

INTERVENÇÃO ESTATAL E SUPERAÇÃO DA CRISE CHILENA DO INÍCIO DA DÉCADA DE 1980

Paulo Jose Ache Fugulin¹ e Carlos Eduardo Carvalho²

Área: Economia e Estado

Sub-área: 10. Estado e Economia do Setor Público

Resumo

O vigoroso crescimento da economia chilena nos últimos vinte anos está ligado à forma como foram equacionados os problemas gerados pela grave crise cambial e financeira de 1981-84. O debate econômico enfatizou os fatores responsáveis pela catástrofe, em especial a combinação nefasta entre ampla abertura da conta de capitais, equívocos de política econômica e deficiências regulatórias e institucionais. Menos atenção foi dada ao processo de gerenciamento e superação da crise, baseado na ampla intervenção do setor público, capaz de evitar que a crise evoluísse para a ruptura do sistema financeiro, para a inflação elevada e crônica ou para o enfraquecimento da moeda nacional levando à dolarização, como ocorreu em outros países do continente às voltas com os mesmos problemas na mesma época. O artigo se concentra na análise da intervenção estatal na crise chilena, nos instrumentos utilizados e nos custos incorridos, e também nas condições que permitiram a agilidade e a autonomia para distribuir custos e concentrar perdas e favorecimentos, processo que diverge da imagem estereotipada do Chile como arauto do Estado-Mínimo na América Latina.

Abstract

The strong growth of the Chilean economy in the last twenty years is related to the way the problems generated from the serious currency and financial crisis of 1981-84 were handled. The economic debate has emphasized the responsible factors for the catastrophe, in special the unfortunate combination of the opening of the capital account, regulatory and institutional policies mistakes and deficiencies. Less attention was given to the management process and the overcoming of the crisis, based on the ample intervention of the public sector, which was able to prevent the crises from evolving to a broader financial system distress, to high and persistent inflation or even to the further wakening of the local currency leading to a dollarization, as experienced in other countries within the region with the same problems at the same time. The article concentrates in the analysis of the state intervention towards the Chilean crisis, the instruments used and the incurred costs, and also in the conditions that had allowed the agility and the autonomy to distribute costs and concentrate losses, a process that differed from the stereotyped image of Chile as an omen of the Minimum State in Latin America.

Palavras-chave: crise bancária chilena, intervenção estatal, operações quase-fiscais

Key-words: Chilean banking crisis, state intervention, quasi-fiscal operations

¹ Mestrando em Economia Política-PUC-SP

² Professor do Programa de Economia Política-PUC-SP

1. INTRODUÇÃO

O vigoroso crescimento da economia chilena nos últimos vinte anos¹ está ligado à capacidade de equacionar os problemas gerados pela grave crise cambial e financeira de 1981-84, processo em que foi decisiva a rápida e ampla intervenção estatal. Os diversos programas governamentais permitiram a absorção das perdas do setor privado pelo setor público e a manutenção da atividade financeira, apesar da grave crise bancária que poderia ter desestruturado o sistema financeiro e provocado um processo inflacionário persistente, com enfraquecimento maior da moeda nacional culminando em dolarização, como ocorreu em outros países do continente na mesma época.

A crise ainda hoje se destaca pela grande magnitude de seus efeitos nos diversos setores da economia, apesar da sucessão de episódios semelhantes nas últimas décadas em vários países. O debate econômico enfatizou os fatores responsáveis pela catástrofe, em especial a combinação perversa da extensa abertura da conta de capitais, com equívocos de política econômica e deficiências regulatórias e institucionais, conforme discutido na próxima seção.

A amplitude e a profundidade da ação do estado contrastam com a imagem de não intervenção do estado que teria caracterizado a política econômica da ditadura de Pinochet (EDWARDS, 1985), tida em geral como a precursora do que seria depois conhecido como o neoliberalismo.

O artigo se concentra na análise da intervenção do estado na crise chilena, nos instrumentos utilizados, nas perdas incorridas, e também nas condições que permitiram a agilidade e a autonomia do estado para impor perdas e distribuir favorecimentos. O trabalho enfatiza a contradição entre a imagem de "estado mínimo" associada ao Chile e a prática de um governo que, apesar da orientação neoliberal, exerceu forte intervenção na economia, com instrumentos discricionários, em favor do mercado.

Defende-se aqui a tese de que boa parte da capacidade do estado de reagir prontamente à crise adveio das condições positivas das finanças públicas conseguidas nos anos anteriores. A reforma tributária e as privatizações nos anos que antecederam a crise tiveram particular relevância para a pronta resposta do estado ao episódio, também objeto de discussão na próxima seção. Tais reformas implicaram, sobretudo, a formação de um superávit do setor público, além de estimular a formação de poupança no setor privado, em especial com a reforma previdenciária de 1980. Com isto, ao eclodir a crise, o estado pôde passar a uma posição fortemente deficitária para socorrer o setor privado, sem com isso provocar um surto inflacionário e sem desorganizar o sistema financeiro e o mercado de capitais.

¹ Segundo Galego e Loayza (1999, p.4) o crescimento médio do PIB Chileno entre 1986-89 foi de 4,5%, bem acima da média mundial no período. Spilimbergo, 2001, p.115, calcula um crescimento médio de 8% de 1988-97. Para uma sugestão de metodologia de cálculo consultar Bergoeing, et al., 2001.

Apesar de os programas de resgate serem altamente onerosos para o orçamento público, com o agravante de permitirem que agentes econômicos ineficientes seguissem em atividade, enfraquecendo os incentivos para adoção voluntária de ferramentas para administração de risco, há evidências de que esses programas foram os responsáveis pelo período de crescimento da economia subsequente a crise. (DEMIRGUC-KUNT e DETRAGIACHE, 1998). O amplo esquema de intervenção estatal e os programas voltados para a recuperação do sistema financeiro são discutidos na seção 3.

A quarta seção preocupa-se em destacar o papel do Banco Central na resolução da crise. Na quinta e última seção encontram-se algumas indagações sobre a natureza da ação do estado, seguida por algumas conclusões sobre o papel do setor público na resolução de crises e na elaboração de arcabouços institucionais para evitá-las. O caso chileno é emblemático, na medida em que a crise acelerou o fortalecimento do marco regulatório e os mecanismos de supervisão oficiais e de mercado. (VILLAR, BACKAL e TREVIÑO, 1997, p.8)

Os dados apresentados neste trabalho compreendem o período da eclosão da crise (meados de 1981) até sua resolução (meados de 1985), além de contemplar os anos imediatamente anteriores, de maneira a incluir os períodos das reformas. A descrição do programas de intervenção do governo é feita com base em Barandiarán e Hernandez (1999), complementado por Sanhueza (2001) e Eyzaguirre e Larrañaga (1991), justificado pelas estimativas realizadas pelos autores referentes às perdas nos referidos programas.

2. A CRISE CHILENA E SEUS ANTECEDENTES

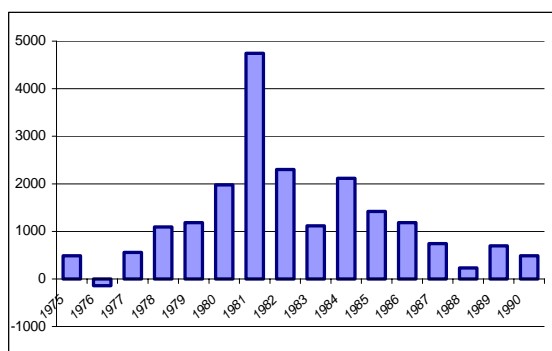
As causas fundamentais da crise financeira estão relacionadas à brusca reversão do quadro econômico depois de dois anos de euforia, com rápida e intensa queda da demanda privada por consumo e investimento, além dos sérios desequilíbrios nas contas externas². O rápido desaquecimento foi precedido pelo livre acesso dos agentes a mercados e financiamentos externos, estimulando as empresas do setor privado a tomar vultosos recursos no exterior a taxas flutuantes, sendo parcela do serviço da dívida reajustada com base na taxas de juros internacionais (LIBOR). Em simultâneo, havia a percepção generalizada de que o governo seria capaz de lidar com uma eventual crise, estimulando a exposição excessiva ao risco (*moral hazard*)³. O principal resultado deste processo foram as elevadas taxas de crescimento do crédito observadas no período. (GÜNTHER e JIMÉNEZ, 1999, p.14)

² Expresso, principalmente, por um déficit em Transações Correntes que passou a equivaler a cinco vezes as Reservas em moeda estrangeira em 1982. (FMI)

³ Principalmente na forma de seguro-depósito, podendo ser explícito, quando os bancos adquirem seguro total ou parcial em nome dos depositantes de uma agencia governamental ou privada, ou implícito, se os depositantes esperarem que o governo irá intervir em favor dos bancos em processo falimentar, ou compensar os depositantes por suas perdas. (DEMIRGUC-KUNT e DETRAGIACHE, 1998)

