

# **OS CICLOS DE ENDIVIDAMENTO DA ECONOMIA BRASILEIRA NO PERÍODO 1968-1999**

**Thaiza Regina Bahry\***

## **Resumo**

O presente trabalho tem por objetivo analisar os ciclos de endividamento da economia brasileira após fins dos anos de 1960 à luz da hipótese da instabilidade financeira de Minsky e de suas adaptações para a economia aberta. Para tanto, realiza-se uma retrospectiva histórica desde o ano de 1968, momento em que se iniciou o primeiro grande impulso da dívida externa do país, até 1999. Em particular, é no início dos anos 80 e no final dos anos 90 que a fragilidade financeira da economia torna-se evidente, levando o país a graves crises. Um dos principais resultados do trabalho é que foram identificados ciclos em que um rápido processo de endividamento (no qual o setor externo desempenhou papel chave) foi seguido por uma crescente fragilidade minskyana, com a conseqüente queda das taxas de crescimento da economia.

**Palavras-chaves:** fragilidade financeira, ciclos de endividamento, taxas de crescimento, crise .

## **Área II – Sub-área: 05. Economia Brasileira Contemporânea**

### **1. Introdução**

O Brasil, que tem sido historicamente dependente do capital externo, já foi acometido duas vezes por fragilidade financeira nas últimas três décadas. O presente trabalho tem por objetivo analisar os ciclos de endividamento da economia brasileira após fins dos anos 60 à luz da hipótese da instabilidade financeira de Minsky e de suas adaptações para a economia aberta. Para isso faz-se uma retrospectiva histórica desde o ano de 1968, momento em que se iniciou o primeiro grande impulso da dívida externa do país, até 1999. Em particular, é no início dos anos 80 e no final dos anos 90 que a fragilidade financeira da economia torna-se evidente, levando o país a graves crises.

Com relação aos anos 70 e 80, pode-se dizer que o problema da dívida residuiu principalmente no endividamento externo da economia brasileira. Já nos anos 90, além do déficit crescente em transações correntes, o problema esteve na dívida interna do setor público.

Os anos 70 foram um período em que o Brasil apresentou taxas de crescimento bastante elevadas, ao mesmo tempo em que o endividamento externo sofreu um forte aumento. O país contraiu uma dívida externa elevada e o déficit em

---

\* Doutora em Desenvolvimento Econômico pela Universidade Federal do Paraná. E-mail: thaizar@pop.com.br

transações tornou-se crescente, tendo como grande responsável o pagamento de juros ao exterior. Assim, a fragilidade do país tornou-se evidente em 1982, após a moratória mexicana. A partir daí, o Brasil deixou de ser receptor e tornou-se emissor de capitais, ou seja, os credores passaram a exigir o pagamento dos empréstimos concedidos no período anterior. Intensificou-se a desvalorização da moeda e o país passou a apresentar taxas cada vez mais elevadas de inflação e baixas taxas de crescimento. O desempenho medíocre da década de 80 fez com que esta ficasse conhecida como a *década perdida*.

O início dos anos 90, por sua vez, presenciou o retorno dos capitais externos ao Brasil. Este movimento se intensificou após a implementação do Plano Real, em meados de 1994, a partir do qual passou-se a praticar uma taxa de câmbio valorizada, com vistas a reduzir a inflação, objetivo que foi alcançado. Entretanto, o fluxo de capitais levou o país a um novo ciclo de endividamento. Os déficits em conta corrente tornaram-se sistemáticos e crescentes, não obstante a crise mexicana, ocorrida em fins de 1994, mostrasse que eles eram insustentáveis no longo prazo. A dívida interna do setor público passou a sofrer fortes elevações. Com relação às taxas de crescimento, estas apresentaram-se um pouco mais elevadas por um período muito breve e em níveis muito inferiores aos da década de 70. Já em 1999, o país, dada a sua elevada fragilidade e considerando as crises que atingiram diversos países em desenvolvimento (como as crises asiática e russa), sofre uma nova crise.

O trabalho apresenta, além desta introdução, uma breve apresentação do processo de endividamento e crise financeira de acordo com Minsky e Dymski. Após, têm-se uma discussão sobre o processo de endividamento e crise nos anos 70 e 80 no Brasil. Os anos 90 são analisados na sequência, ao que seguem as conclusões.

## **2. Minsky e Dymski: o processo de endividamento e crise financeira**

Um dos autores que deu atenção especial ao tema dos ciclos de endividamento e crise foi Hyman Minsky. Conforme esse autor as crises financeiras são eventos recorrentes na economia, tendo em vista que os momentos de prosperidade terminam por gerar endogenamente instabilidade e crise financeira. O autor afirma que a economia é inerentemente instável, dada a estrutura de financiamento que se cria durante a prosperidade. Nesse sentido, podem-se distinguir três tipos de estrutura de financiamento:

- a *hedge*, em que as unidades econômicas podem realizar os pagamentos de todas as suas obrigações com os seus fluxos em dinheiro em todos os períodos;

- a especulativa, em que os compromissos financeiros das unidades econômicas são maiores do que a quase-renda esperada para alguns períodos, mesmo que o valor presente dos retornos esperados seja maior que o valor presente dos compromissos de pagamento ao longo do tempo. Essas unidades apresentam um fluxo de renda superior apenas ao pagamento dos serviços da dívida, sendo necessário obter refinanciamento para saldar o principal desta. Apresentam uma grande vulnerabilidade em caso de aumento das taxas de juros. Ao mesmo tempo, em caso de taxas de juros flutuantes, qualquer agente que tome recursos emprestados, embora possa estar numa situação *hedge* quando contrata o empréstimo, está potencialmente engajado em finanças especulativas;

- e a Ponzi, em que as unidades não conseguem pagar sequer os juros de sua dívida, o que torna necessária a tomada de novos empréstimos para efetuar esse pagamento, aumentando a dívida existente. Os agentes que possuem finanças Ponzi esperam que o valor presente de suas receitas líquidas seja maior que de seus compromissos ao considerar um prazo mais longo.

Minsky mostra que as economias tendem a passar de um padrão *hedge* de financiamento para um padrão Ponzi, e isto constitui a base da crise. A concessão de empréstimos é determinada, fundamentalmente, tendo em vista as margens de segurança quanto à capacidade de pagamento do agente tomador de empréstimos. Ainda, em seu trabalho é dada grande importância ao prestador de última instância, que deve agir antes da crise eclodir, possibilitando às firmas atender a seus compromissos, afastando o problema da crise.

No entanto, o autor contribuiu mais para a compreensão dos ciclos de endividamento interno das economias do que para o entendimento do seu endividamento externo. Somente alguns de seus trabalhos foram dedicados à economia aberta. Neste caso ele destaca a importância do balanço de pagamentos em desencadear situações de crise. Ressalta que um saldo negativo no que se refere aos compromissos de pagamentos de dívidas e balança comercial deverá ser coberto por movimentos de capitais de longo prazo e de curto prazo, sendo este último o elemento de equilíbrio do balanço de pagamentos. Mas isso gera um acúmulo de dívidas de curto prazo do país deficitário com o resto do mundo, o que acaba pressionando a taxa de câmbio e a taxa de juros. A continuidade desse processo leva o país deficitário a despender reservas para defender a taxa de câmbio, mas não impede, por fim, sua desvalorização.

Entre os autores que avançam na análise da hipótese da instabilidade financeira para uma economia aberta está Dymski (1998). Para ele, além do momento de expansão, em que tanto credores como devedores subavaliavam o risco assumindo posições mais arriscadas, há outros fatores que podem desencadear uma crise: o caráter do crescimento econômico, o diferencial de crescimento da região e das regiões vizinhas e o balanço de pagamentos dessa economia com o resto do mundo. Assim, fatores estruturais, além daqueles associados ao comportamento do financiamento e dos preços, têm grande importância.

Dymski (1998, p.75) afirma que evitar uma crise financeira não depende somente do ciclo econômico, mas do sucesso da economia em mediar as tensões existentes nos setores financeiro e real de uma economia com fronteiras, o que depende da estrutura bancária da região. Sugere que o processo de fragilidade e reversão que ocorre no momento de expansão descrito por Minsky, é acentuado no caso de uma economia aberta, em que os fluxos transfronteiriços fazem com que a taxa de crescimento dos portfólios exceda a produção de ativos reais.

