

# **Dívida Externa Brasileira de 1999 a 2002: Interagindo em um Mercado Financeiro Internacional Instável em Situação de Extrema Vulnerabilidade Externa (Revisitando 1983-1986)\***

*Luiz M. de Niemeyer N., PUC-SP\*\**

## **Resumo**

*Esse trabalho analisa o endividamento externo brasileiro no período de 1999-2002. No período em questão nossa economia encontrava-se em situação de crescente vulnerabilidade externa tendo que interagir num mercado financeiro internacional onde as incertezas eram cada vez mais crescentes e a oferta de recursos cada vez mais escassa. A economia brasileira, em decorrência do alto influxo de capitais externos e da política econômica de "evitar uma crises especulativas" do período 1994-1998, é levada a um esquema de financiamento tipo Ponzi do setor público associado a um sempre crescente endividamento interno. Uma análise de processo semelhante ocorrido no período de 1983-1986 é realizada. Levando em consideração o impacto das valorização cambial nos juros da dívida interna no período 1999-2002, verifica-se que a evolução financeira da dívida interna no período de 1999-2002, apresenta números mais negativos do que a do período de 1983-1986. Finalizando, discute-se, nos dois períodos, aspectos da lucratividade dos bancos associado a aplicações em títulos da dívida interna.*

\* O autor agradece ao Prof. Valdir Quadros da PUC-SP pelas informações a respeito da contabilização dos juros da dívida interna, eximindo o mesmo de qualquer responsabilidade a respeito dos dados fornecidos

\*\* Professor Dr. do Departamento de Economia da **PUC-SP**

## **Introdução**

O objetivo desse trabalho é analisar a evolução do endividamento externo da economia brasileira no período de 1999 a 2002 levando em consideração os impactos que o crescimento dessa dívida gerou na economia brasileira: fragilidade financeira da economia brasileira decorrente do esquema de financiamento Ponzi do setor público brasileiro. Nossa hipótese de trabalho é que a evolução financeira da dívida interna no período de 1999-2002, em virtude do esquema de financiamento Ponzi do setor público, apresenta números mais negativos do que a do período de 1983-1986 quando a economia brasileira era afetada pela chamada "ciranda financeira" e a conseqüente "desintermediação financeira" decorrente do fato de a dívida pública federal ter adquirido uma dinâmica predominantemente financeira.

Na seção I apresentamos a evolução do mercado internacional de crédito para países emergentes no período de 1999 a 2002. Na seção II, discutimos a evolução da nossa dívida externa em um período de alta vulnerabilidade externa como foi o caso de 1999-2002. Na seção III, tomando como base um estudo de Palma (2000a) a respeito de crises especulativas recentes, caracterizamos a situação de financiamento Ponzi do setor público brasileiro, aspecto ímpar da crise brasileira de 1998/1999 se comparada com a crise Asiática de 1997 ou a crise mexicana de 1994. A seção IV revisita os turbulentos anos de 1983-1986 quando o crescente endividamento interno brasileiro associado a crise da dívida externa de 1982, torna-se uma das principais preocupações dos estudiosos de nossa economia. O papel desempenhado pelas ORTNs com variação cambial é ressaltado. Finalmente, tecemos nossas considerações finais quando comparamos o processo de endividamento interno, associado ao alto endividamento externo, do período de 1999-2002 e 1983-1986.

## **I - O Mercado Internacional de Crédito de 1999-2002- Volatilidade, Incertezas, e Contágio**

O grande elemento de diferenciação do período em questão (1999-2002) com resto da década de noventa é que a economia americana e mundial nos anos noventa experimentava um período de crescimento puxado pela performance da economia americana. A partir do segundo semestre de 1998 a economia americana começou apresentar sinais de desaquecimento e levou consigo a Europa e o Japão que não

adotaram políticas anticíclicas convenientes. No tocante ao mercados emergentes Investimentos Diretos se tornam a principal fonte de recursos dado que os outros capitais privados "secaram". O ano de 2002 marca a primeira queda no produto da América Latina desde 1983.