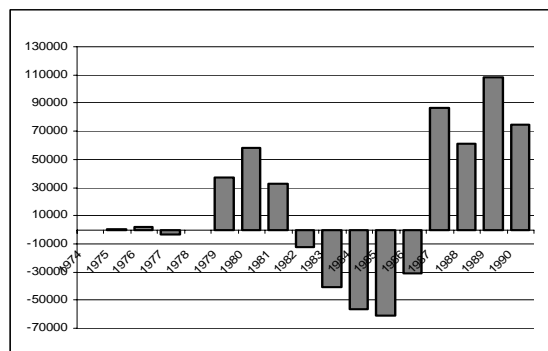
Entre o biênio de 1981 e 1982, os recursos externos passaram a ser a principal fonte de financiamento dos bancos, atingindo participação de 20,5% sobre os ativos totais do sistema, o que se traduziu em um elevado endividamento externo por parte dos agentes domésticos, cuja evolução pode ser verificada no Gráfico 2.1. Nesta época, o câmbio nominal já havia sido fixado desde 1979, com o propósito de guiar os preços domésticos, de maneira que acompanhassem a inflação internacional. A deterioração dos preços externos em 1982 e o elevado endividamento doméstico em moeda estrangeira, em contexto de drástica redução da liquidez internacional, foram os gatilhos para a deflagração da crise⁴. (BARANDIARÁN e HERNÁNDEZ, 1999, p.16; EYZAGUIRRE e LARRAÑAGA, 1991, p.10)

Gráfico 2.1 - Déficit em Transações Correntes Público
(US\$ Mil)



Fonte: FMI

Gráfico 2.2 - Resultado Primário do Setor (ChP Mil)



Fonte: FMI

No final do governo Allende, em 1973, o setor público apresentava déficit fiscal equivalente a cerca de 20% do PIB, sem acesso a fundos externos para financiar o déficit em conta corrente, que se situava ao redor dos 10% do PIB. (BARANDIARÁN e HERNÁNDEZ, 1999, p.9). A situação fiscal apresentou significativa melhora no começo de 1975, com o amplo processo de privatização e a reforma tributária da ditadura. Em 1978, o setor público passou a registrar expressivos superávits (Gráfico 2.2). Para autores como Spilimbergo (2001) e Meller (1998), grande parte da recuperação do setor público chileno adveio do cobre, mantido sob o controle da empresa estatal criada no governo Allende, a Codelco (*Corporación Nacional del Cobre*).

A reforma tributária teve papel muito relevante. Iniciada em 1975, substituiu o imposto sobre as vendas pelo Imposto Sobre Valor Agregado (IVA) e consolidou o predomínio da tributação indireta,

⁴ O Federal Reserve, para combater a inflação que se aproximava dos 15% no final da década de 1970, elevou a taxa de juros de um patamar próximo a zero para 10% (REINSTEIN e ROSENDE, 2001, p.359)

criando incentivos para as aplicações financeiras, desestimulando, em simultâneo, a produção dos agentes, de modo a ampliar a base de recursos disponível no sistema financeiro. Na tributação direta, a reforma procurou estimular a distribuição dos lucros e o desenvolvimento do mercado financeiro. O governo procurou ainda combater a evasão tributária, concentrando-se no IVA e incluiu o fortalecimento do *Servicio de Impuestos Internos* - SII, de maneira a simplificar e homogeneizar a estrutura tributária. Aumentou também o valor das multas resultantes de atraso e enrijeceu o rigor das sanções⁵. Como resultado, a receita do IVA saltou de 5,75% do PIB em 1975 para 10% em 1980, transformando uma situação fiscal bastante deficitária para um quadro de superávits orçamentários, conforme argumentado. (CARVALHO, 1997, p.6)

A reforma previdenciária, por sua vez, desempenhou papel complexo naquele momento, muitas vezes apresentado de forma simplificada e caricatural. A reforma consistiu basicamente na privatização radical do sistema previdenciário, com a (i) transição de um plano sem fundo definido, com benefícios previstos, para um regime de contribuição definida, (ii) a substituição do estado por agentes privados na administração do sistema e (iii) a separação entre a assistência social e a poupança compulsória das provisões de aposentadoria.

A reforma previdenciária promoveu significativa transferência de recursos do setor público ao setor privado. O déficit médio anual do sistema previdenciário público foi de 1,6% do PIB em 1979-80 e se elevou para 6,1% do PIB nos cinco anos seguintes. O rombo foi causado pela permanência no sistema público de todo o contingente de aposentados e também pelo reconhecimento dos direitos dos que haviam contribuído até 1980 e se aposentariam nos anos seguintes, sem que o sistema dispusesse dos recursos das contribuições correntes, transferidas compulsoriamente para os fundos privados. A reforma não "criou poupança", apenas gerou superávit na poupança compulsória privada e déficit nas contas da previdência pública, ou seja, "despoupança" do setor público. O efeito sobre a poupança agregada deve ter sido negativo, pois a abolição da contribuição patronal compulsória tendeu a reduzir a poupança privada, já que os empregadores devem ter destinado parte destes os recursos para consumo próprio ou para produção, e não para investimento em capital ou compra de títulos financeiros.

O principal efeito da reforma previdenciária foi a criação de um mercado privado compulsório para os títulos da dívida pública, originado pelas obrigatoriedades de aplicação dos grandes excedentes de recursos acumulados pelas entidades de previdência privada recém-formadas, livres de gastos com aposentados. (CARVALHO, 1997). Com a forte transferência de recursos públicos para setor privado com a formação do sistema privado superavitário, as instituições privadas de previdência assumiram de

⁵ Inclusive maiores prazos de detenção.

imediatamente o papel de grandes demandantes de títulos do Banco Central, principalmente por parte das *Administradoras de Fondos de Pensiones* (AFP's). A existência deste mercado para a dívida pública favoreceu bastante a difícil passagem do setor público para uma posição fortemente deficitária (Gráfico 2.2) sem que houvesse uma desestruturação do mercado financeiro, por alta da inflação ou por concentração excessiva de aplicações em títulos públicos. (REINSTEIN e ROSENDE, 2001, p.343; CARVALHO, 2002)

Vale destacar que o governo teve papel decisivo na supervisão e na regulação do novo modelo, garantindo benefícios mínimos para os aposentados pelo sistema antigo e financiando a transição para o novo sistema. À medida que a posição do setor público se tornou fortemente deficitária, sob os efeitos da crise, a previdência privada contribuiu bastante para absorver os títulos públicos emitidos pelo Banco Central, de maneira a impedir que sua atuação na economia ampliasse as pressões inflacionárias, estimuladas pela liberação de preços. (MELLER, 1990, p.9)

Em resumo, conforme o Quadro 2.1, durante o governo de Augusto Pinochet houve intenso processo de privatização de empresas e bancos, implicando redução do déficit público; maior integração comercial com os mercados internacionais, passando o setor privado a ser o principal devedor externo; fortalecimento da base de arrecadação com a reforma fiscal e a conseqüente geração de poupança pública. Com a reforma previdenciária, foi estimulada a poupança privada e foram dados passos importantes para a formação de um mercado de capitais mais ativo. Os bancos passaram a operar em ambiente de menores restrições regulamentares, o que contribuiu para uma expansão nas operações de crédito.

Se por um lado, as reformas tributária e previdenciária trouxeram capacidade intrínseca de reação do estado, na medida em que fortaleceu sua base de arrecadação e absorção dos títulos públicos gerados nas operações de resgate, respectivamente, a reforma que enfocou o setor financeiro, no sentido de melhor alinhá-lo às práticas de mercado, deixou-o, em última instância, vulnerável a um eventual agravamento nas condições externas. Com a efetiva deterioração do cenário externo, no início da década de 1980, houve uma crise no sistema, com repercussões generalizadas na economia.

A abertura na conta de capitais do país, a partir de 1974, permitiu que os bancos estrangeiros injetassem os abundantes recursos provenientes dos petrodólares sem dimensionar adequadamente o risco das operações. Isso se tornou evidente, pois esses créditos externos eram repassados para os residentes com *spreads* cada vez mais baixos, ao mesmo tempo em que se observava um alargamento de prazos e montantes concedidos. Adicionalmente, a garantia implícita do governo aos depósitos, consagrada com o resgate do Banco de Osorno y la Union em 1976, foi motivo para que as instituições, tanto estrangeiras como nacionais, assumissem posições mais arriscadas, uma vez que passaram

fortemente a considerar a possibilidade de socorro por parte das instituições oficiais, em caso de reveses no ciclo de negócios. Desta maneira, a qualidade dos ativos dos bancos tendeu a uma progressiva deterioração⁶. (EYZAGUIRRE e LARRAÑAGA, 1991, p.15)

Quadro 2.1 - Reformas Chilenas e Principais Implicações

	Situação 1972-73 (Governo Allende)	Pós-1973 (Governo Pinochet)	Principais Implicações
Privatização	O Estado controla mais de 500 empresas e bancos	Em 1980, apenas 24 empresas e um banco pertencem ao setor público	Redução do déficit público
Preços	Controle generalizado de preços	Preços livres (excluindo salários e tipo de câmbio)	Pressões inflacionárias
Regime Comercial	Regime de câmbios múltiplos. Existência de proibições e cotas. Tarifas elevadas (média de 94% e 220% de máxima). Depósitos prévios para importação (10.000%)	Tipo de câmbio único. Tarifa única de 10% (exceto automóveis). Não existem outras barreiras comerciais.	Maior integração com os mercados internacionais
Regime Fiscal	Imposto do tipo cascata. Elevado emprego e déficits públicos	Imposto sobre valor agregado (20%). Redução do emprego público.	Fortalecimento da base de arrecadação e redução do déficit
Sistema Previdenciário	Plano previdenciário sem fundo definido, operado pelo governo.	Regime de contribuição privado definido, administrado por agentes privados, mas regulado e supervisionado pelo governo	Elevação da poupança nacional e capacidade de absorção dos títulos emitidos pelo Banco Central
Mercado de Capitais Doméstico	Controle da taxa de juros. Estatização dos bancos. Controle do crédito. Taxa de juros reais negativas	Taxa de juros livre (taxas reais acima dos 20%). Reprivatização dos bancos. Liberalização do mercado de capitais	Expansão das operações de crédito.
Conta de Capital	Controle total no movimento de capitais.	Liberalização do movimento de capitais.	O setor privado passa a ser o principal devedor externo