De acordo com o autor observam-se duas fontes de fragilidade financeira em uma economia espacializada: os mercados de títulos superaquecidos, vulneráveis a colapsos repentinos, e o superendividamento inserido no âmbito da expansão cíclica, em que a expansão da dívida elimina a expansão da economia. Ao mesmo tempo, Dymski constata que a presença de investidores estrangeiros impõe limites à administração das dificuldades, pois esses investidores ameaçam retirar os seus fundos do país, o que provoca colapso no mercado de ações e/ou deflações de dívidas, da mesma forma que analisado por Minsky. Isso também provoca uma desestabilização da moeda.

Após esta breve revisão da literatura, apresenta-se na seqüência uma análise da economia brasileira nos anos 70, 80 e 90, buscando demonstrar uma tendência da mesma à fragilização financeira da forma descrita por Minsky e Dimsky.

### **3. O processo de endividamento e crise da economia brasileira nos anos 70 e 80**

Embora o endividamento externo brasileiro seja um problema de longo prazo, no segundo pós-guerra destacam-se alguns períodos nos quais o crescimento da dívida é especialmente rápido. Entre 1968 e 1973 ocorre o primeiro grande impulso da dívida, tendo em vista a elevada liquidez existente no mercado de eurodólares e a ação mais agressiva da indústria bancária em busca de novos clientes. Nesse período os fundos externos vêm complementar – de acordo com a hipótese da instabilidade financeira – os

fundos internos nas decisões de investir. Assim, ajudam a financiar elevadas taxas de crescimento do produto (tabela A1, apêndice) e o rápido crescimento da importação de bens de capital e intermediários. Mas, apesar de serem importantes nesse processo, uma parte significativa desses fluxos destina-se à formação de reservas cambiais.

O período de 1968-1973 é um período de *boom* na economia brasileira. O PIB real cresce a uma taxa média de 11,2% ao ano,<sup>1</sup> a indústria de transformação cresce a uma taxa média de 13,3% ao ano, a indústria de construção a uma taxa média de 15% ao ano e os serviços industriais de utilidade pública, 12,1% ao ano. O setor terciário apresenta uma expansão média de 11,1% ao ano e o setor primário 4,5% ao ano em média. Todos resultados muito expressivos. A indústria cresce, inicialmente, com base na elevada capacidade ociosa existente. Entretanto, a partir do início dos anos 70, quando muitos setores estão se aproximando da capacidade plena, ocorre um aumento importante nos investimentos, tanto públicos como privados.

No ano de 1973 são instaurados os empréstimos bancários com base em taxas de juros flutuantes, o que expõe o Brasil a um risco elevado em relação a qualquer elevação de taxas de juros internacionais e, portanto, a uma situação potencial de instabilidade financeira. De acordo com Minsky, conforme visto anteriormente, o país encontra-se, a partir desse momento, potencialmente engajado em finanças especulativas.

Um segundo momento importante corresponde ao período de 1974-1976. A balança comercial brasileira passa a apresentar fortes desequilíbrios (tabela A2, apêndice), como resultado do 1.º choque do petróleo, que provoca a elevação dos preços do produto, e das taxas negativas de crescimento das economias desenvolvidas. Mas, apesar da desaceleração, a economia brasileira continua a apresentar elevadas taxas de crescimento, pois o declínio das inversões privadas é compensado, em boa parte, pelas inversões públicas. O governo considera conjuntural e transitória a situação advinda do aumento dos preços do petróleo. Assim, em plena crise internacional, lança o II Plano Nacional de Desenvolvimento (PND), o que provoca o segundo grande impulso da dívida, que se dá tanto pelo comércio de mercadorias e serviços produtivos, como pelo custo da dívida, que começa a operar como auto-alimentador dos desequilíbrios globais do setor externo. Isso caracteriza um estado de maior fragilidade financeira da economia.

---

<sup>1</sup>A taxa média no período pós-guerra até o início dos anos 60 era de 7%.

Nos primeiros anos de implantação do Plano é difícil evitar que a superposição de investimentos provoque uma expansão da renda superior ao desejável ou mesmo aceitável do ponto de vista do déficit em transações correntes. Esse tipo de transgressão torna-se nítido em 1976, o que leva o governo, buscando o equilíbrio do balanço de pagamentos, a adotar políticas restritivas, que provocam queda imediata no ritmo industrial. As medidas dão forte impulso à tendência de estatização da dívida externa brasileira. Por um lado, agem como inibidoras de captações privadas ao sobrepor um clima de incerteza a um quadro de desaceleração do crescimento e retração relativa das inversões privadas. E, por outro, induzem as empresas estatais à tomada de empréstimos externos, o que se revela funcional diante do ajuste de balanço de pagamentos desejado. Nesse período as taxas de inflação aceleram-se, as importações mantêm-se elevadas, enquanto as exportações não mostram sinais de melhora significativa.

Em 1977, tendo em vista o rígido controle das importações, a queda do ritmo de crescimento da economia e a evolução favorável dos termos de troca, atinge-se, momentaneamente, uma situação de equilíbrio das contas comerciais. A dívida externa, porém, sofre um aumento significativo, o qual se deve, principalmente, ao acúmulo de reservas internacionais e ao custo da dívida. Tal custo passa a exigir, na época, a contratação de volumes expressivos de recursos para seu financiamento, o que mostra que a situação estava se agravando. Assim, aproximadamente em 1978 – já que não é possível definir datas precisas para mudanças na estrutura de financiamento – o país torna-se Ponzi. Nesse período as economias avançadas já apresentam recuperação no seu nível de atividade, mas, ainda assim, há uma redução na taxa de crescimento do produto interno brasileiro. A inflação mantém-se alta e as exportações têm um bom desempenho.

Em 1979-1980 ocorrem novos desequilíbrios comerciais no Brasil (tabela A2, apêndice). Em 1979 o mundo é assolado pelo 2.º choque do petróleo e as economias avançadas voltam a apresentar uma conjuntura recessiva. A recessão mundial gerada pela política de valorização do dólar se faz sentir principalmente através da deterioração das relações de troca, que é contínua entre 1978-1983. Ao mesmo tempo, as economias avançadas apresentam aceleração inflacionária, o que promove um aumento das taxas de juros internacionais, provocando um impacto explosivo no custo da dívida brasileira. Isso aumenta a vulnerabilidade do país, dado que, conforme Minsky, estruturas Ponzi

são altamente vulneráveis a aumentos nas taxas de juros e mudanças nos padrões de crédito.

Ainda em dezembro de 1979, com o então ministro Delfim Netto no comando da política econômica, repõe-se a ênfase no modelo de crescimento com endividamento.<sup>2</sup> Para Delfim Netto, os problemas enfrentados pela economia brasileira na segunda metade dos anos 70 devem-se ao equívoco das políticas econômicas adotadas. Segundo ele, "um tratamento de choque em 1973 certamente teria produzido resultados", pois os países produtores de petróleo impuseram um imposto sobre a "economia nacional" nesse ano, o que implicava uma redução ou em nível de consumo ou de investimento, o que não foi feito (CASTRO, 1985, p.52). Esta visão, que está de acordo com a comunidade financeira internacional, difere da percepção do problema que impregna o II PND, segundo a qual a economia enfrentava um problema de estrangulamento externo.

A justificativa para o endividamento acelerado é, nesse momento, a implantação simultânea de uma política de ajustamento da balança comercial que reduziria os desequilíbrios futuros. Assim, Delfim promove uma maxidesvalorização cambial de 30%, sendo este seu principal instrumento para combater tais desequilíbrios. Na realidade essa prática tem, conforme Goldenstein (1994, p.123), um impacto altamente desestabilizador, pois provoca um choque de custos e, por consequência, de preços, que afeta principalmente as estatais, que se encontram altamente endividadas com o exterior. Ao mesmo tempo, a maxidesvalorização rompe a regra cambial de minidesvalorizações, em prática há mais de dez anos, o que instaura uma desconfiança que compromete as expectativas futuras. A tentativa de readquirir confiança prefixando o câmbio irrealisticamente, em 1980, agrava ainda mais essa situação. À medida que aumenta a disparidade entre a realidade e a previsão governamental, a incerteza consiste apenas em quando mudará a política econômica.

