<i>TOTAL</i>
1980	0,76	0,36	1,12
1983	1,61	1,05	2,66
1984	2,44	0,55	2,99
1987	3,14	0,90	4,04
1988	3,12	0,94	4,06
1989	6,06	0,89	6,95

Fonte: Baer (1993) op. cit.

Entretanto, permaneciam dois grandes entraves à condução deste mecanismo de financiamento do Estado. Conforme assinalado anteriormente, havia o risco de uma situação de “não-refinanciamento” que poderia se 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 melhora⁵⁴.

O segundo risco, que já foi comentado, 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. Este tipo de constrangimento nas contas públicas pode ser observado na Tabela 9, em que se mostra o crescente peso dos encargos financeiros no montante da dívida pública.

⁵⁴ Este tipo de risco deve ser relativizado, na medida que o mercado não oferecia outras alternativas para a aplicação dos recursos disponíveis. Diante de uma fuga maciça das LBC's, os preços no mercado 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.

Considerações Finais

Como descrito durante este trabalho, as reformas financeiras de 1964 e 1967 criaram as bases do sistema de financiamento do setor público brasileiro. Porém, a característica mais marcante do financiamento público brasileiro do período 1964 a 1989 se amplifica a partir dos anos 70. O financiamento do setor público brasileiro na década de 70 esteve amplamente apoiado na tomada de recursos externos. Entretanto, este movimento está estreitamente associado à abundante liquidez no mercado internacional de capitais e, não fundamentalmente, ao financiamento do investimento produtivo.

Outro ponto importante é que esta expansão do endividamento externo não pode ser dissociada da ampliação da dívida interna. Durante a primeira metade da década de 70, houve uma entrada maciça de recursos externos, ampliando as reservas em moeda estrangeira do Banco Central. Para enxugar toda esta liquidez, o Governo lançou mão da emissão de títulos públicos. Já na segunda metade desta década, na chamada “Círculo Financeira”, o Governo brasileiro elevou a taxa interna de juros e, novamente, a entrada de recursos externos foi esterilizada com a emissão de títulos. Mas, diferentemente do período anterior, as elevadas taxas de juros aprofundaram ainda mais a expansão da dívida mobiliária interna.

A análise destas características é fundamental para a compreensão do rompimento do padrão de financiamento público brasileiro. Enquanto durante toda a década de 70 o governo recorria a empréstimos externos e, em grande parte do tempo, emissão monetária para cobrir suas necessidades de financiamento, na década seguinte, com o rompimento dos fluxos voluntários de empréstimos e a disparada do processo inflacionário, o Governo brasileiro ficou totalmente impossibilitado de usar estes recursos.

Como caminho utilizado para superação deste obstáculo, o Governo passa a se financiar através da emissão de títulos de curto prazo, com rolagem diária e indexados a taxa flutuante de juros. Ademais, implementou-se uma política restritiva, com elevação da taxa de juros, corte dos gastos e desvalorização cambial.

É exatamente neste ponto que o financiamento público na década de oitenta se tornou um grande entrave à condução da política econômica no Brasil. Como os títulos públicos eram indexados a taxas flutuantes, qualquer elevação da taxa de juros impactava diretamente no estoque da dívida estatal. Além disso, grande parte do passivo em moeda estrangeira pertencia ao Estado, conseqüentemente, a desvalorização cambial também aumentava o total da dívida pública.

Em relação à complementação da política restritiva, o Governo Federal apresentou grandes dificuldades para comandar um amplo corte nos gastos correntes. Como mostra a Tabela 10, a tentativa de sustentar superávits primários na esfera federal não foi acompanhada no âmbito dos estados e municípios, onde os déficits ocorreram com maior frequência da segunda metade da década de 80.

Tabela 10: Brasil – Resultado Primário do Setor Público (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

Fonte: Afonso, Jose R.R. op. cit.

Soma-se ainda que, mesmo com os constantes esforços do Governo Federal para aumentar a receita tributária como parte dos ajustes nas contas públicas, isto não foi possível. Como se pode observar na Tabela 11 abaixo, comprova-se que a maior taxação de alguns setores foi mais que compensado pelo efeito negativo da retração da atividade econômica sobre a arrecadação e da crescente sonegação. Isto é bastante evidente no imposto de renda, no ICMS, nas contribuições da seguridade social sobre a folha salarial, no PIS/PASEP e no FGTS.

Tabela 11: Brasil – Carga tributária (em porcentagem do PIB)

União, Estados e Municípios	
1980	24,69
1984	21,82
1985	22,53
1986	24,88
1987	23,34
1988	21,89
1989	21,91

Fonte: IPEA, “Perspectivas da Economia Brasileira”, Rio de Janeiro 1992

Muitas críticas surgiram sobre a eficácia deste tipo de política econômica. Isto porque afirmavam que o déficit público era causado pelos encargos financeiros da dívida pública e, com a adoção de uma política restritiva este problema não seria resolvido. Até mesmo porque, conforme discutido acima, os cortes nos gastos correntes das esferas públicas e as tentativas de aumento das receitas tributárias não foram eficazes. Segundo, o aumento das taxas de juros para comprimir a demanda interna elevava os encargos financeiros da dívida já contratada e ampliava os custos de novas captações pelo aumento da percepção de risco de crédito do Estado.