Fonte: MELLER, 1990, p.7

Por outro lado, a postura pró-mercado assumida pelo estado implicou a eliminação das barreiras legais à entrada para novos bancos a partir de 1975, o relaxamento dos requerimentos de liquidez para boa parte dos depósitos entre 1974 e 1980, estimulando o crescimento desordenado do sistema e das atividades de intermediação. O governo deixou para o mercado a determinação das taxas de juros, o que levou a um salto, de 11,9 % em 1980 para 38,6% em 1981, justificado, sobretudo, pelos altos custos reprimidos das atividades bancárias⁷. Tornava-se evidente o conflito entre liberalizar e regular, com clara predominância do primeiro. (REINSTEIN e ROSENDE, 2001, p.348)

Assim, a reforma financeira considerou o expediente da liberalização do sistema e a privatização dos bancos estatais, com a venda de ativos bancários mediante operações altamente alavancadas. Como estas operações geralmente envolveram grupos econômicos endividados, observou-se uma fragilidade estrutural no processo. A associação dos grupos econômicos com bancos resultou em entidades capazes de burlar, de maneira generalizada, as normas referentes aos empréstimos com partes relacionadas. (GÜNTHER e JIMÉNEZ, 1999, p 18; GALLEGO e LOAYZA, 2000, p.6)

Ao final de 1983, os empréstimos irrecuperáveis e os de risco de inadimplência já eram equivalentes à cerca de 3,5 vezes o capital próprio dos bancos comerciais, demonstrando o estado

⁶ A deterioração progressiva da qualidade dos ativos dos bancos passou despercebida pelo mercado e pelos organismos oficiais dada a não obrigatoriedade de publicação de balanços.

⁷ Uma descrição detalhada das possíveis explicações do alto nível das taxas de juros pode ser encontrada em REINSTEIN e ROSENDE, p. 335-338.

avanzado de deterioração do sistema financeiro. As primeiras medidas de contenção já haviam sido tomadas, expressas pela intervenção em 8 instituições financeiras já em 1981. (MELLER, 1990, p.6)

3. RESPOSTA DO ESTADO À CRISE

A postura até então adotada pelo governo perante a crise que tomava vulto estava longe da adoção de medidas intervencionistas, por julgar que os choques externos e a exposição a risco por parte dos grupos econômicos associados a bancos, em um ambiente anterior de euforia, foram suas causas principais, e a crise seria automaticamente corrigida pelo próprio mercado. (BARANDIARÁN e HERNÁNDEZ, 1999, p.18) Contudo, diante da crescente gravidade do desarranjo econômico, cujos efeitos recessivos se fizeram pesar na produção e renda, o governo se viu forçado a tomar medidas, também em resposta a pressões de setores sociais cada vez mais uníssonas, ao menos no sentido de aliviar as perdas de renda, em um ambiente recessivo.

Em 14 de junho de 1982 o governo abandonou o câmbio fixo, adotado em junho de 1979 e responsável pela expansão no consumo, dadas as condições externas favoráveis daquele momento. Com esta ação, o governo esperava obter uma redução nos salários nominais e, com isso, estimular o consumo por vias de uma mudança nos preços relativos.

A desvalorização aumentou enormemente o montante da dívida externa dos agentes econômicos privados, agravando o conflito entre os credores externos e os devedores domésticos, além de trazer um forte viés inflacionário, em virtude do repasse a preços domésticos. Em resposta, as taxas de juros cobradas pelo sistema financeiro cresceram sobremaneira, atingindo patamares superiores a 36% (BRAUN et al., 2000, p.88), o que tornava ainda mais difícil o pagamento de dívidas pelos devedores.

Com isso, os bancos se viam incapazes de reestruturar a dívida da maioria de seus credores, mesmo com uma relativa concentração de crédito em alguns conglomerados econômicos. Em face desta sucessão de fatos, o governo se apercebeu da necessidade de uma intervenção mais generalizada na economia e iniciou, conforme Quadro 3.1, uma série de programas, no intuito de enfrentar o efeito cascata gerado pela crise no sistema financeiro. Vale destacar não só a rapidez e a simultaneidade na forma como o governo implantou tais programas, em parte explicado por seu caráter autoritário, com a supressão dos trâmites democráticos, mas também a expressiva mobilização de recursos, na tentativa de equacionar a catástrofe financeira.

Barandiarán e Hernandez (1999, p.20) enumeram as principais medidas tomadas pelo estado a partir de 1981 para a contenção dos efeitos da crise e a reestruturação do sistema financeiro chileno, enfocando não só as instituições financeiras, mas também seus credores. Tratava-se de abordagem mais ampla da recuperação e que favorecia os devedores em moeda estrangeira. (MELLER, 1990, p.40)

As ações do governo tiveram como *leit motiv* a reestruturação do sistema financeiro e se desdobraram em vários Programas. O Programa de Intervenção em Bancos e Empresas Financeiras Problemáticas separou as instituições que seriam liquidadas e aquelas que seriam recuperadas para posterior privatização, objetivando desobstruir o funcionamento do sistema.

O Programa de Venda de Ativos Não-Performáticos Para o Banco Central foi concebido para retirar das contas patrimoniais das instituições os ativos de pior qualidade, de acordo com sua base de capital, mas cujo sucesso esteve vinculado à implantação de um programa objetivando injetar recursos nas instituições mais debilitadas (Programa de Recapitalização dos Bancos).

O elenco de ações do governo também atuou de maneira indireta no sistema financeiro, principalmente no sentido de recuperar a capacidade de pagamento dos agentes não-financeiros, que se deteriorou sobremaneira com a desvalorização do câmbio (Programa de Taxas de Câmbio Preferenciais Para Repagamento de Dívidas). Outra frente de suporte indireto ao sistema financeiro foi o Programa de Reestruturação de Dívida, alongando o perfil de endividamento dos agentes econômicos de variados portes perante o sistema financeiro, estimulando também a normalização da produção e da lucratividade da economia.

Quadro 3.1 - Cronologia das Ações do Governo Pinochet

	Desvalorização	Intervenção em instituições financeiras	Programa de Taxa de Câmbio Preferencial	Programa de Reestruturação de Dívida	Programa de Venda de Ativos Não-Performáticos	Programa de Recapitalização dos Bancos
1981 4T		8				
1982 1T						
2T		3				
3T				1º Ação		
4T				2º Ação		
1983 1T		8				
2T				3º Ação		
3T						
4T						
1984 1T						
2T				4º Ação		
3T						
4T						
1985			(final de junho)			
1986		2		5º Ação		

(*) temporariamente abandonado por duas semanas em novembro

Fonte: BARANDIARÁN e HERNANDEZ, 1999, p.4

3.1- Programa de Intervenção em Bancos e Empresas Financeiras Problemáticas

Entre 1981 e 1986, 21 instituições financeiras sofreram intervenção governamental tanto na forma de liquidação, reabilitação ou privatização, inicialmente em resposta a uma fragilidade institucional do sistema financeiro. As primeiras intervenções, que já haviam ocorrido no segundo semestre de 1981, foram justificadas mais por problemas intrínsecos nas carteiras das instituições,

como empréstimos excessivos a partes relacionadas, baixo provisionamento e grandes descasamentos de prazo, do que aqueles decorrentes da deterioração macroeconômica que se acentuava. Com isso, reforça-se a hipótese de que as instituições possuíam problemas prévios na condução de suas atividades, o que levou ao referido processo de deterioração na economia. A decisão sobre o tipo de intervenção foi baseada em um critério quantitativo: todas as instituições cujas perdas excedessem três vezes o patrimônio seriam liquidadas e o restante capitalizado ou privatizado, dependendo de seu porte e relevância para o sistema. Os dois maiores bancos, a saber, o Banco Santiago e o Banco de Chile, estavam expostos a maior endividamento externo, sendo mais vulneráveis a um episódio de desvalorização, o que de fato ocorreu. Vale destacar que o Banco de Chile possuía empréstimos com partes relacionadas superiores a 40% de seus ativos. (BARANDIARÁN e HERNANDEZ, 1999, p.47)

Em meados de março de 1986, as perdas acumuladas dos bancos foram estimadas em 22% de seus ativos no caso do Banco de Chile, e 33% no Banco Santiago, o que os colocava em uma situação patrimonial bastante delicada. Em face ao porte das instituições, o Banco Central decidiu recapitalizar as duas instituições em 1985, o que levou a uma injeção conjunta de recursos da ordem de US\$ 383 milhões. Os administradores públicos entenderam que o custo de liquidar os maiores bancos do país colocaria em risco a confiança dos depositantes, levando a um provável desmantelamento estrutural do sistema. Baseado nesta premissa, os Bancos Santiago e de Chile foram reabilitados e posteriormente privatizados, seguindo a orientação pró-mercado do governo.

Em perspectiva, o processo de privatização das duas instituições foi conduzido segundo o que foi denominado de Capitalismo Popular, com a venda de novas ações, principalmente preferenciais, para pequenos investidores. A diferença entre a propriedade e o direito a dividendos foi utilizada para cobrir a dívida subordinada em favor do governo. (SANHUEZA, 2001, p. 30) Com esta medida, evidenciou-se uma clara tentativa por parte do governo de pulverizar o controle das instituições, visto que um dos motivos da crise estava na concentração do controle das instituições nas mãos de poucos grupos econômicos.