**Tabela 1- Fluxos Financeiros para Mercados Emergentes e a América Latina - US\$ bilhões**

Ano	1999	2000	2001	2002*
<b>Fluxos Privados Líquidos (FPL)- Total</b>	<u>148,2</u>	<u>185,6</u>	<u>125,7</u>	<u>112,5</u>
<b>FPL- América Latina (IDL+IPL)</b>	69,7	62,6	47,8	25,2
<b>Investimento Direto Líquido (IDL)</b>	75,3	60,6	54	35,6
<b>Investimento de Portfólio Líquido(IPL)</b>	-7,6	-6,2	0,7	-1,8
<b>Credores Privados (BCL+NBL)</b>	2,0	8,2	-6,9	-8,6
<b>Bancos Comerciais Líquido (BCL)</b>	-15,7	1	-10,1	-7,5
<b>Não Bancários Líquido (NBL)</b>	17,7	7,3	3,2	-1,2

**Fonte:** The Institute of International Finance (2003: 2-8 ).

Em 1999, a nível global, tendo com pano de fundo uma movimento "exuberante" nas principais bolsas de valores<sup>1</sup>, a grande novidade foi a introdução do Euro que. Já o ano terminou com a preocupação com o Y2K o chamado "bug" do milênio e seu impacto no nível de atividade econômica. O mercado financeiro internacional em 1999 para os países emergentes iniciou o ano severamente afetado pela moratória russa do terceiro trimestre de 1998 e principalmente pelo impacto da crise brasileira do início de 1999 quando as autoridades do país adotaram o sistema de cambio flutuante.

Um ponto positivo que contrabalançou o impacto da crise brasileira, nos mercados emergentes, foi a recuperação apresentada pelas economias asiáticas que se tornaram superavitárias em conta corrente. Essa recuperação contribui para que o impacto da crise brasileira fosse de vida curta. De acordo com dados de agosto de 1999 do BIS (BIS 1999) do total do estoque de ativos dos bancos internacionais para os países em desenvolvimento no valor de US\$ 830,5 bilhões ao final de março de 1999, US\$ 361,5 bilhões referiam-se a empréstimos para a Ásia e US\$ 307,8 bilhões para a América

<sup>1</sup> A emissão de ações superou a emissão de títulos no mercado internacional em 1999. (BIS fev. 2000)

Latina (US\$ 88 bilhões para o Brasil). No período em questão, os países do Leste Asiático se "descolaram" da América Latina e mantiveram-se distantes das principais crises de "contágio" do período.

De acordo com o BIS de novembro(BIS, 1999)a partir do terceiro trimestre de 1999 os bancos internacionais reduziram seus créditos em US\$ 10,6 bilhões para a América Latina (US\$ 3,4 bilhões no Brasil)<sup>2</sup>. Já a emissão de títulos teve um aumento líquido de US\$ 4,6 bilhões. Essa emissão poderia ter sido maior não fosse o aumento do custo em função do "default" do Equador no fim de setembro de 1999.

No tocante ao mercado de títulos internacionais para as economias emergentes, podemos dizer que foi estável durante os oito primeiros meses de 2000. Na América Latina, os principais tomadores das emissões foram respectivamente os governos desses países e instituições financeiras privadas. Países como o Brasil mantiveram uma estratégia de promover emissões de títulos para pagar antecipadamente as "Brady bonds" mais caras. O governo brasileiro emitiu US\$ 8,9 bilhões de títulos até agosto. Particularmente os governos procuravam tirar proveito da redução das taxas de juros internacionais promovida pela redução dos juros básicos americanos a partir de outubro de 1998.