A política econômica adotada em 1981 e 1982 é direcionada para a redução das necessidades de divisas estrangeiras, através do controle da absorção interna. Essa política busca tornar as atividades exportadoras mais atraentes e, ao mesmo tempo, reduzir as importações. A economia brasileira passa por uma recessão profunda, e em 1981, pela primeira vez no pós-guerra, há declínio no PIB real (tabela A1, apêndice). O capital estrangeiro está mais escasso, sendo que os novos empréstimos contraídos

---

<sup>2</sup>Em 1979, após três anos de políticas restritivas, a substituição no comando da política econômica vem acompanhada de um discurso diferente: "da retórica da recessão passou-se à exaltação do crescimento como panacéia para os males brasileiros" (CRUZ, 1984, p.175). Entretanto, no segundo semestre de 1980 o governo voltaria a praticar uma política recessiva.

servem apenas para cobrir a conta financeira, isto é, para pagar serviços da dívida, caracterizando uma estrutura Ponzi.

A formação de uma estrutura elevada de dívida, que começa a partir de 1968 e se estende pela década de 70, promove uma redução da estabilidade do sistema. Essa trajetória é prevista nos modelos de Minsky e Dymski, segundo os quais momentos de euforia proporcionam um maior endividamento dos agentes, o que aumenta a instabilidade financeira e pode gerar crises. Na tabela 1, têm-se alguns indicadores de endividamento externo da economia brasileira que refletem que esta, ao longo do tempo, torna-se mais endividada e caminha de uma estrutura de financiamento *hedge* para uma Ponzi.

Em agosto de 1982 o México declara moratória e, após as eleições de novembro, o Brasil passa a fazer parte do grupo de devedores problemáticos, recorrendo ao FMI. Assim, o financiamento do balanço de pagamentos para a segunda metade de 1982 e para o ano seguinte faz parte de uma operação de emergência. O fluxo voluntário de recursos cessa, tendo em vista a desconfiança dos emprestadores com relação à validação do crédito concedido, o que está de acordo com Minsky. O FMI age no sentido de organizar os credores como forma de pressionar os devedores a cumprir os compromissos da dívida, agudizando a recessão nesses países. Faz-se um reescalamento dos pagamentos do principal da dívida externa de países em dificuldades, com financiamento novo sob a forma de empréstimos bancários "forçados" ou "involuntários", para financiar parte dos juros devidos por esses países aos próprios bancos. A transferência líquida torna-se negativa, como aconteceria em algum momento, uma vez que o universo financeiro não pode se expandir infinitamente.

O aumento das taxas de juros internacionais e, conseqüentemente, o aumento repentino do ônus da dívida são as causas mais imediatas da deficiência de divisas externas no caso brasileiro. Pode-se dizer, de acordo com Minsky e Dymski, que a fonte de fragilidade financeira é o superendividamento inserido no âmbito da expansão cíclica, em que a expansão da dívida elimina a expansão da economia. Mas a vulnerabilidade externa do Brasil não se torna explícita com a elevação das taxas de juros internacionais, e sim a partir de agosto de 1982, quando a moratória mexicana provoca a brusca retração dos recursos financeiros dos mercados internacionais.



TABELA 1 - INDICADORES DE ENDIVIDAMENTO EXTERNO - 1968-1982

ANO	DÉFICIT TRANSAÇÕES CORRENTES/PIB (%)	DÉFICIT TRANSAÇÕES CORRENTES/ EXPORTAÇÕES (%)	DÍVIDA EXTERNA/PIB (%)	DÍVIDA EXTERNA/ EXPORTAÇÕES (%)	JUROS LÍQUIDOS/ EXPORTAÇÕES (%)	NECESSIDADE GLOBAL FINANCIAMENTO EXTERNO (NGFE) (US\$ milhões)	NGFE/PIB (%)	NGFE/ RESERVAS (%)	JUROS BRUTOS + AMORTIZAÇÕES US\$MILHÕES
1968	1,49	27,01	11,07	200,96	7,66	992	2,91	386,44	638
1969	0,75	12,16	11,78	190,55	7,88	774	2,07	118,08	697
1970	1,32	20,52	12,44	193,33	8,54	1234	2,90	103,96	956
1971	2,66	45,08	16,85	285,25	10,40	2159	4,39	125,30	1194
1972	2,53	37,23	19,51	287,24	9,00	2688	4,58	64,26	1691
1973	2,01	27,23	17,67	239,66	8,29	3360	4,00	52,38	2513
1974	6,45	89,58	18,15	251,95	8,13	9043	8,19	171,62	3284
1975	5,16	77,28	19,34	289,69	17,28	8872	6,83	219,61	4035
1976	3,93	59,41	20,88	317,38	17,87	9004	5,85	137,59	5078
1977	2,28	33,31	21,41	313,12	17,26	8098	4,57	111,60	6522
1978	3,47	55,22	25,94	412,27	21,30	12314	6,12	103,52	8668
1979	4,81	70,46	24,97	366,06	27,46	17126	7,66	176,76	11733
1980	5,39	63,61	27,02	319,11	31,35	17817	7,49	257,74	12467
1981	4,54	50,38	28,61	317,53	39,33	17976	6,95	239,46	16547
1982	6,01	80,84	31,45	422,82	56,27	23262	8,58	582,43	19503

FONTE: Elaborado pela autora, com base nos dados do IPEA, extraídos do site [www.ipeadata.gov.br](http://www.ipeadata.gov.br)

NOTA: A NGFE é calculada somando-se o déficit em transações correntes e as amortizações da dívida externa.

Assim, o Brasil implementa em 1983 e 1984 um ajuste recessivo, sob tutela do FMI.<sup>3</sup> A prioridade é o combate ao desajuste externo mediante a geração de superávit comercial. Para isso, além de subsídios às exportações e contenção das importações, o governo promove uma maxidesvalorização da moeda de 30% em fevereiro de 1983.

A maxidesvalorização provoca um forte aumento da dívida do setor público, que possui 68% da dívida externa de médio e longo prazos. O Estado, além de arcar com a maior parte do impacto dos juros internacionais, dado o elevado valor de sua dívida externa, tem sua situação fiscal e financeira agravada pela desvalorização. No entanto, o setor público como um todo entra numa situação de finanças Ponzi. O financiamento interno dá-se basicamente através de títulos públicos, que têm um custo elevado, aumentando os encargos financeiros, o que leva o Estado a expandir seu endividamento interno para cumprir com esses mesmos encargos. Este tipo de endividamento é financiado pelo setor privado, que aplica seu excedente no mercado financeiro, no *overnight*, que é lastreado em títulos públicos.

Na tabela 2 são apresentados os encargos financeiros externos e internos por esfera do setor público, para a primeira metade da década de 80. Observa-se a importância dos encargos da dívida interna para o setor público consolidado e dos encargos da dívida externa para o setor público estatal.

TABELA 2 - ENCARGOS FINANCEIROS DO SETOR PÚBLICO – 1980-1985

DISCRIMINAÇÃO	PERCENTUAL DO PIB					
	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Setor Público Consolidado						
Dívida Interna	0,76	1,08	1,12	1,61	2,44	3,35
Dívida Externa	0,36	0,28	0,43	1,05	0,55	1,14
Empresas Estatais Federais						
Dívida Interna	0,20	0,56	0,51	0,57	0,47	0,54
Dívida Externa	0,66	0,76	1,35	1,71	2,07	2,00

FONTE: BAER, Mônica A. **O rumo perdido**: a crise fiscal e financeira do estado brasileiro. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1993

NOTA: Governo Consolidado compreende contas dos governos federal, estaduais e municipais. Abrange administração central e descentralizada, inclusive sistema de previdência social e fundos patrimoniais do trabalhadores, exclusive Banco Central e empresas públicas.

<sup>3</sup> Adota-se uma estratégia que fica conhecida como “empurrar com a barriga”, a qual se baseia na hipótese de que em pouco tempo haverá retorno ao Brasil à qualidade de merecedor de crédito, sem custos extremos tanto para o tomador de empréstimos como para os emprestadores.

A tabela abaixo mostra as necessidades de financiamento do setor público. Constata-se que uma parte significativa do montante dos juros reais não é coberta pelas receitas geradas pelo Estado, o que torna necessária a contratação de empréstimos para cumprir com esses compromissos, caracterizando uma situação Ponzi.