3.2- Programa de Venda de Ativos Não-Performáticos Para o Banco Central

As fragilidades regulatórias do sistema financeiro se tornaram evidentes para o governo e medidas de correção ao nível do marco institucional se fizeram prementes. Ao início de 1982, os bancos foram autorizados a classificar os empréstimos que estivessem em atraso por 90 dias, sendo que, anteriormente, o prazo de classificação se limitava a 30 dias, de maneira que as instituições estavam subestimando a inadimplência efetiva dos créditos. Em simultâneo, as instituições obtiveram um prazo adicional para constituir provisões para cobrir as perdas em crédito, além de um período

especial de 5 anos para reconhecer a perdas da venda de ativos tomados de devedores inadimplentes. Porém, tais medidas não foram suficientes e, em julho de 1982, o governo instruiu o Banco Central a comprar os empréstimos não performáticos das instituições financeiras.

O Programa funcionava, esquematicamente, da seguinte maneira: o Banco Central compraria os empréstimos a valor de face e pagaria aos bancos com uma nota promissória com vencimento em dez anos, sem a incidência de juros. Os bancos, por sua vez, venderiam os empréstimos até o limite de 1,5 vez seu capital, não obstante condicionados a recomprar os empréstimos problemáticos, em simultâneo com o pagamento da nota promissória pelo Banco Central. Além disso, estavam proibidos de redistribuir os lucros (dividendos) até que toda operação de recompra de fato ocorresse. A vantagem operacional para os bancos era de que não precisariam constituir provisões e poderiam ainda liberar aquelas provisões anteriormente constituídas, garantindo maior liquidez a sua situação patrimonial. Para o estado, tal programa não envolvia a transferência direta de recursos, o que reduziria o impacto fiscal da operação. Porém, os créditos vendidos subestimavam o atual montante existente, uma vez que havia incertezas quanto à real capacidade de recomprar os créditos, de acordo com o cronograma estabelecido pelas autoridades. (BARANDIARÁN e HERNANDEZ, 1999, p.48)

O governo tentou reverter essas expectativas pessimistas oferecendo (i) mais prazo para a venda dos créditos problemáticos, (ii) aumento da proporção dos créditos que os bancos poderiam vender ao banco central, de 1,5 vez seu patrimônio para 2,5 vezes e, mais tarde, para 3,5 vezes o referido patrimônio; (iii) transferência de responsabilidade de recompra dos créditos do Banco Central dos bancos para seus acionistas originais, de modo que os novos investidores pudessem capitalizar seus bancos, sem serem obrigados a comprar os créditos em atraso e (iv) pagamento de créditos em atraso (limitados a 60%) realizado pelo Banco Central com uma nota promissória de quatro anos, incidindo juros de 7% ao ano⁸. (BARANDIARÁN e HERNANDEZ, 1999, p.48)

Com o incentivo de vender todos os empréstimos problemáticos ao Banco Central e se beneficiar de não terem que constituir provisões sobre tais empréstimos, além de receber dois pontos percentuais em relação às notas promissórias do Banco Central e juros pagos na obrigação de recomprar os créditos problemáticos, os bancos apresentaram significativas melhoras em sua rentabilidade, em crédito à atuação do governo.

⁸ Sobre este percentual, os bancos poderiam abater dois pontos ao ano (para 5%), na ocasião de recompra compulsória destes créditos, constituindo-se assim uma operação de swap em favor das instituições privadas. (SANHUEZA, 2001, p.30)

3.3- Programa de Recapitalização dos Bancos

Os custos assumidos pelo Banco Central do Chile na ocasião da compra das dívidas externas dos bancos após a liquidação destes representaram 6,1% do PIB, remetidos para credores no exterior. A reabilitação e privatização dos bancos sob intervenção consumiram outros 2,4% do PIB. (BARANDIARÁN e HERNANDEZ, 1999, p.49) Com exceção dos dois bancos sob intervenção (Banco Santiago e Banco de Chile) o expediente de recapitalização dos bancos não foi aventado, pelo menos no prelúdio da crise. Tal expediente se fez necessário à medida que a baixa base de capital dos bancos impedia a venda de ativos não performáticos, conforme o Programa de Venda de Ativos Não-Performáticos Para o Banco Central. O processo de recapitalização dos bancos foi facilitado com a reforma tributária de 1984, cujo principal objetivo foi tributar o consumo, isentando os lucros retidos das empresas e bonificando com um crédito tributário de 10% dos lucros e dividendos recebidos para as pessoas físicas que declarassem os lucros extraídos das empresas. (CARVALHO, 1997, p.8) Assim, além de aumentar a base de arrecadação, a reforma tributária ainda contribuiu para a resolução da crise, incentivando o abatimento do elevado endividamento das empresas por meio da retenção de lucros.

3.4- Programa de Taxas de Câmbio Preferenciais Para Repagamento de Dívidas

O principal objetivo deste programa foi reestruturar as dívidas denominadas em dólares americanos que aumentaram em decorrência da desvalorização do peso induzida pelo governo em junho de 1982. O plano oficial era fornecer um amplo subsídio aos devedores em moeda estrangeira, cobrindo cerca de 35% do serviço da dívida dos agentes não-financeiros, contraída direta ou indiretamente junto aos bancos, e que estavam registradas no Banco Central. (BARANDIARÁN e HERNANDEZ, 1999, p.49) O governo optou por transferir os subsídios em dinheiro através do Banco Central e, posteriormente, os subsídios para os grandes devedores foram realizados mediante emissão de títulos do Bacen que poderiam ser negociados no mercado secundário. Com isso, foi possível minimizar o impacto monetário inicial da intervenção e, por conseguinte, o tamanho do subsídio, o qual tenderia a diminuir de acordo com o volume de operações no mercado secundário.

3.5- Programa de Reestruturação de Dívida

O propósito do Programa de Reestruturação de Dívida foi alongar o perfil de endividamento dos agentes econômicos, grande parte concentrada no curto prazo, em especial aquele mantido no âmago do sistema financeiro. Dado o montante do endividamento privado a ser renegociado, o governo foi obrigado a atuar cinco vezes, beneficiando não apenas os bancos, mas também entidades não-financeiras. A primeira atuação foi anunciada em agosto de 1982, com a intenção de prover linhas de

empréstimos de até 30% do total da dívida dos devedores perante os bancos. Implicou um grande subsídio do governo aos devedores, dado que o custo do capital naquele momento estava muito alto. Na segunda ação, implementada em outubro de 1982, o Banco Central emitiu moeda para comprar títulos de longo prazo dos bancos e estes, por sua vez, utilizaram os recursos para reestruturar suas dívidas. A principal diferença entre a primeira e a segunda ação é que esta última foi direcionada apenas para as dívidas denominadas em pesos. Todavia, estas duas ações não se mostraram suficientes para aliviar as pressões sobre o governo. Em abril de 1983, o governo atuou novamente, desta vez com vistas a aliviar as empresas pequenas, cuja reestruturação esteve limitada a 30% da dívida total perante aos bancos, até um teto de US\$ 104 mil. Em junho de 1984, uma nova intervenção ocorreu, em favor das médias empresas, com a renegociação de até US\$ 1,206 milhão por entidade. O governo esteve preocupado com os impactos inflacionários, principalmente em suas duas últimas intervenções, evidenciado pelo fato de que estas não implicarem expansão na base monetária. Desta maneira, os fundos providos pelo Banco Central aos bancos tiveram que ser investidos em títulos do Banco Central, conforme acordado com o Fundo Monetário Internacional, não obstante se traduzindo em déficit quase-fiscal da autarquia⁹. Em março de 1986, o governo atuou pela última vez, em continuidade aos programas de alívio de financiamento habitacional adotados a partir de 1983, cujo teto foi estipulado em US\$ 127 mil. A principal diferença com relação aos programas anteriores de reestruturação de financiamentos habitacionais¹⁰, foi que os devedores puderam escolher o tipo de indexador sobre o empréstimo do Banco Central, de modo a refletir suas reais possibilidades de pagamento, à custa do Banco Central.

A estimação do custo total da intervenção estatal¹¹ entre o período de 1982-89 leva em conta tanto os programas de apoio direto quanto as perdas originadas da assunção das dívidas externas privadas. Segundo as estimativas de Barandiarán e Hernandez (1999, p.54) o custo acumulado da intervenção estatal representou 42,6% do PIB, somados os gastos de cada ano e divididos pelo PIB do ano em questão. Esse montante foi absorvido, em sua maioria, pelo Banco Central Chileno na forma de emissão de dívida pública, afetando sobremaneira seus graus de liberdade para o manejo da política econômica. (MELLER, 1990, p.42) Vale lembrar que grande parte dos títulos foi adquirida pelos fundos de pensão, de maneira que não se verificaram maiores rejeições aos títulos públicos, o que teria tornado o manejo da crise ainda mais problemático. Uma outra estimativa do custo quase-fiscal das

⁹ Os déficits quase-fiscais do BC podem ser observados em seu patrimônio, que mais tarde se encontraria invertido.

¹⁰ O primeiro programa de reestruturação dos financiamentos habitacionais ocorreu em junho de 1983, e o segundo em junho de 1984, limitado a um teto de US\$ 127 mil. Dois outros programas de menores dimensões foram implementados. Para mais detalhes consultar Barandiarán e Hernández, 1999, p.27.