A partir de setembro de 2000 observa-se queda acentuada nas bolsas e tendência a aumento no preço do petróleo. A partir do último trimestre do ano de 2000 a economia americana e mundial começaram a apresentar acentuada queda de atividade sugerindo que estariam entrando em uma fase de estagnação ou crescimento muito lento. Relatórios do JP Morgan- Chase informava que "o crescimento da economia global em 2001-2002 seria o mais fraco de qualquer outro período bianual dos últimos 30 anos

Na área de comércio exterior, a Ásia e a América Latina foram as mais afetadas dado que os EUA são os maiores importadores de seus produtos. A UNCTAD calculava que o comércio internacional cresceria 4 por cento em 2001 contra 12 por cento em 2000, o preço das commodities em 2000 caiu ao nível de 1999(UNCTAD 2001).

No início de 2001, o contágio retorna aos mercados emergentes, principalmente a América Latina. Em fevereiro, as autoridades turcas foram forçadas a desvalorizar a lira

---

<sup>2</sup> De acordo com BIS de novembro de 2002, os bancos internacionais suspenderam seus créditos para a América latina desde o início de 1998

poucas semanas depois, o chamado custo Argentina em seu débitos externos praticamente dobrou com relação ao seu nível de fevereiro em função de queda na arrecadação fiscal e renúncia de dois ministros da economia.

Antes dos acontecimentos de 11 de setembro de 2001 as condições da chamada economia global vinham se deteriorando a pelo menos um ano. Na Comunidade Européia as taxas de crescimento estagnaram a partir do segundo trimestre de 2001. Suas políticas de diminuição de desemprego, responsáveis pela queda neste índice de 11,5 por cento em 1997, para 8,5 por cento tiveram que ser suspensas. O Japão, segunda economia mundial, apresentava o "recorde" de ser a única economia industrial com duas "recessões" e baixas taxas de crescimento ao longo da década de noventa. Para os países em desenvolvimento, as consequências desastrosas se intensificarão em termos de redução de suas exportações, investimentos e fluxos financeiros. Segundo o Institute of International Finance (IIF) as exportações dos países emergentes caíram 2,3 por cento em 2001 e apresentaram um crescimento de 8,5 por cento em 2002 (IIF 2003: 4)

A crescente incerteza com relação às perspectivas para as economias emergentes que se seguiu ao ataque terrorista de 11/09/2001, severamente limitou o acesso dos mercados emergentes ao mercado internacional de crédito e de títulos. Trata-se do início do período batizado de "aversão ao risco". Essa aversão ocorreu em função do fim da bolha especulativa nas bolsas dos países desenvolvidas, escândalos envolvendo governança corporativa nos EUA (Enron, etc) e o pós 11 de setembro.

Segundo nos reporta o BIS de Dezembro de 2001 (BIS 2001) "a atenção continuou sendo a Argentina e a Turquia. No início de setembro de 2001, o FMI aumentou o tamanho do seu pacote de ajuda financeira para a Argentina de US\$ 8 bilhões para US\$ 22 bilhões. Os problemas da Argentina, por sua vez, pesaram nos sentimentos dos investidores com relação ao Brasil, onde uma redução do crescimento econômico, composto por uma crise de energia contribuiu para uma depreciação de 28% de sua moeda do início do ano até o final de outubro" (BIS 2001: 10). Em dezembro ocorreu o "default" da dívida de US\$ 132 bilhões da Argentina acompanhado de um período de instabilidade social no país. As contas bancárias foram congeladas e o FMI, alegando ritmo lento da reforma fiscal suspendeu desembolsos de recursos do acordo anterior.

O ano de 2002 marca a primeira queda no produto da América Latina desde 1983. Fluxos líquidos de capital para economias emergentes continuaram a recuar. A queda para US\$ 112,5 bilhões em 2002 contra US\$ 125,7 bilhões em 2001 representa o menor volume em uma década e bem a abaixo da média anual dos anos noventa de US\$ 185 bilhões (IIF 2003: 4).