TABELA 3 - NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO DO SETOR PÚBLICO - 1981-1989

DISCRIMINAÇÃO	PERCENTUAL DO PIB								
	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Total Nominal	13,25	16,41	20,74	24,6	28,54	11,22	31,9	53,7	85,4
Setor Púb. Cons. + Bacen	8,82	11,8	9,54	14,4	19,2	8,54	24,9	40,1	69,5
Empresas Estatais	4,43	4,61	11,2	10,2	9,34	2,68	7,01	13,6	15,9
Total Operacional	6,31	6,89	3,15	2,88	4,42	3,58	5,63	4,86	7,1
Setor Púb. Cons. + Bacen			0,36		2,11	2,19	4,74	3,85	4,63
Empresas Estatais			2,79		2,31	1,39	0,89	1,01	2,47
Total Primário	...	...	...	...	-2,61	-1,59	0,99	-0,91	1,03
Setor Púb. Cons. + Bacen	...	...	...	...	-1,71	-0,3	2,37	0,51	1,13
Empresas Estatais	...	...	...	...	-0,9	-1,29	-1,38	-1,42	-0,1
Juros Reais	...	...	...	...	7,03	5,16	4,64	5,78	6,07
Setor Púb. Cons. + Bacen	...	...	...	...	3,82	2,48	2,37	3,35	3,5
Empresas Estatais	...	...	...	...	3,21	2,68	2,27	2,43	2,57

FONTE: IPEA

NOTAS: (+) Déficit, (-) Superávit

O conceito primário exclui o dispêndio com juros. No conceito operacional estão incluídas as despesas com juros e excluída a correção monetária. E no conceito nominal estão incluídas as despesas com juros e a correção monetária.

Nos anos de 1981, 1982 e 1984 existem divergências dos valores fornecidos para cada uma das esferas públicas com relação ao seu resultado operacional e o valor total deste déficit. Assim, são apresentados apenas os valores totais neste caso. Os resultados não incluem receitas de privatizações.

Sinal convencional utilizado:

... dado não disponível.

Ocorre, assim, o que sugere Dymski, ou seja, um país que contrai uma dívida externa elevada para sustentar a aquisição de ativos e investimento sofre, juntamente com fragilidade financeira cíclica minskyana, pressão dos investidores estrangeiros, pressão esta que provoca ajustamentos comprometedores. O ajustamento externo brasileiro é mais bem-sucedido que o dos demais países. Contudo, o setor interno não acompanha o progresso das contas externas. O investimento cai, dado o controle sobre o investimento público e as altas taxas de juros reais que desestimulam o investimento privado, sendo que a validação das obrigações depende do investimento. Ao mesmo tempo, o déficit do setor público é crescente, dada a pressão dos pagamentos de juros internos e externos, e a inflação é favorecida.

Em 1984, pela primeira vez desde 1979, a economia brasileira apresenta relaxamento com relação à restrição externa da economia brasileira. Os objetivos

externos são cumpridos e, impulsionado pela retomada da atividade industrial, o PIB brasileiro cresce em termos reais.

O Brasil sai-se melhor na área externa, tendo em vista uma grande recuperação das exportações após 1984 e a queda das importações após 1982. Para alguns autores, como Bacha e Tavares citados por Castro (1985, p.66), esse comportamento positivo na área externa deve-se à política de ajustamento posta em prática considerando o acordo com o FMI. Castro (1985, p.72), por sua vez, afirma que a política recessiva tem um papel secundário para os resultados alcançados, sendo o papel primordial exercido pela estratégia de substituição de importações adotada em 1974, e cujos projetos haviam sido concluídos.

Em 1986, a queda nos preços do petróleo e nas taxas de juros e a melhora substancial nas relações de troca melhoram significativamente as condições externas. Mas o grande ônus da dívida externa brasileira contribui para o insucesso da política econômica doméstica (Plano Cruzado) que, por sua vez, leva a uma queda abrupta do superávit comercial e à incapacidade de continuar o pagamento normal dos juros. Então, em 20 de fevereiro de 1987 é anunciada a decisão, unilateral e por prazo indeterminado, de suspensão de todos os pagamentos de juros relativos à dívida de médio e longo prazos com bancos comerciais estrangeiros, como forma de defender as reservas internacionais do país, e como ponto de partida para uma nova fase do processo de renegociação da dívida. No entanto, em princípios de 1988, menos de um ano após a decretação da moratória, o Brasil já se encontra caminhando para a plena reintegração às regras de negociação convencional da dívida.

Durante a segunda metade dos anos 80 a política econômica brasileira concentra-se no combate à inflação, entretanto esta é crescente durante todo o período da Nova República (1985-1989). O desequilíbrio das contas públicas agrava-se e continuam as transferências de recursos reais para o exterior.

A década de 80 torna-se conhecida como a *década perdida*, uma vez que o país enfrenta, conforme visto, impedimentos ao seu crescimento em função do elevado nível de endividamento atingido na década anterior. Na tabela 4, a seguir, encontram-se os indicadores de endividamento externo da economia brasileira para o período 1983-1989. Verifica-se que, com exceção das necessidades globais de financiamento externo, que após algumas oscilações ao longo dos anos alcança em 1989 o mesmo patamar de 1983, e da rubrica juros e amortizações, que apresenta elevação, dadas as transferências de recursos para o exterior, os demais indicadores apresentam melhora ao longo dos anos.

TABELA 4 - INDICADORES DE ENDIVIDAMENTO EXTERNO – 1983-1989

ANO	DÉFICIT TRANSAÇÕES CORRENTES/PIB (%)	DÉFICIT TRANSAÇÕES CORRENTES/ EXPORTAÇÕES (%)	DÍVIDA EXTERNA/PIB (%)	DÍVIDA EXTERNA LÍQUIDA/PIB (%)	DÍVIDA EXTERNA/ EXPORTAÇÕES (%)
1983	3,61	31,22	49,38	44,76	427,21
1984	-0,02	-0,17	53,78	44,8	377,85
1985	0,11	0,94	49,8	41,78	410,02
1986	2,06	23,73	43,07	39,29	496,87
1987	0,51	5,48	42,92	38,85	462,07
1988	-1,37	-12,36	37,43	32,87	338,67
1989	-0,25	-3,00	27,77	24,26	335,94

  

ANO	NECESSIDADE GLOBAL FINANCIAMENTO EXTERNO (NGFE) (US\$ milhões)	NGFE/PIB (%)	NGFE/RESERVAS (%)	JUROS BRUTOS + AMORTIZAÇÕES (US\$ milhões)	JUROS LÍQUIDOS/ EXPORTAÇÕES (%)
1983	13700	7,23	300,25	17126	43,63
1984	6423	3,39	53,55	17917	37,78
1985	8732	4,14	75,23	19730	37,67
1986	16851	6,54	249,27	21792	41,73
1987	15256	5,4	204,55	23139	33,53
1988	12912	4,22	141,27	27678	29,1
1989	13516	3,25	139,65	25486	28,02

FONTE: Elaborado pela autora, com base nos dados do IPEA, extraídos do site [www.ipeadata.gov.br](http://www.ipeadata.gov.br)

NOTA: A NGFE é calculada somando-se o déficit em transações correntes e as amortizações da dívida externa.

Nas relações déficit em transações correntes/PIB e déficit em transações correntes/ exportações, os valores com sinal negativo representam um superávit na conta corrente.

Mas, apesar da melhora nos indicadores de endividamento externo de endividamento, os fatos descritos mostram que a estratégia de "empurrar com a barriga" adotada pelo Brasil com a crise de 1982 não traz resultados, apesar do crescimento dos países industrializados, pois os capitais não voltam para o país.

Pode-se dizer que a dívida externa é o pano de fundo da crise econômica que atinge o Brasil na década de 80. A essência do problema reside no fato de que as transferências de recursos reais ao exterior, que chegam a representar mais de 5% do PIB e 40% das exportações, praticamente inviabilizam a sustentação de taxas adequadas de crescimento econômico, tendo em vista a queda da taxa de investimento e a implementação de políticas duradouras de combate à inflação.

#### 4. O processo de endividamento e crise nos anos 90

Os anos 90 iniciam com o retorno dos capitais externos ao Brasil. Este movimento deve-se à reversão da política de juros altos americanos, à expansão acirrada da liquidez

internacional e à securitização dos empréstimos da dívida externa. Contudo, este reingresso de capitais, logo no início da década, não se explica pela renegociação da dívida brasileira nos termos do Plano Brady, visto que tal negociação somente ocorre em 1994. Na realidade o país é beneficiado pelas negociações feitas pelos países vizinhos.<sup>4</sup> Assim, diante das modificações importantes e favoráveis que se apresentam nas condições internacionais, pode-se explicar, a partir de Minsky, a nova situação que se apresenta para a economia brasileira, ou seja, com a ocorrência de mudanças nas condições de financiamento, o peso das obrigações financeiras no fluxo de caixa do tomador de empréstimos pode diminuir, caso tais modificações sejam favoráveis a ele. E é isso o que ocorre nesse momento.