Esta frágil estrutura de financiamento do Estado permaneceu durante toda a década de 80 e início dos anos 90, em que –(o comprometimento do Governo em honrar seus compromissos externos juntamente com a falta de mecanismos de empréstimos externos e a aversão à moeda causada pela alta inflação) tinha-se que recorrer à captação através do mercado de títulos de curto prazo com rolagem diária (*overnight*).

Este tipo de financiamento do setor público apresentava instabilidade pois: a) era extremamente vulnerável às expectativas dos agentes internos, que exigiam retornos maiores para continuarem a emprestar a um Governo cada vez mais endividado; b) apresentava um *trade-off* com a condução da política econômica, ou seja, para conter o avanço da inflação com o aumento dos juros desajustavam-se as contas públicas que eram indexadas a taxas flutuantes.

Estas características marcaram a década de 80 porque, a alta instabilidade do mercado de crédito somada à elevação da inflação e a perda de autonomia do Governo na condução da política monetária proporcionaram anos de baixo crescimento econômico, levando alguns autores a denominarem este período como sendo a “década perdida”.

Bibliografia

Abreu, Marcelo P. – The brazilian economy, 1928 – 1980; Rio de Janeiro: PUC – RJ, Texto de discussão 433

Afonso, José R.R. – Perspectivas da economia brasileira – 1989; Rio de Janeiro – RJ: IPEA, 1989.

Almeida, Júlio S. G. – Crise econômica e reestruturação de empresas e bancos nos anos 80. – Tese de doutoramento defendida no Instituto de Economia da Unicamp: Campinas, 1994

Baer, Monica – A internacionalização Financeira no Brasil; Petrópolis – RJ: Vozes, 1986.

Baer, Monica – O desajuste financeiro e as dificuldades de financiamento do setor público brasileiro nos anos 80; Campinas – SP: 1993.

Baer, Monica – O rumo perdido: a crise fiscal e financeira do estado brasileiro; Rio de Janeiro – RJ: Paz e Terra, 1993.

Bahry, Thaiza R. – Os ciclos de endividamento da economia brasileira no período 1968-99 – Curitiba –PR; 2000.

Barros, Luiz C. M. – A moeda indexada: Uma experiência brasileira; Revista do Instituto de Economia da Unicamp – Campinas, 1992

Batista Jr., P. N. – Da crise internacional à moratória brasileira; Rio de Janeiro: RJ: Paz e Terra, 1988.

Batista Jr., P. N. – Mito e realidade na dívida externa brasileira; Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1983

Beluzzo, Luiz G. M. – Desenvolvimento capitalista no Brasil – ensaios sobre a crise, São Paulo – SP: Brasiliense, 1982.

Beluzzo, Luiz G. M. e Almeida, Julio S. G. – A crise da dívida e suas repercussões sobre a economia brasileira; Revista do Instituto de Economia da Unicamp – Campinas, 1992

Bernardo, Mauro S. – The evolution of the monetary correction in Brazil and its effects in the financial statement from 1929 to 2000.

Biasoto Júnior, Geraldo – Endividamento externo e desequilíbrio financeiro do setor público na primeira metade dos anos 80; Campinas – SP: 1988.

Carneiro, Ricardo M – Crise, Estagnação e Hiperinflação (A economia brasileira nos anos 80); Campinas – SP: 1991

Castro, Antônio B. – Ajustamento x Transformação: A economia brasileira de 1974 a 1984 – Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1985

Cavalcanti, Carlos B. – Transferências de recursos reais ao exterior e a substituição da dívida externa por dívida interna; Rio de Janeiro – RJ: 1988

Costa, Fernando N. e Deos, Simone S. – Reflexões sobre o financiamento na economia brasileira; Campinas – SP: Unicamp/IE, Texto para discussão 109, 2002

Cruz, Paulo R. D. – Dívida Externa e Política Econômica: a experiência brasileira nos anos 70; São Paulo – SP: Brasiliense, 1984.

Lopreato, Francisco L. C. – A crise do padrão de financiamento dos Governos estaduais 1980 – 1988; Campinas – SP: 1992.

Mendonça, Luiz Carlos – A moeda indexada: uma experiência brasileira; São Paulo – SP: Mimeo 1992

Resende, André L. – A ruptura no mercado internacional de crédito; Rio de Janeiro – RJ: Paz e Terra.

Silva, Adroaldo M. – Intermediação Financeira no Brasil: Origens, Estruturas e Problemas; São Paulo – SP: 1979.

Simonsen, Mário H. e Campos, Roberto O. – A Nova Economia Brasileira; Rio de Janeiro – RJ: José Olympio, 1979.

Teixeira, Aloísio – Vinte anos de política econômica (evolução e desempenho da economia brasileira em 1970 a 1989); Rio de Janeiro, 1992