¹¹ Que não pode ser confundido com perdas econômicas, expressas pela diferença entre o crescimento potencial do PIB na ausência de uma crise e o PIB registrado. A estimação deste último foge ao escopo deste trabalho, por envolver dificuldades metodológicas na estimação do PIB potencial. Para uma estimativa da perda econômica pode ser encontrada em Ffrench-Davis, Ricardo. "Entre El Neoliberalismo y el Crecimiento con Equidad". 2002, p.34.

operações do governo, calculada por Eyzaguirre e Larrañaga (1991, p.20), é feita a partir da adoção de dois procedimentos, o primeiro baseado no valor presente das perdas incorridas pelo Banco Central e a segunda considerando a estimação do déficit de caixa da instituição, ambas levando a um custo aproximado total de US\$ 9 bilhões. A estimativa de Sanhueza (2001, p.30) se concentra basicamente nos Programas de Venda de ativos não Performáticos e Intervenção em Bancos Problemáticos, com custos totais equivalentes a 17,3% do PIB. Apesar dos diferentes métodos de estimação das perdas, o resultado final evidencia a mesma dimensão de gastos imposta à sociedade, e que implicou uma redistribuição de renda, principalmente entre os residentes, com exceção das perdas com moeda estrangeira, as quais montaram a 6,1% do PIB ou US\$ 1,2 bilhão, na estimativa de Barandiarán e Hernandez (1999, p.54).

Tabela 3.1 - Custo Estimado dos Programas, Por Autor e Programa

Programa/Ação	Barandiarán e Hernandez (1999)	Sanhueza (2001)	Eyzaguirre e Larrañaga (1991)
	% do PIB	% do PIB	US\$ Bi
Câmbio Preferencial	14,70%	n/d	3,3
Reestruturacao das Dividas	2,70%	n/d	0,4
Venda Ativos Não Performáticos ao BC	5,70%	6,70%	0,6
Recapitalização	2,40%	n/d	n/d
Intervenção em bancos problemáticos	11%	10,60%	1,9
Outros (Seguro de câmbio)	n/d	n/d	1,6
Perdas em moeda estrangeira	6,10%	n/d	1,2
Total	42,60%	17,30%	9,1

Memo PIB (US\$ Bi): 1982- 230,6; 1983-144,8; 1984-122,7; 1985-76,6; 1986-67,4; 1987-63,2; 1988-60,7; 1989-61,6.

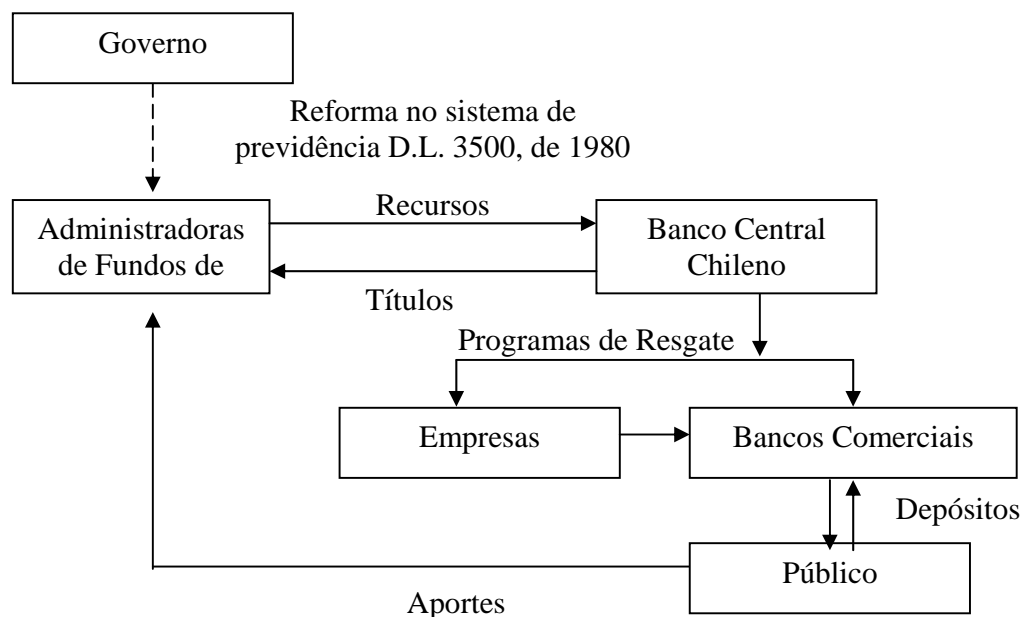
(BRAUN et al., 2000)

4. O PAPEL DO BANCO CENTRAL NO EQUACIONAMENTO DA CRISE

A solução adotada pelo governo foi no sentido de amortizar as perdas de absorção doméstica associadas à sobrevalorização dos ativos que vinha ocorrendo até meados de 1981, ao introduzir uma “falsa riqueza”, constituída pelos títulos emitidos pelo Banco Central. Sua atuação proporcionou um fluxo contínuo de liquidez que evitou o colapso do sistema financeiro e produtivo. (MELLER, 1990, p.39)

O Banco Central Chileno desempenhou não só a função de “emprestador de última instância”, como também de socorro a devedores de grande porte, com destaque para aqueles com exigibilidades em moeda estrangeira. Do ponto de vista técnico, os subsídios proporcionados pelo BC Chileno foram equivalentes àqueles oferecidos pelo governo mediante gasto fiscal. No entanto, os subsídios providos pelo Banco Central não foram computados como despesas do setor público, uma vez que tais recursos foram convertidos em títulos de dívida pública absorvidos, de maneira compulsória e diferida ao longo do tempo, pelos fundos de pensão recém privatizados (AFP's).

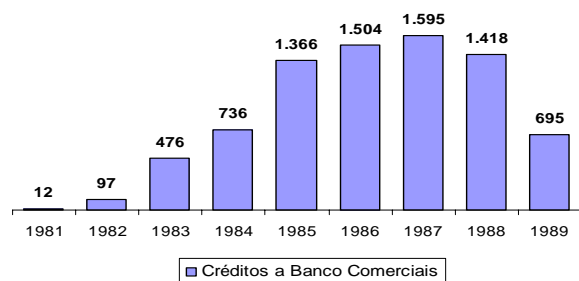
Figura 4.1 - Fluxo Resumido do Resgate a Empresas e Bancos Comerciais



A dinâmica de absorção de títulos pelos fundos de pensão privados merece especial atenção. A capacidade de colocação dos papéis do BC Chileno no mercado advinha do fato da instituição dispor de um considerável grau de controle do sistema financeiro, com resultado dos Programas por ele conduzido. Ademais, havia incentivo adicional para que os administradores considerassem os papéis do BC Chileno dada sua maior atratividade relativa, tanto em taxa quanto em risco. Adicione-se a isso ainda a virtual inexistência de alternativas de investimentos de longo prazo que fossem compatíveis com as metas atuariais destes fundos de pensão. Assim, o fator negativo que permeava a obrigatoriedade de absorver os títulos públicos era contrabalançado pela compatibilidade atuarial destes títulos, aliada à atratividade intrínseca dos papéis. Apesar da situação de descrédito do setor público perante os agentes privados, houve a absorção de grande parte dos títulos pelos fundos de pensão, evitando assim que o manejo da crise se tornasse ainda mais problemático.

Conforme vem sendo discutido, o BC Chileno foi o agente operador dos Programas de resgate do governo. Sua atuação como “emprestador de última instância” é observada no montante de crédito destinado aos bancos comerciais. Em 1981, esses créditos montavam a ChP 11,7 milhões, atingindo ChP 1,59 bilhão em 1987, equivalente a US\$ 6,8 milhões.

Gráfico 4.1 - Balanço do Banco Central Chileno:
Conta Ativo-Créditos a Banco Comerciais (ChP Mil)

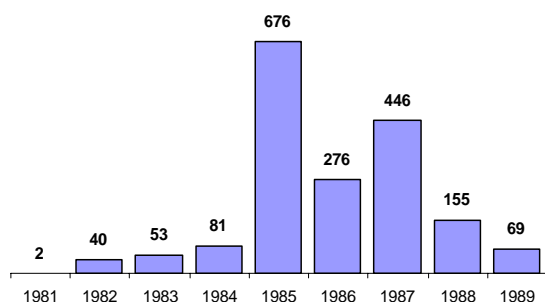


Fonte: Balanços anuais do Banco Central do Chile

O suporte do BC Chileno aos bancos comerciais não se limitou ao crédito às instituições financeiras. Neste mesmo intervalo, o BC Chileno passou a adquirir a carteira vencida há mais de 90 dias das instituições, com compromisso de recompra por parte das instituições, com vistas a normalizar o fluxo de recursos para o sistema financeiro. Ao final de 1983, os recursos alocados neste expediente somavam ChP 117,7 milhões, permanecendo neste patamar nos períodos subsequentes. (Banco Central do Chile, vários anos)

O resgate de empresas endividadadas em moeda estrangeira implicou a absorção da desvalorização cambial por parte do BC Chileno que foram classificadas como “perdas com câmbio”. Se em 1981 as perdas foram inexpressivas, montando a ChP 2,1 milhões, no ano seguinte atingiram ChP 39,9 milhões, passando a elevados ChP 675 milhões ao final de 1985, época em que já estavam vigorando todos os Programas de resgate (vide quadro 3.1).