No início de 1990 efetuam-se também modificações no quadro macroeconômico e regulatório do Brasil, isto é, começa o processo de abertura da economia, com redução das tarifas protecionistas e incentivos às importações e ocorre a abertura para investimentos em bolsas de valores. Aos capitais de curto prazo é dada flexibilidade, ou seja, não se estabelece um período mínimo de permanência no país, o que estimula o ingresso de capital especulativo, aumentando a vulnerabilidade da economia.

O movimento de capitais se intensifica após a implementação do Plano Real, em meados de 1994, a partir do qual adota-se uma âncora de taxa de câmbio nominal, com vistas a reduzir a inflação, objetivo que foi alcançado. Inicialmente adota-se uma banda assimétrica para a taxa de câmbio, isto é, um limite máximo de R\$1,00/US\$1,00 e um limite inferior indefinido. Ao mesmo tempo, praticam-se taxas de juros reais elevadas, o que acaba atraindo um volume elevado de capitais externos para o país, promovendo a valorização da moeda.

A política cambial adotada no Brasil com o Plano Real começa a promover uma reversão nos superávits comerciais, dado o incentivo que concede às importações em detrimento das exportações. Por outro lado, mesmo diante de taxas de juros reais elevadas, no período logo após a implementação do Plano há um aumento considerável do consumo. A reversão dos superávits comerciais, aliada a uma conta de serviços historicamente deficitária no Brasil, passa a provocar uma deterioração contínua do saldo das transações correntes (tabela A2, apêndice).

Em dezembro de 1994, o México é atingido por uma crise, provocando uma reversão de fluxos de capitais internacionais no Brasil. Nesse momento o governo

---

<sup>4</sup>Conforme Culpeper (1997, p.48), até meados de 1993 seis países da América Latina conseguem acordos com seus credores: Argentina, Bolívia, Costa Rica, México, Uruguai e Venezuela.

brasileiro adota medidas restritivas com a finalidade de reagir aos desequilíbrios que ameaçam a sustentação do Plano.<sup>5</sup> Entre outras medidas o governo promove uma reversão no processo de abertura da economia, um aumento da taxa de juros e uma alteração da política cambial adotada. Institui-se um regime de bandas cambiais, com o intuito de promover uma desvalorização do câmbio em relação ao dólar, visto que a situação mexicana torna evidente que déficits elevados e sucessivos no balanço de transações correntes tornam-se insustentáveis ao longo do tempo. A partir desse momento passa-se a realizar uma desvalorização anual da moeda entre 6% e 7%. Contudo, a partir de meados de 1996 os déficits começam a aumentar novamente à medida que a economia se recupera do aperto creditício anterior.

A entrada de volumes elevados de capitais externos, muitos de curto prazo registrada no Brasil, oculta sob um forte otimismo as debilidades existentes na economia, isto é, o baixo nível de investimento produtivo,<sup>6</sup> a baixa taxa de poupança e os déficits externos crescentes. Entretanto, apesar dos desequilíbrios nas transações correntes e de suas conseqüências nas contas internas, o governo mostra-se totalmente contrário à possibilidade de alteração na política cambial, argumentando que isso pode causar a volta da tão temida inflação.

Diante da situação de desequilíbrios e, conseqüentemente, da dependência dos fluxos externos, as bases para a sustentação do Plano Real não são sólidas. Então, a partir de meados de 1997, quando o mundo é assolado por uma série de crises internacionais, que atingem inicialmente diversos países asiáticos, o Brasil torna-se particularmente sensível a essas crises. Isto porque suas necessidades de financiamento são elevadas para o ambiente de extrema volatilidade que se apresenta nos mercados mundiais.

Na realidade o fluxo de capitais para o Brasil provoca um novo ciclo de endividamento, que se traduz em taxas de crescimento do PIB mais elevadas por um período muito breve, seguido de uma situação de insustentabilidade e baixo crescimento (tabela A1, apêndice).

Na tabela a seguir observam-se os indicadores de endividamento externo do Brasil a partir de 1990. Pode-se verificar que o ano de 1995 apresenta uma piora

---

<sup>5</sup>Essas medidas passarão a ser flexibilizadas gradualmente a partir de maio do mesmo ano.

<sup>6</sup>Conforme Ffrench-Davis (1999, p.140), a fraca recuperação da formação bruta de capital no Brasil e em outros países da América Latina nos anos 1990, apesar do recebimento maciço de capitais externos, deve-se à distância entre o PIB efetivo e a fronteira produtiva, isto é, a recessão dos anos 1980 forma uma elevada capacidade ociosa nesses países, a qual está à disposição na década de 1990.

significativa no que se refere ao déficit em transações/PIB e déficit em transações correntes/exportações. Com relação aos outros indicadores, apesar de todos – com exceção da dívida externa/exportações – apresentarem melhora em 1995, a partir de 1996 constata-se que pioram, o que demonstra o agravamento da situação brasileira no que se refere ao seu endividamento externo, em relação aos primeiros anos da década. Os sinais de insustentabilidade da situação brasileira, extrema dependência do capital externo e fragilidade financeira minskyana tornam-se evidentes.

TABELA 5 - INDICADORES DE ENDIVIDAMENTO EXTERNO – 1990-1999

ANO	DÉFICIT TRANSAÇÕES CORRENTES/PIB (%)	DÉFICIT TRANSAÇÕES CORRENTES/ EXPORTAÇÕES (%)	DÍVIDA EXTERNA/PIB (%)	DÍVIDA EXTERNA LÍQUIDA/PIB (%)	DÍVIDA EXTERNA/ EXPORTAÇÕES (%)
1990	0,81	12,04	26,3	23,1	392,94
1991	0,35	4,45	30,54	27,46	391,87
1992	-1,59	-17,16	35,1	26,85	379,82
1993	0,14	1,53	33,91	23,97	377,89
1994	0,31	3,88	27,31	17,07	340,56
1995	2,55	38,64	22,58	13,08	342,44
1996	2,98	48,47	23,2	12,96	376,85
1997	3,86	58,32	24,95	16,33	377,4
1998	4,33	65,73	31,16	23,51	472,52
1999	4,50	52,2	43,36	34,1	502,94

  

ANO	NECESSIDADE GLOBAL FINANCIAMENTO EXTERNO (NGFE) US\$ milhões	NGFE/PIB (%)	NGFE/RESERVAS (%)	JUROS BRUTOS+ AMORTIZAÇÕES US\$milhões	JUROS LÍQUIDOS/ EXPORTAÇÕES (%)
1990	12608	2,69	126,42	19694	31,03
1991	9233	2,28	98,17	17320	27,26
1992	2369	0,61	9,97	16791	20,26
1993	10372	2,41	32,2	19109	21,47
1994	52099	9,59	134,25	58551	14,55
1995	28995	4,11	55,93	21666	17,54
1996	37561	4,84	62,49	27183	19,21
1997	59621	7,44	114,28	43124	19,6
1998	64995	8,38	145,87	47224	23,36
1999	74182	13,32	204,12	66588	31,74

FONTE: elaborado pela autora, com base nos dados de [www.ipeadata.gov.br](http://www.ipeadata.gov.br)

NOTA: A NGFE é calculada somando-se o déficit em transações correntes e as amortizações da dívida externa.

Mediante os elevados desequilíbrios que acometem o país, e a situação de extrema volatilidade que se instaura em função da crise asiática, o governo desfaz-se de elevado volume de reservas para evitar a desvalorização, aumenta a taxa de juros, se compromete com uma contração fiscal, com uma contração do déficit em transações correntes, e com seu financiamento por meio de capitais de melhor qualidade (longo



prazo). Além disso compromete-se também em manter o processo de reestruturação produtiva, mediante a vinculação da economia nacional à internacional.