Durante os primeiros quatro meses de 2002 o novo governo argentino tentou desenhar uma nova política econômica implantando finalmente o sistema de cambio flutuante e o peso se desvalorizou substancialmente. Nesse mesmo período de tempo, aplicações em títulos brasileiros geravam bastante preocupação dada a queda no nível de atividade econômica e perspectiva de vitória de um candidato de oposição. O índice Bovespa caiu 11% entre janeiro e maio, e o risco Brasil cresceu em duzentos pontos base atingindo 900 pontos.

A partir maio, a aversão ao risco, se espalhou pelo mercado internacional de crédito para países emergentes. Brasil e Turquia se tornaram a maior preocupação enquanto o Uruguai enfrentava uma crise bancária em função de saques de cidadãos argentinos.

No fim de Julho de 2002, o risco Brasil atingia 2400 pontos. No início de Agosto um pacote US\$ 30 bilhões do FMI trouxe um alívio temporário para os mercados<sup>3</sup>. O Uruguai foi forçado a fechar seus bancos no início de agosto. O governo dos EUA fez um empréstimo ponte de emergência de US\$1,5 bilhões para o Uruguai, que seria pago por um pacote do FMI. Em Outubro o Real brasileiro atingiu a taxa recorde de R\$4,00 por dólar!

## **II- A Economia Brasileira Endividamento Externo e Vulnerabilidade Externa**

Entre 1999 e 2002 o Brasil sofreu uma série de pressões (ataques) especulativos sendo os mais importantes: a desvalorização forçada de fevereiro de 1999, o ato terrorista de 11 de setembro, o naufrágio da Argentina logo em seguida e a incerteza da sucessão presidencial. O Brasil assinou acordos com o FMI envolvendo recursos da ordem de US\$ 86 bilhões (US\$ 41,5 bilhões em

---

<sup>3</sup> Todavia, poucos dias depois o risco de crédito Brasil foi "downgraded" pela Moody's para B2, cinco classificações abaixo do grau de investimento.

1998/99, US\$ 15 bilhões de agosto de 2001 e US\$ 30 bilhões em setembro de 2002). Desse total foram desembolsados cerca de US\$ 55 bilhões.

**Tabela 2- Dívida Externa Total - 1998-2002** (US\$ Milhões)

<b>Ano</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002(c )</b>
<b>Dívida Externa Total (DET) (a)</b>	199998	241644	225609	216921	209934	212873
<b>DET % PIB (b)</b>	22,6	28,4	42	36	41	45

**Fonte:** (a) Até 2000, Relatório Anual do Bacen; 2001e 2002 Boletim do Bacen Dezembro de 2002; (b) 1997, Relatório Anual do Bacen de 2001. Demais anos, Indicadores Economicos do Bacen, Março 2003. Em 2001 foi feita uma "revisão" na posição de financiamento do endividamento médio e de longo prazo do setor privado implicando de redução na dívida total superior a US\$ 20 bilhões a partir de 1999. (c) até setembro, , Indicadores Economicos do Bacen, Março 2003.

**A idéia de vulnerabilidade externa esta associada, em parte, ao seguinte ponto. O país precisa cobrir seu déficit em transações correntes. Se a conta de capital é positiva, estão entrando investimentos diretos, empréstimos e financiamentos acima das saídas de capital, o déficit é financiado de forma voluntária pelo movimento de capitais. Caso isso não ocorra, o país precisará utilizar suas reservas internacionais. Crises cambiais ocorrem quando cessa a entrada de capital voluntário e o país não tem reservas suficientes. Nesse caso, a solução é procurar empréstimos junto ao Fundo ou, em última instância, declarar a moratória.** (Pereira, 2002)<sup>4</sup>

Em decorrência, principalmente, dos acordos com o FMI, o Brasil realizou um rápido e profundo processo de ajuste fiscal. Em 1999, o Brasil passou a apresentar superávit primário ao invés de déficit, como ocorreu nos últimos cinco anos. Desde então o superávit primário foi sempre maior que 3% do PIB e sempre excedeu num ano o do ano anterior. Em 2002, o superávit recorde de 4,01 % do PIB foi um número acima daquele acordado com o FMI para o período, 3,88%. Em Junho de 1999 , o Brasil adotou o regime de metas de inflação.