Gráfico 4.2 - Balanço do Banco Central Chileno:
Conta Resultado Operacional, Despesas Operacionais. Perdas com Câmbio (ChP Mil)



Fonte: Balanços anuais do Banco Central do Chile

Ao contrário dos empréstimos e aquisição de carteira que se constituíram como ativos do BC Chileno, essas perdas cambiais foram contabilizadas como despesas operacionais da autarquia e contribuíram para a formação de um déficit em caixa do Banco Central Chileno. O déficit em caixa foi coberto por transferências fiscais do governo. Mais especificamente, coube ao Tesouro direcionar recursos fiscais para recapitalizar o Banco Central na forma de *Bonos de Tesorería*, os quais foram sendo amortizados ao longo do tempo, sendo convertidos em reservas da autarquia. Curioso observar que grande parte dos bonos foi convertida em Dólares norte-americanos; com a recuperação da economia e a apreciação do Peso frente ao dólar, o Banco Central incorria em correção dos ativos que gerava impactos negativos em seu patrimônio. Assim, não obstante contando com autonomia com relação ao poder executivo¹², o BC Chileno perdeu autonomia efetiva para conduzir o manejo da política econômica ao depender das ações do governo para financiar seu déficit de caixa.

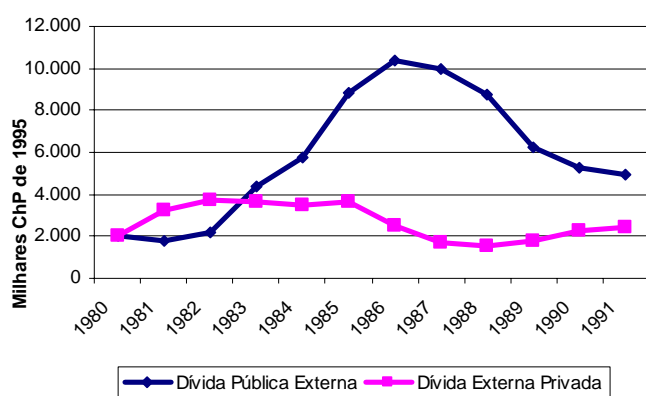
A formação de déficit quase-fiscal pela atuação do Banco Central gerou temores quanto a possíveis impactos no crescimento da economia. A situação era a seguinte: A introdução de títulos do Banco Central, como maneira de compensar os agentes pelas perdas advindas da sobrevalorização dos ativos, poderia ter seu efeito benéfico parcialmente compensado por uma nova onda de valorização de ativos. Se a sociedade não percebesse esta dívida em forma de títulos como equivalente a tributos no futuro (se não se cumprisse a Equivalência Ricardiana), a sociedade seguiria sobrevalorizando sua riqueza, mesmo que em menor quantia, no montante em que a dívida privada se fizesse perceber como riqueza líquida. Desta maneira, a poupança privada poderia ser inferior a que se registraria sem dívida pública ou, o que seria igual, a despoupança do governo no conceito quase-fiscal não seria totalmente compensado com maior poupança privada. A possível implicação desta dinâmica, é que a poupança e o crescimento, mantido tudo o mais constante, seriam maculados pelo déficit quase fiscal. (EYZAGUIRRE e LARRAÑAGA, 1991)

Os dados de crescimento do produto e formação de poupança mostram forte recuperação a partir de 1984. O produto cresceu a uma taxa média superior a 6% entre 1984 e 1994 e a poupança nacional passou de cerca de 5% do PIB a preços correntes em 1983, para patamares acima de 20% a partir de 1987. A taxa de poupança do setor público transitou, no mesmo intervalo, de cerca de 5% do PIB a preços correntes para patamares acima de 25%. (BRAUN et al., 2000, p.23 e BENNET et al., 2000, p.132)

¹² O BC Chile torna-se independente do governo em 28 de junho de 1975, mediante a 4ª lei orgânica do Banco Central, Decreto Lei Nº1.078: “*El Banco Central pasa a ser una institución autónoma de derecho público, que sólo puede realizar las operaciones para las cuales está expresamente facultado, pero que no integra la administración del Estado, rigiéndose tanto el Banco como su personal, en lo no previsto en su ley orgánica, por las normas del sector privado*” (Banco Central do Chile. Disponível em <http://www.bcentral.cl/esp/fuyorg/funciones/02.htm>, acesso em: 10/12/2005)

Os Programas de intervenção do governo ainda implicaram a transferência da dívida externa do setor privado para o setor público, conforme gráfico 2.2. A partir de 1980, a dívida externa correspondente ao setor privado superou a do setor público, a qual vinha seguindo trajetória relativamente estável. Com os Programas, observou-se crescente aumento da dívida externa do setor público, atingindo patamares acima dos ChP 10 bilhões em moeda de 1995, bem superiores a do setor privado, justamente em sua substituição.

Gráfico 4.3 - Evolução da Dívida Externa Privada e Pública: Chile, 1980-1991



Fonte: Braun e Braun, 2000, p. 187.

Dado o crescente endividamento externo, o governo chileno elaborou em 1985 um programa para converter sua elevada dívida externa em ativos domésticos. O programa era composto por dois elementos principais, o primeiro deles um dispositivo de swap de dívida-patrimônio, operado sob o Capítulo XIX do Compêndio de Regras para Troca Internacional e o segundo a dívida de médio e longo prazo de propriedade dos residentes chilenos a bancos estrangeiros.

5. INDAGAÇÕES SOBRE A NATUREZA DA AÇÃO DO ESTADO

Ao avaliar o maciço programa de intervenção do estado na economia, surge uma contradição: como um estado de orientação neoliberal intervém na economia que atravessa uma crise para impor soluções pró-mercado? Há duas linhas de reflexão a considerar: (i) as relações entre o regime ditatorial e a política econômica de natureza liberal nos anos anteriores à crise; e (ii) a própria natureza da intervenção estatal a partir da eclosão da crise.

A política econômica da ditadura de Pinochet foi conduzida, de 1976 a 1982, por uma equipe de economistas com formação ortodoxa na Universidade de Chicago, nos EUA, liderados por Sérgio de

Castro¹³. Em uma abordagem inicial, nota-se um disparate na adoção de um modelo econômico de corte neoliberal, baseado na descentralização e atomização das decisões econômicas, por parte de um regime autoritário e centralizador, tal qual o de Pinochet, sobretudo considerando-se que a visão de Chicago que incorpora paradigmas ideológicos de liberdade e não coerção social. Entretanto, tal disparate perde intensidade ao se acrescentar o argumento de defesa dos interesses nacionais, tal como descrito por Meller. Segundo este autor, os militares e os economistas de Chicago se consideravam os protetores do Chile, compartilhando do mesmo projeto de salvar o país da ameaça comunista, possuindo a fórmula necessária para maximizar o bem-estar da sociedade chilena. Com isso, se sentiam credenciados a transformar o Chile em um país altamente desenvolvido, sob a égide capitalista. Adiciona-se ao argumento o fato de que as políticas adotadas pelos economistas de Chicago contribuíram para enfraquecer poderosos grupos de interesse, especialmente aqueles que passaram a depender de subsídio e proteção contra a competição internacional, desde o governo de Allende. Isso se deu, principalmente, mediante introdução de elenco de políticas pró-mercado e laborais. (BIGLAISER, 2002, p.69)

Meller ainda observa que tanto os militares quanto os economistas de Chicago se consideravam tecnocratas, sendo a política econômica conduzida pelo uso de regras claras, homogêneas, sem favorecer explicitamente nenhuma classe em particular¹⁴. A tradição de Chicago ainda carrega um paradigma de conhecimento, uma concepção do economista como um reformista radical ou um padrão de atitudes polares, as quais devem ser consideradas como a vanguarda da penetração econômica no pensamento político, compatível com a natureza apolítica do regime. Assim, por não acreditarem na importância dos políticos no governo, os militares tomaram uma série de medidas autoritárias tais como o fechamento do Congresso, a suspensão da Constituição¹⁵, a proibição de partidos políticos, exílio mandatório ou prisão para líderes da oposição. Com essas medidas, os tecnocratas puderam conduzir e implementar as diversas reformas no país sem maiores impedimentos. (MELLER, 1996, p.19; VALDÉS, 1995, p.63)

Um terceiro ponto enfatizando a dependência do regime militar ao modelo econômico implantado é apontado por Biglaiser (2002). O início do governo de Pinochet enfrentava dificuldades

¹³ A equipe era originalmente composta por um grupo de trinta chilenos que haviam estudado economia na Universidade de Chicago entre 1955 e 1963, sendo Castro um dos primeiros a usufruir o programa de intercâmbio entre a Pontifícia Universidade Católica de Chile (PUC Chile) e a Universidade de Chicago. O programa foi iniciado em 1956, com o desígnio de inserir o Chile nas idéias mais conservadoras relacionadas à economia do mercado livre que estavam sendo propostas pelos EUA para combater o socialismo. Ao final de 1976, essa equipe assumiu postos-chave no governo de Pinochet, controlando a maioria dos ministérios do regime. (VALDÉS, 1995, p.49)

¹⁴ Ao conduzir os programas de resgate após o ano de 1981, o governo mostrou claro favorecimento aos agentes econômicos endividados em Dólares, em detrimento dos pequenos empresários. Este ponto não é discutido, neste contexto, por Meller (1996).

¹⁵ A Constituição de 1925 foi substituída pela promulgada em 8 de agosto de 1980.

na obtenção de financiamento externo necessário para sanar a deterioração da balança comercial, por sua vez resultante da queda do preço do cobre associado ao aumento do preço do petróleo. Porém, pesavam contra o regime denúncias referentes a abuso nos direitos humanos - sobretudo aqueles cometidos contra grupos de esquerda - desfavorecendo a entrada de recursos externos. Assim, a contratação de economistas liberais teve como justificativa adicional o trânsito que estes possuíam perante organismos internacionais. Desta maneira, a sua participação no governo poderia aumentar sensivelmente a credibilidade do regime, contribuindo efetivamente para atrair capital forâneo, o que de fato ocorreu¹⁶.