Diante desses fatos verifica-se que o governo, ao adotar medidas econômicas, dedica forte atenção aos efeitos que estas podem ter sobre o investidor estrangeiro. As medidas são adotadas de acordo com a pressão implícita ou explícita desses investidores, visando evitar fugas "em massa" dos capitais, que liquidam suas posições, conforme Dymski, em busca de ativos de um país com menos risco. Ao mesmo tempo, constata-se que a fuga de capitais que se efetua exerce, conforme colocado no modelo de Minsky, pressões sobre a taxa de câmbio e sobre a taxa de juros. Entretanto, depois dos ajustes realizados pelo governo a fuga é contida. Nesse sentido, a explicação de Dymski de que em momentos de crises internacionais os investidores estrangeiros ameaçam retirar seus fundos, exigindo ajustes comprometedores, pode ser utilizada para a situação brasileira, dado que o governo, nos momentos de dificuldades internacionais, adota medidas, visando conter a fuga de capitais, que comprometem ainda mais o crescimento do Brasil.

Essas medidas evitam a desvalorização da moeda e permitem, pelo menos nesse momento, a manutenção da política cambial que vem sendo adotada desde 1995. Mas, com relação às outras variáveis macroeconômicas os resultados não são os esperados, ou seja, as medidas adotadas não são eficazes em reverter a situação de fragilidade das contas externas. Ao mesmo tempo, provocam o agravamento da situação do setor público. Mas, vale salientar que nesse momento a situação da economia brasileira não é pior dado que o sistema financeiro do país está saneado, tendo em vista a realização do PROER, que começou a ser efetuado pelo governo logo após a crise mexicana.<sup>7</sup>

Ao organizar o PROER o Banco Central age como prestador em última instância, dado que o Programa procura sanear o sistema financeiro e limitar os efeitos da crise. Contudo, este papel do Banco Central não é desempenhado no sentido clássico a que Minsky se refere, pois, na realidade, efetuam-se fusões, incorporações e troca de títulos "podres" das instituições que se encontravam fragilizadas por títulos "bons", com o objetivo não simplesmente de resolver problemas de liquidez – papel que Minsky normalmente destina ao *Big Bank* –, mas visando equacionar problemas estruturais de solvência. No entanto, diante dos fatos expostos neste trabalho, constata-se que o

---

<sup>7</sup> O PROER foi realizado porque o sistema bancário local foi profundamente afetado pela forte elevação da taxa de juros em função da crise mexicana, e pela queda da receita inflacionária que ocorreu após a implementação do Plano Real.

próprio governo terá cada vez mais uma atuação limitada e se tornará ele mesmo fonte de instabilidade financeira.

Por outro lado, conforme Kregel (2000, p.06), outros fatores também ajudam a evitar uma crise mais profunda no setor privado e bancário brasileiros. Como durante os anos de inflação alta os bancos obtinham lucros substanciais por meio de operações do tesouro e do *float* sobre serviços bancários básicos, tinham avançado pouco em emprestar para o setor privado. Logo, esse setor encontra-se pouco endividado com o setor bancário. Ao mesmo tempo, a inflação alta que atinge o país antes do Plano Real evita o desenvolvimento de um mercado de capitais de longo prazo. Conforme levantado em estudo do FMI por Sensenbrenner (1998, p.89), a dívida média das corporações brasileiras em 1997 é da ordem de 30% de suas ações.

Por sua vez, as informações reveladas pelos grandes bancos nos seus investimentos, juntamente com as inspeções pelo Banco Central dos bancos domésticos de pequeno e médio portes, sugerem, no final de 1997, que a existência de *currency mismatch* é mínima no Brasil em tempos normais. Kregel (2000, p.6) afirma que em meados de 1997, apenas 19% das obrigações dos bancos privados são denominadas em moeda estrangeira, embora quando se fale em bancos estrangeiros esse percentual possa atingir 50%.

Assim, diante dos argumentos apresentados, verifica-se que nem o setor privado brasileiro nem o setor bancário encontram-se endividados em proporções capazes de gerar uma crise no Brasil.

Com relação ao setor público, por sua vez, pode-se verificar um forte crescimento de sua dívida a partir da implementação do Plano Real, o que está diretamente relacionado às políticas cambial e monetária adotadas. Na realidade, o desequilíbrio nas contas públicas deve-se, em última instância, ao crescente desequilíbrio externo que se instaura. Tendo em vista os elevados déficits em conta corrente que se confirmam ano após ano, torna-se necessário ao país um volume cada vez mais elevado de reservas, caso contrário a política cambial não pode ser mantida. Entretanto, para atrair esses capitais faz-se necessária uma taxa de juros interna com elevados diferenciais em relação à taxa de juros internacional.

Essas taxas de juros elevadas, ao mesmo tempo que incidem positivamente sobre a atração de capital, exercem efeito contrário sobre as contas públicas, nas quais provocam elevações dos déficits. Isso ocorre porque o modelo adotado no Brasil após meados de 1994 exige a esterilização das divisas internacionais que constituem as

reservas. Visando evitar um excesso de liquidez e o risco inflacionário a ele associado, as autoridades monetárias enxugam o excesso de moeda nacional, proporcionado pela entrada de divisas, mediante a colocação de títulos públicos no mercado, o que provoca aumento da dívida mobiliária. Ao mesmo tempo, tal dívida é corrigida justamente com as altas taxas de juros que atraem o capital especulativo. Então, são dois os caminhos pelos quais a elevada taxa de juros exerce influência negativa sob as contas públicas.

Assim, uma fragilidade financeira passa a ocorrer no setor público, ou seja, tem-se um processo de endividamento crescente desse setor, em função do impacto das elevadas taxas de juros. O governo passa, então, a vender ativos na forma de privatização para cobrir a posição deficitária. Isto, conforme observado em Minsky, é uma característica de finanças Ponzi.

O aumento significativo da dívida líquida do setor público ao longo dos anos 90 deve-se, principalmente, ao aumento da dívida interna. Ou seja, enquanto nos anos 80 a participação da dívida externa supera a da dívida interna no montante total, essa posição inverte-se a partir de 1993, o que se acentua drasticamente a partir da implantação do Real, sendo que a dívida interna torna-se fator de grande preocupação.

Na tabela 6 pode-se observar as necessidades de financiamento do setor público, o que comprova o crescimento do seu endividamento. Verifica-se que a partir de 1995 o resultado primário do governo é incapaz de cobrir as despesas com os juros reais, o que mostra o processo de fragilidade financeira crescente.

TABELA 6 - NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO DO SETOR PÚBLICO - 1990-1999

ANO	(% PIB)									
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Total Nominal	30,15	26,71	45,71	64,78	26,97	7,28	5,88	6,04	7,93	9,97
Set. Pub. Cons. + Bacen	21,29	16,31	33,21	51,08	22,23	5,95	5,27	5,35	7,41	10,04
Empresas Estatais	8,86	10,4	12,5	13,7	4,74	1,33	0,61	0,69	0,52	-0,07
Total Operacional	-1,29	0,19	1,74	0,79	-1,2	4,99	3,4	4,25	7,4	3,37
Set. Pub. Cons. + Bacen	-1,9	-0,6	1,23	0,76	-0,8	4,11	3,08	3,73	6,9	3,67
Empresas Estatais	0,61	0,79	0,51	0,03	-0,4	0,88	0,32	0,52	0,5	-0,3
Total Primário	-4,68	-2,71	-1,57	-2,19	-5,21	-0,27	0,09	0,87	-0,01	-3,22
Set. Pub. Cons. + Bacen	-2,95	-2,38	-1,16	-1,43	-4,02	-0,34	0,17	0,69	-0,36	-2,57
Empresas Estatais	-1,73	-0,33	-0,41	-0,76	-1,19	0,07	-0,08	0,18	0,35	-0,65
Juros Reais	3,36	2,9	3,31	2,98	4,07	5,26	3,3	3,38	7,42	6,64
Set. Pub. Cons. + Bacen	1,02	1,78	2,39	2,19	3,25	4,45	2,91	3,04	7,27	6,24
Empresas Estatais	2,34	1,12	0,92	0,79	0,82	0,81	0,39	0,34	0,15	0,4

FONTE: [www.ipeadata.gov.br](http://www.ipeadata.gov.br)

NOTAS: (+) Déficit, (-) Superávit. O conceito primário exclui o dispêndio com juros. No conceito operacional estão incluídas

As despesas com juros e excluída a correção monetária. E no conceito nominal estão incluídas as despesas com juros e correção monetária. Os resultados não incluem receitas de privatizações.

... Dado não disponível.

A tabela 7 apresenta as fontes de financiamento do setor público e o montante destinado ao pagamento dos juros da dívida interna e da dívida externa do setor.<sup>8</sup> Constata-se que no decorrer da década aumenta significativamente a participação dos juros da dívida interna no resultado deficitário do setor.

TABELA 7 - CONTAS PÚBLICAS: JUROS DA DÍVIDA INTERNA E EXTERNA, FINANCIAMENTO INTERNO E EXTERNO E EMISSÃO DE MOEDA - 1991-1999

ANO	(% PIB)								
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Juros Dívida Interna	1,1	2,1	1,6	2,6	4,64	4,06	3,04	7,23	5,62
Juros Dívida Externa	1,9	1,4	1,4	0,6	0,52	0,5	0,27	0,31	1,04
Financiamento Interno	-2,3	0,6	1,7	-5,6	6,24	8,55	2,23	4,47	0,16
Financiamento Externo	-0,5	-1,5	-3,9	-1,2	-1,95	-3,55	0,72	2,23	2,3
Emissão de moeda	3	3,7	3,5	4,8	0,61	0,41	1,39	0,82	0,96

FONTE: Banco Central. Relatório Anual. Brasília, vários números

NOTA: (1) PIB a preços correntes.

(2)Deflator: IGP-DI (centrado).

Diante dos fatos apresentados pode-se dizer que o Plano Real consegue cumprir seu grande objetivo, isto é, consegue reduzir a inflação, contudo, a um custo muito elevado de desequilíbrio externo aliado a desequilíbrio interno.

Diante do ambiente de instabilidade financeira que atinge os mercados mundiais com o evento asiático de 1997, em 17 de agosto de 1998 a Rússia é atingida pela crise, desvaloriza sua moeda, o rublo, e tem que declarar moratória de sua dívida. Isso, mais uma vez, afeta negativamente a credibilidade dos mercados emergentes. Em consequência há recomposição do portfólio dos investidores, em âmbito mundial, a favor de ativos de menor risco, o que limita de forma drástica o acesso de capitais a países em desenvolvimento. Aliado a isso ainda ocorre uma contração da demanda global, que é em parte contrabalançada pelo desempenho positivo da economia dos EUA ao longo do ano.

O Brasil, diante desta situação e da dificuldade que está enfrentando para financiar o déficit em transações, tem que adotar novas medidas de contenção à saída de dólares. Assim, a dependência do capital externo, associada à falta de ação concreta no combate ao déficit público e ao déficit em transações correntes, deixa o país em enormes dificuldades diante da crise russa. Desta forma, ainda em 1998 anuncia um acordo

<sup>8</sup>Outra forma de uso dos recursos pelo setor público é para financiar seu resultado primário, quando necessário.

internacional com organismos multilaterais e governos estrangeiros, através do qual recebe um pacote de ajuda no valor de US\$ 41,5 bilhões. Ou seja, estes organismos agem como emprestadores de última instância.<sup>9</sup> Conforme Dymski salienta, quando um país recebe muita riqueza do exterior os proprietários desta riqueza podem exigir medidas com a finalidade de proteger seus ativos. No caso do Brasil, o governo não consegue atender essas exigências dos estrangeiros para tornar seus ativos mais seguros e a fuga não pode ser contida. Mas o pacote de ajuda não é suficiente para evitar que a situação se torne mais grave e, em janeiro de 1999 a moeda é desvalorizada. A partir daí adota-se um regime de taxa de câmbio flutuante e, em meados do ano, um regime de metas inflacionárias.

Ao longo de 1999 observam-se resultados bem menos significativos do que esperava-se para a balança comercial e as reservas, após algumas oscilações, fecham o ano com saldo semelhante ao observado no primeiro mês de 1999, mas em valores bastante inferiores ao que se possuía antes do evento da Rússia. A taxa de juros, depois de um forte incremento para evitar a fuga de capitais, sofre reduções ao longo do ano, sendo que na primeira metade de 2000 permanece em níveis praticamente estáveis.

A desvalorização, diferentemente do que ocorre em outros países, não afeta os passivos das empresas brasileiras, pois estas se encontram amplamente protegidas contra a desvalorização. Com relação ao sistema financeiro, sua exposição ao risco cambial também é mínima, pois os ativos externos indexados ao câmbio excedem as obrigações em moeda estrangeira. Por outro lado, conforme Sensenbrenner (1998, p.110), os bancos brasileiros também fazem *hedge* de suas posições em dólar, vendendo contratos de compensação no mercado ou comprando seguros com garantias de moeda estrangeira emitidas pelo governo ou pelo Banco Central. Na realidade, o ônus da desvalorização recai sobre o setor público, já que a desvalorização aumenta a sua dívida.

Assim, a análise da economia brasileira nos anos 90, da mesma forma que os anos 70 e 80, também permite identificar uma tendência à fragilidade financeira de acordo com os aportes teóricos de Minsky e Dymski. Na realidade, gesta-se um novo processo de endividamento que culmina em uma desvalorização da moeda em 1999, à medida que choques externos deixam em evidência a não sustentabilidade da situação

---

<sup>9</sup> Salienta-se que os países asiáticos e a Rússia também obtiveram empréstimos por meio de emprestador de última instância quando foram atingidos pela crise. Um exemplo do que pode acontecer na ausência de intervenção do emprestador de última instância poderia ser visto mais tarde, em 2001, quando a Argentina é atingida por uma crise e a não intervenção contribui para o aprofundamento desta.

brasileira, e obrigam a reconhecer os limites da estrutura de financiamento Ponzi do país.

#### **4. Considerações finais**

A problemática central deste trabalho pode ser resumida na análise dos ciclos de endividamento da economia brasileira no período 1968-1999 dentro de uma perspectiva minskyana.

Neste sentido, foram identificados ciclos em que um rápido processo de endividamento (no qual o setor externo desempenhou papel-chave) foi seguido por uma situação de crescente fragilidade minskyana, com a conseqüente queda das taxas de crescimento da economia. Trata-se de uma dinâmica de ciclos endógenos que considera que os países subdesenvolvidos necessitam da entrada de capitais para sustentar taxas elevadas de crescimento. Isso resulta, num primeiro momento, num crescimento rápido com sobreendividamento, isto é, economias de *boom*. Entretanto, esta expansão esconde o perigo e quando a fragilidade torna-se evidente a expansão é questionada. Nesse momento, a estrutura de financiamento Ponzi dos países é reconhecida, e estes sofrem uma crise.

Foi possível verificar, também, que os momentos em que o país passou a receber capitais externos em volumes elevados coincidiram com momentos em que a situação externa apresentava-se favorável. Por conta disso, pode-se afirmar que, quando esses capitais fluíram para o Brasil, o interesse do país em adquirir empréstimos foi conciliado com o interesse dos países desenvolvidos em concedê-los. Por outro lado, nos momentos em que os credores externos passaram a questionar a capacidade de pagamento dos empréstimos contraídos pelo país, o fluxo de capitais cessou, desencadeando as crises. O próprio processo de endividamento gerou as condições para a crise, na medida em que o risco aumentava e a economia se desacelerava.

Outro fator de importância que se pôde observar na economia brasileira é que a fragilidade que atinge as finanças externas do país nas décadas aqui estudadas também atinge as finanças internas. Nesse sentido, tanto na década de 80 como em meados da década de 1990, as contas públicas internas encontram-se em situação Ponzi, ocorrendo, inclusive nos anos 90, a venda de ativos públicos para pagar a dívida.

Destaca-se, ainda, que na crise de 1982 o FMI age mais no sentido de organizar os credores como forma de pressionar os devedores a cumprir com os compromissos da dívida, agudizando a recessão nesses países. Já nos anos 90 os organismos

internacionais agem como emprestadores de última instância – embora imperfeitos –, concedendo recursos novos para os países que foram atingidos pelas crises. Isso possibilitou evitar uma recessão ainda mais profunda, embora sem afastar completamente a crise, que ainda persiste. O trabalho também chama a atenção de como aspectos institucionais, ligados à dinâmica do endividamento e à negociação da dívida, são chaves para evitar problemas mais agudos de instabilidade no crescimento econômico.

Em suma, pode-se dizer que a análise do período proposto permitiu identificar uma tendência da economia brasileira à fragilidade financeira de acordo com os aportes teóricos de Minsky e Dymksi.

### **Referências bibliográficas**

BACHA, Edmar L. O plano Real: uma avaliação. In: MERCADANTE, Aloísio (Org.). **O Brasil pós-real: a economia política em debate**. Campinas: Unicamp, 1997. p.11-69.

BAER, Monica et al. Os desafios à reorganização de um padrão monetário internacional. **Economia e Sociedade**, Campinas, n.4, p.79-126, 1995.