Outra linha de análise para esclarecer esta contradição pode ser conduzida ao se discutir a natureza da intervenção estatal. O governo considerou as alternativas que apresentassem as menores transferências de recursos para enfrentar o choque externo e a excessiva exposição a risco por parte dos grupos econômicos, no ambiente de euforia que o antecedeu. A desvalorização do câmbio reduziu o clima de euforia na economia, mas aumentou o montante do endividamento dos agentes, com impactos deletérios sobre o sistema financeiro. Para contingenciar estes impactos no sistema financeiro, o estado procurou redimensionar a qualidade dos ativos das instituições financeiras, alterando alguns procedimentos contábeis, conforme discutido na seção 3.

A primeira abordagem corretiva dos desequilíbrios que se avolumavam ocorreu na forma de desvalorização do peso. Reinstein e Rosende (2001, p.359) enfatizam que a combinação de um câmbio nominal fixo de ChP 39/US\$, vigente até 14 de junho de 1982, e a recomposição integral dos salários conforme a inflação passada, em um contexto de abundante liquidez internacional, implicou grande expansão do gasto interno, financiado, sobretudo, por recursos externos. Desta maneira, estava evidente uma fragilidade na estrutura econômica chilena frente a reveses internacionais.

Como os agentes estavam sobremaneira endividados em moeda estrangeira, o expediente de desvalorização se traduziu em uma elevação no patamar de endividamento. Com isso, muitos agentes não-financeiros se viram incapazes de quitar os empréstimos registrados no sistema financeiro. Essa incapacidade repercutiu negativamente no sistema financeiro, magnificado pelo débil arcabouço institucional. Diante de tal fato, a análise dos programas concebidos a partir de então sugere que o governo adotou como estratégia a recuperação do sistema financeiro, primeiro alterando alguns procedimentos contábeis, em seguida atuando no saneamento do sistema, tanto de maneira direta, como indireta. Sua atuação direta ocorreu mediante intervenção nas instituições financeiras problemáticas, com impactos tantos quase-fiscais, arcados, sobretudo, pelo Banco Central, quanto inflacionários,

¹⁶ A entrada de recursos externos passou de US\$ 372 milhões em 1974 para US\$ 13,8 bilhões em 1981 (BRAUN et al., 2000, p.178)

forçando uma redistribuição de renda. Reinstein e Rosende (2001, p.362) destacam que a liquidação de 11 instituições financeiras provocou a ampliação da base monetária ao redor de 170%, contribuindo para a manutenção da inflação no patamar de dois dígitos até o início da década de 1990.

A atuação indireta se deu mediante o Programa de Taxa de Cambio Preferencial, enfocando os devedores em moeda estrangeira, incapacitados de honrar suas dívidas no exterior. A justificativa para a aplicação deste Programa estava na possibilidade de repagamento das dívidas externas por parte dos devedores em dólares, minimizando o impacto da desvalorização no montante da dívida denominada em moeda estrangeira, em clara indicação de favorecimento a este grupo. Outra frente de atuação indireta no sistema financeiro ocorreu no Programa de Reestruturação de Dívida. Com este programa, o governo procurou beneficiar somente as companhias viáveis e produtivas (*empresas con chimenea*), objetivando auxiliá-las no processo de reestruturação das dívidas dos bancos. Porém, com base na bibliografia levantada, é de árdua comprovação a real capacidade do governo de distinguir as empresas viáveis e produtivas daquelas contrárias. Os subsídios oferecidos pelo Programa de Reestruturação de Dívida favoreceram os devedores dos bancos sob intervenção, ratificando a hipótese de que as instituições financeiras, nesta condição, tinham concedido empréstimos tanto a tomadores de maior risco, com para aqueles mais sensíveis a revezes macroeconômicos e a alterações nos preços relativos. A justificativa para sua adoção foi o risco de um alto custo associado a uma moratória generalizada da dívida doméstica, com impactos imprevisíveis sobre a economia interna.

Sobre o Programa de Venda de Ativos Não-Performáticos Para o Banco Central, vale destacar que não houve transferências explícitas de recursos, não obstante implicando um custo de oportunidade ao Banco Central em virtude das operações de swap (2%), conforme discutido na seção 3. Além disso, o Programa demandou a recapitalização dos bancos, para permitir que aqueles com um baixo patrimônio pudessem limpar suas carteiras às expensas do Banco Central. Neste sentido, o Programa de Recapitalização dos Bancos pode ser entendido com um expediente complementar ao Programa de Venda de Ativos Não-Performáticos, pois da maneira como este foi concebido, apenas algumas instituições puderam se beneficiar, a saber, as mais capitalizadas.

O sucesso do programa de Venda de Ativos Não-Performáticos estava exposto a um duplo risco. O primeiro deles, pelo lado das instituições, ocorria na medida em que estas não tinham incentivo para vender a carteira em atraso e que estivesse acruando juros. Como agravante desta situação, os agentes econômicos, mesmo aqueles solventes, atrasaram o cumprimento dos pagamentos, na expectativa de um resgate por parte do governo. Um outro risco surgia após a implantação do programa: a recompra da carteira poderia não ocorrer, por simples incapacidade dos bancos em fazê-la. Para atenuar este risco, o governo estipulou que os novos acionistas arcassem com as despesas da

compra, proibindo que as novas ações pagassem dividendos até a completa recompra das obrigações. Porém, esta medida trouxe um ambiente de indefinição de propriedade. Assim, o governo acreditava que boa parte dos créditos detidos pelas instituições era de fato incobrável, e que após sua atuação, as instituições seriam capazes de recomprar os créditos vendidos ao Banco Central, sinalizando êxito na intervenção.

Para Sanhueza (1999), o mecanismo de compra de carteira foi mais eficiente do que a liquidação das instituições. Os que venderam a carteira representavam 63% dos empréstimos no sistema, enquanto que as instituições liquidadas 20% deste valor. Enquanto a liquidação das instituições implicou perdas equivalentes a 10,6% do PIB, o programa de venda de carteira representou 6,7% do PIB.

Com base no exposto, pode-se concluir que a natureza da intervenção carrega dois precedentes importantes, a saber, as condições favoráveis prévias do setor público e o entendimento de que a resolução de uma crise de mercado, advinda de um estímulo a maior exposição a risco por parte dos agentes em um ambiente de maior integração internacional, passa, necessariamente, por uma atuação do governo, combinando tanto transferências de recursos quanto alterações no marco institucional.

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A crise chilena pode ser vista hoje como prelúdio do período de vigoroso crescimento econômico ou como etapa final de um período de políticas equivocadas. Entre 1985 e 1998, a taxa de crescimento da economia esteve entre uma das quatro maiores do mundo, sendo o crescimento da renda *per capita* o maior. (GALLEGO e LOAYZA, 2002)

Edwards (1985); Barandiarán e Hernández (1999); Eyzaguirre e Larrañaga (1991); Corbo (1985); Günther e Jiménez (1999), sugerem que o maciço programa de intervenção estatal foi o responsável pela recuperação subsequente da economia, na medida em que saneou o sistema financeiro, eliminou as instituições mais problemáticas e retirou da carteira dos bancos os empréstimos irrecuperáveis, apesar do risco moral embutido nas operações. Adicionalmente, a intervenção normalizou a capacidade de pagamento dos demais participantes da economia e trouxe, em seu processo, alterações no marco regulatório, obrigando os agentes a melhor dimensionar os riscos frente aos retornos nas operações. Além de antecipar o período de crescimento, a intervenção também provocou efeitos alocativos consideráveis. Para Meller (1990, p.42) dada sua natureza autoritária, o governo foi capaz de beneficiar os devedores em moedas estrangeiras, grupo mais forte economicamente, em detrimento dos menos abastados e excluídos, de maneira que a intervenção estatal resultou em uma redistribuição de riquezas em favor de determinadas classes socioeconômicas.

Na avaliação de Eyzaguirre e Larrañaga (1991, p.33), a solução intervencionista foi preferível à de mercado, sob pena de castigar a todos os credores, independentemente da qualidade de seus ativos. A gravidade da crise financeira pode ser evidenciada pelo fato que, ao final de 1984, os bancos apresentavam perdas esperadas em seus ativos sem provisionamento, correspondentes a 200% do capital e reservas, equivalentes a 18% do PIB (REINSTEIN e ROSENDE, 2001, p.363). Neste sentido, Villar, Backal e Treviño (1997, p.12), conduzem uma justificativa microeconômica da intervenção. Para estes, a razão da intervenção direta do governo na crise foi a incapacidade dos bancos de cumprir adequadamente a função de agentes dos depositantes, separando os bons pagadores daqueles com histórico ou maior propensão de inadimplemento, o que levaria a uma provável crise de confiança no sistema. Reforçam o argumento, sugerindo que as instituições perderam a faculdade de vigiar satisfatoriamente o cumprimento das obrigações de seus devedores.

A intervenção ocorreu, sobretudo, pela capacidade fiscal prévia do estado por vias do Banco Central Chileno, cujo sucesso na emissão de títulos esteve dependeu principalmente da capacidade de absorção por parte dos fundos de pensão. Essa capacidade, por sua vez, foi precedida pelo reconhecimento do déficit atuarial por parte do estado, ou seja, pela capacidade do setor público de arcar com os elevados custos fiscais da transição para o novo regime previdenciário. Dito de outra forma, esta liquidez do setor previdenciário privado era uma contraface da capacidade do setor público de absorver os custos do setor previdenciário estatal depois da perda das receitas geradas pelos novos contribuintes, agora todos ligados ao setor previdenciário privado.

Para Meller (1990, p.42) três lições fundamentais emergem da crise bancária de 1981-1984: (i) a implantação de um novo marco institucional de supervisão e regulação do sistema bancário e financeiro (ii) as relações de propriedade, maculadas no curso da crise, passaram a ser mais definidas e (iii) a política monetária passou a ser conduzida com graus de liberdades reduzidos, em virtude da delicada situação patrimonial do Banco Central.

A análise da crise chilena carece de estudos verticalizados enfocando seus fatores causais. Para Barandiarán e Hernandez (1999), a recessão de 1982-83 foi a responsável pela crise bancária. Para Claessens (1999) as crises financeiras podem ser ocasionadas por debilidades institucionais, que englobam presença (ou ausência) de garantias explícitas de depósitos, baixa legitimidade nos contratos, regulação e supervisão deficientes, e ligações viciadas entre bancos e empresas. Neste sentido, há evidências de que a deterioração na qualidade da carteira das instituições financeiras deflagrou um processo recessivo na economia, conforme exposto neste trabalho.

Permanece, por fim, a indagação substantiva sobre a natureza contraditória da política da ditadura de Pinochet naquele período, em que se combinava a orientação liberal da política econômica,

responsável pela abertura externa que precipitou a crise de 1981-82, com a natureza ditatorial do regime político e a manutenção da empresa estatal do cobre, a Codelco.

Pode-se enfatizar esta natureza híbrida da ditadura chilena, mas pode-se também questionar se as políticas neoliberais que alcançam êxito não estariam sempre condicionadas à presença de um estado intervencionista que as favoreça, por mais que esta combinação se mostre contraditória. Neste sentido, a política da ditadura chilena foi exemplar, ao assumir o papel intervencionista que criticava no discurso, por meio do "desequilíbrio fiscal" como instrumento essencial para viabilizar a defesa dos interesses privados.

REFERÊNCIAS

- Arriagada, G. *El Sistema Político Chileno (Una Exploración del Futuro)*. Colección Estudios Cieplan nº 15. Dez de 1984, p. 171-202.
- Barandiarán, E.; Hernández, L. *Origins And Resolution of a Banking Crisis: Chile 1982-86*. Banco Central de Chile. Documentos de Trabajo. nº 57. Dez de 1999.
- Bash, M. e Fuentes, R. *Determinantes de los Spreads Bancarios: El Caso de Chile*. Banco Mundial. Inter-American Development Bank Research Network. Working Paper-R, nº 329. 1998.
- Bergoeing, R.; Kehoe, P.; Kehoe, T.; Soto, R. *A Decade Lost and Found: Mexico and Chile in the 1980s*. Working Paper nº 8520. National Bureau of Economic Research. Out de 2001.
- Braun, J.; Braun, M.; Briones, I.; Díaz, J. *Economía Chilena 1810-1995. Estadísticas Históricas*. Documento de Trabajo nº 187, PUC de Chile. Jan de 2000.
- Caprio, G. *Banking on Crises. Expensive Lessons from Recent Financial Crises*. Policy Research Working Paper nº1979. Banco Mundial. Set de 1998.
- Carvalho, C. E. *Reformas tributárias recentes na Argentina, Chile e México: uma visão geral*. In: Meyer, Arno (org.), *Finanças Públicas: Ensaio Selecionados*. Brasília, IPEA/FUNDAP, 1997, p.305-365.
- Carvalho, C. E. *O papel decisivo das finanças públicas diante da instabilidade econômica recorrente na América Latina*. Porto Alegre, Fundação de Economia e Estatística Siegfried Emanuel Heuser – FEE, Indicadores Econômicos FEE, v.30, nº1, jun de 2002, p. 31-48.
- Corbo, V. *Reforms and Macroeconomic Adjustments in Chile during 1974-84*. World Development, 13. 1985, p. 893-916
- Corbo, V. *Reducing Inflation: The Chilean Experience*. Documento de Trabajo nº185, PUC de Chile. Ago de 1998.
- Corbo, V. and S. Fischer (1994), *Lessons from the Chilean Stabilization and Recovery* in B. Bosworth, R. Dornbusch, and R. Labán, editors, *The Chilean Economy: Policy Lessons and Challenges*. Washington, DC: The Brookings Institution, p.29-67.
- Claessens, S. *Experiences of Resolution of Banking Crisis*. World Bank, Outubro de 1999. Disponível em <www.bis.org/publ/plcy07s.pdf> Acesso em ago de 2004.
- Demirguc-Kunt; Detragiache, E. *The Determinants of Banking Crises in Developing and Developed Countries*. IMF Staff Paper. Vol.45, nº 1. Mar de 1998.
- Demirguc-Kunt, A. e Levine, R. *Bank-Based and Market-based Financial System: cross-country comparisons*. Banco Mundial, 1999.
- Edwards, S. *The Behavior of Interest Rates and Real Exchange Rates During a Liberalization Episode: The case of Chile 1973-83*. NBER Working Paper Series nº1702. Cambridge, Massachusetts. Set de 1985.
- Eyzaguirre, N.; Larrañaga, O. *Macroeconomía de las Operaciones Cuasifiscales en Chile*. Comisión Económica para América Latina y El Caribe - CEPAL, Serie Política Fiscal nº 21, 1991.
- Fundo Monetário Internacional. *International Finance Statistics Online*. Disponível em: <<http://www.imf.org>>. Acesso em fev de 2005.
- Gallego, F.; Loayza, N. *Financial Structure In Chile: Macroeconomic Developments and Microeconomic Effects*. Banco Central de Chile. Documentos de Trabajo nº 75. Jul de 2000.

- Günther, H. Y; Jiménez, L.F. *Liberalización Financiera, Crisis y Reforma Del Sistema Bancario Chileno: 1974-1999*. Serie Financiamiento Del Desarrollo 90. Cepal. Santiago Del Chile. Nov de 1999.
- Halac, M.; Schmuckler, S. L. *Distributional Effects of Crises: The Role of Financial Transfers*. Out de 2003.
- Hausman, R. e Rojas-Suárez, L. (org). *Las crisis bancarias en América Latina*. Banco Interamericano de Desarrollo. Fondo de Cultura Económica, 1997.
- Hermes, N; Lensink, R. *Banking reform and the financing of firm investment: an empirical analysis of the Chilean experience, 1983-92*. The Journal of Development Studies, vol. 34, nº3. Fev de 1998, p. 27-43.
- Holzmann, R. *Pension Reform, Financial Market Development, and Economic Growth: Preliminary Evidence from Chile*. IMF Staff Paper, Vol.44, nº2. Jun. de 1997
- Javier, M.B. “Efectos sociales de la crisis económica: Chile, 1980-1985”. Santiago: CEPAL, 1986.
- Jeftánovic, P; Jofré, J; Lüders, R. *Economía Chilena 1810-1995. Cuentas Fiscales*. Documento de Trabajo nº 188, PUC de Chile. Dez de 2000.
- Larraín, F; Labán, R. *What Drives Capital Flows? Lessons from Recent Chilean Experience*. Documento de Trabajo nº 168, PUC de Chile. Abr de 1994.
- Larraín, F.; Vergara, R. *Un Cuarto de Siglo de Reformas Fiscales in La Transformación Económica de Chile*. Centro de Estudios Públicos, Santiago de Chile. Segunda edição: Janeiro de 2001. Disponível em: <http://www.cepchile.cl/dms/lang_1/cat_768_pag_1.html>. Acesso em fev de 2005.
- Larain, M. *How the 1981-83 Chilean Banking Crisis was Handled*. WPS 300. Banco Mundial. Dez de 1989.
- Meller, P. *Revision Del Proceso de Ajuste Chileno de La Decada de 80*. Colección Estudios Cieplan, 30, dez de 1990, p. 5-54.
- Meller, P. *El cobre y la generación de recursos externos durante el régimen militar*. Santiago de Chile, Colección Estudios Cieplan, 24, jun de 1988, p. 85-111.
- Reinstein, A.; Rosende, F. *Reforma Financiera en Chile*. in La Transformación Económica de Chile. Centro de Estudios Públicos, Santiago de Chile. Segunda edição: Janeiro de 2001. Disponível em: <http://www.cepchile.cl/dms/lang_1/doc_3263.html>. Acesso em fev de 2005.
- Rojas-Suárez, L; Weisbrod, S. R. *Las Crisis Bancarias en América Latina: Experiencias y Temas*. In La Crisis Bancarias en America Latina. Banco Interamericano de Desarrollo. Washington, 1996.
- Sanhueza, G. I. *Chilean Banking Crisis of the 1980's: Solutions and Estimation of The Costs*. Banco Central de Chile. Documento de Trabajo. nº104. Ago de 2001.
- Spilimbergo, A. *Copper and the Chilean Economy, 1960-98*. International Monetary Fund. Policy Reform, Vol. 5(2), 2002, p. 115-126.
- Velasco, A. *Liberalization, Crisis, Intervention: The Chilean Financial System, 1975-1985*. Fundo Monetário Internacional, Working Paper nº66. Jul de 1988.
- Villar, R., Backal, D. e Treviño, J. *Experiencia internacional en la resolución de crisis bancarias*. Documentos de Investigación nº 9708, Banco de México, dez 1997.