BAHRY, Thaiza Regina. **A economia brasileira no período 1968-1999: ciclos de endividamento e crescimento com restrição no balanço de pagamentos**. Curitiba, 2003. Tese (Doutorado em Desenvolvimento Econômico) – Curso de Pós-Graduação em Desenvolvimento Econômico, Universidade Federal do Paraná.

BANCO CENTRAL. **Relatório anual**. Brasília, 1978-1999.

CASTRO, Antonio Barros de; SOUZA, Francisco Eduardo Pires de. **A economia brasileira em marcha forçada**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1985.

CRUZ, Paulo Davidoff. **Dívida externa e política econômica: a experiência brasileira dos anos setenta**. São Paulo: Brasiliense, 1984.

CULPEPER, Roy. Retomada das afluências de capital privado para a América Latina: o papel dos investidores norte-americanos. In: FFRENCH-DAVIS, Ricardo; GRIFFITH-JONES, Stephany (Org). **Os fluxos financeiros na América Latina**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1997. p.41-80.

DYMSKI, Gary A. “Economia de bolha” e crise financeira no Leste Asiático e na Califórnia: uma perspectiva espacializada de Minsky. **Economia e Sociedade**, Campinas, n.11, p.73-136, dez. 1998.

FFRENCH-DAVIS, Ricardo. **Macroeconomía, comercio y finanzas para reformar las reformas en América Latina**. Chile: McGraw-Hill, Cepal, 1999.

FRANCO, Gustavo H. B. **O Plano Real e outros ensaios**. Rio de Janeiro: F. Alves, 1995.

GOLDENSTEIN, Lídia. **Repensando a dependência**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1994.

KREGEL, Jan A. **The brazilian crisis**: from inertial inflation to fiscal fragility. New York: New Economics Institute, 2000 (Working Paper, 294). Disponível em: <<http://www.levy.org>>.

KREGEL, Jan A. Was there na alternative to the brazilian crisis? **Brazilian Journal of Political Economy**, v.19, n.3 July-September 1999.

MINSKY, Hyman P. Integração financeira e política monetária. **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 3, p.21-36, dez. 1994.

MINSKY, Hyman P. **John Maynard Keynes**. New York: Columbia Univerty Press, 1975.

MINSKY, Hyman P. **Stabilizing na unstable economy**. New Haven: Yale Univerty Press, 1986.

SAYAD, João. A política cambial do Plano Real. **Economia Aplicada**, São Paulo, v.3, n.especial, p.47-59, mar.1999.

SAYAD, João. Observações sobre o Plano Real. In: MERCADANTE, Aloísio (Org.). **O Brasil pós-Real**: a economia política em debate. Campinas: Unicamp, 1997. p.71-88.

SENSENBRENNER, Gabriel. An assessment of risks in the brazilian financial system. In: IMF Staff Coutry Report. Brazil: Recent Economic Developments, n. 98/24, Washington, DC, abril 1998. Disponível em: <<http://www.imf.org>>.

SOUZA, Francisco Eduardo Pires de Souza. Metamorfoses do endividamento externo. In: CASTRO, Antonio Barros de, Francisco Eduardo Pires de. **A economia brasileira em marcha forçada**. Rio de Janeiro : Paz e Terra, 1985.

ZONENSCHAIN, Claudia Nessi. Estrutura de capital das empresas no Brasil. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v.5, n.10, dez. 1998.

## Apêndice

TABELA A.2 - PRODUTO INTERNO BRUTO - 1968-1999

ANO	PRODUTO INTERNO BRUTO	VAR. REAL (%)	ANO	PRODUTO INTERNO BRUTO	VAR. REAL (%)
1968	34 135	9,80	1984	189 744	5,40
1969	37 392	9,50	1985	211 092	7,85
1970	42 576	8,71	1986	257 812	7,49
1971	49 162	11,34	1987	282 357	3,53
1972	58 752	11,94	1988	305 707	-0,06
1973	84 086	13,97	1989	415 916	3,16
1974	110 391	8,15	1990	469 318	-4,18
1975	129 891	5,17	1991	405 679	1,03
1976	153 959	10,26	1992	387 295	-0,54
1977	177 247	4,93	1993	429 685	4,92
1978	201 204	4,97	1994	543 087	5,85
1979	223 477	6,76	1995	705 449	4,22
1980	237 772	10,18	1996	775 475	2,66
1981	258 553	-4,25	1997	801 662	3,27
1982	271 252	0,84	1998	775 501	0,22
1983	189 459	-2,93	1999	556 837	0,79

FONTE: IPEA

NOTA: PIB a preços correntes US\$ milhões.



TABELA A.5 - BALANÇO DE PAGAMENTOS - BRASIL - 1968-1999

PERÍODO	BALANÇA COMERCIAL FOB			SERVIÇOS			TRANSF. UNILATERAIS	TRANS. CORRENTES	BALANÇA DE CAPITAIS	BALANÇO DE PAGTOS
	Exportação	Importação	Saldo	Luc. e Divid.	Juros Líqu.	Saldo				
1968	1 881	1 855	26	-84	-144	-556	22	-508	585	76
1969	2 311	1 993	318	-81	-182	-630	31	-281	871	549
1970	2 739	2 507	232	-119	-234	-815	21	-562	1 015	545
1971	2 904	3 247	-343	-118	-302	-980	14	-1 309	1 846	5 294
1972	3 991	4 232	-241	-161	-359	-1 250	5	-1 486	3 492	2 439
1973	6 199	6 192	7	-198	-514	-1 722	27	-1 688	3 512	2 179
1974	7 951	12 641	-4 690	-248	-646	-2 433	1	-7 122	6 254	-936
1975	8 670	12 210	-3 540	-235	-1 498	-3 162	2	-6 700	6 189	-950
1976	10 128	12 383	-2 255	-380	-1 810	-3 763	1	-6 017	6 594	1 192
1977	12 120	12 023	97	-455	-2 104	-4 134	0	-4 037	5 278	630
1978	12 659	13 683	-1 024	-561	-2 696	-6 037	71	-6 990	11 891	4 262
1979	15 244	18 084	-2 840	-636	-4 186	-7 920	18	-10 742	7 657	-3 215
1980	20 132	22 955	-2 823	-310	-6 311	-10 152	168	-12 807	9 679	-3 472
1981	23 293	22 091	1 202	-370	-9 161	-13 135	198	-11 734	12 772	625
1982	20 175	19 395	780	-585	-11 353	-17 083	-8	-16 311	7 851	-8 828
1983	21 899	15 429	6 470	-758	-9 555	-13 415	108	-6 837	2 103	-5 404
1984	27 005	13 916	13 090	-796	-10 203	-13 215	171	45	253	700
1985	25 639	13 154	12 486	-1 057	-9 659	-12 877	150	-241	-2 554	-3 200
1986	22 349	14 044	8 304	-1 350	-9 327	-13 695	86	-5 304	-7 109	-12 356
1987	26 224	15 052	11 172	-909	-8 792	-12 678	70	-1 436	-7 987	-10 227
1988	33 789	14 605	19 184	-910	-9 832	-15 103	94	4 175	-8 685	-5 343
1989	34 383	18 263	16 120	-2 383	-9 633	-15 331	244	1 033	-11 432	-11 174
1990	31 414	20 661	10 753	-1 591	-9 748	-15 370	834	-3 782	-3 855	-7 965
1991	31 620	21 041	10 579	-665	-8 621	-13 541	1 556	-1 407	-4 343	-4 873
1992	35 793	20 554	15 239	-574	-7 253	-11 340	2 243	6 144	5 918	10 676
1993	38 563	25 256	13 307	-1 831	-8 280	-15 585	1 686	-592	8 413	6 902
1994	43 545	33 078	10 467	-2 483	-6 338	-14 743	2 588	-1 688	14 294	12 940
1995	46 506	49 858	-3 351	-2 590	-8 158	-18 595	3 974	-17 972	29 359	13 480
1996	47 747	53 346	-5 599	-2 374	-9 173	-20 443	2 900	-23 142	33 959	9 017
1997	52 994	59 837	-6 843	-5 597	-10 388	-26 279	2 216	-30 906	25 972	-7 845
1998	51 140	57 734	-6 594	-7 181	-11 947	-28 800	1 778	-33 615	19 961	-17 285
1999	48 011	49 272	-1 261	-4 099	-15 237	-25 829	2 027	-25 062	17 240	-10 740

FONTE: IPEA

NOTA: Em US\$ milhões.