<sup>4</sup> (Conjuntura Econômica, março/2002, Lia Valls Pereira, *A vulnerabilidade externa e o papel da balança comercial*).

Durante 1999, quando da implantação do sistema de câmbio flutuante o governo foi forçado a usar os títulos públicos com variação cambial, os chamados "hedge", como forma de conter a alta do dólar. Por exemplo, no final de agosto as autoridades monetárias chegaram a oferecer US\$ 3 bilhões de "hedge", para forçar uma queda do dólar de R\$1,99 para 1,903. No final de dezembro o dólar era cotado a R\$1,86, uma variação de 56% em relação ao final de dezembro de 1998.

**Tabela 3- Fontes e usos de recursos externos**

Ano	1999	2000	2001	2002
Exportações	48011	55086	58223	60361
Importações	49210	55783	55581	47235
(1) Saldo da Balança Comercial	(1199)	(697)	2642	13126
(2) Investimento Direto	30042	29559	22457	16566
(3)Variação das Reservas	7822	2262	(2855)	(1957)
(4) Fontes (A)	36665	31124	22244	27735
(5) Serviços Líquidos (a)	9251	8878	10978	7953
(6) Juros Líquidos (b)	14876	14649	14877	13130
(7) Amortizações (C)	49120	34690	35151	30449
(8) Necessidades (B)	73247	58217	61006	51532
(9) B-A	36582	27093	38762	23797
(10) Empréstimos ©	47924	32609	41265	30188
(11) Empréstimos de curto prazo	(8452)	(2311)	306	(6574)
(12)Empréstimos Líquidos	39472	30298	41571	23614
(13) Operações de regularização de reservas do Bacen <b>(FMI)</b>	2966	(10323)	6639	11480

**Fonte:** 1999 e 2000 Boletim do Bacen (BB), abril 2001(V.2); 2001 e 2002 Indicadores Economicos, Bacen 12/02/2003 (V.22). (a) juros excluídos, transferências correntes incluídas; (b) obtido do demonstrativo Rendas: para 1999 e 2000, BB de Janeiro de 2003 (V.7), para 2001 e 2002 Indicadores Economicos, Bacen 12/02/2003 (V. 15); (c) para 2001 e 2002 exclui amortizações de empréstimos do Bacen e intercompanhia, para 1999 e 2000, não especificado;

No tocante aos fluxos de capital, como podemos ver pela tabela 3 que os fluxos de investimentos diretos(ID) colocaram o Brasil em uma posição de destaque, com uma absorção de US\$ 30 bilhões em 1999 e 2000. Podemos observar que o ID foi componente fundamental no suprimento das necessidades de recursos tanto em 1999, como em 2000. A importância dessa fonte de financiamento externo pode ser ilustrada quando, por



exemplo, o governo utilizou de US\$8,7 bilhões destes recursos para pagar em abril de 2000, uma parcela de US\$ 10,4 bilhões ao FMI<sup>5</sup>.

Tanto em 1999 como em 2000 a entrada de empréstimos foram inferiores ao volume de amortizações e juros. O ID foi fundamental para o fechamento de nossas contas. Outro ponto a destacar nesse biênio, no tocante a fonte de recursos, foi a variação das reservas internacionais, principalmente em 1999 quando o Brasil sofreu uma redução de suas reservas de cerca de US\$ 7,822 bilhões.

**Tabela 4- Dívida Externa Não Registrada- 1994-2002**

US\$ bilhões

Ano	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002-a	2002-b
Valor	28,2	29,9	35,8	32,2	21,29	22,27	20,74	17,21	17,7	16,0

**Fonte:** Boletim do Bacen diversos. **a)** março; **b)** setembro

O ano de 2000 terminou com um otimismo moderado dado que a economia apresentou um crescimento do PIB de 4,36% contra um crescimento praticamente nulo em 1999. Infelizmente já no início de 2001 o otimismo logo se reverteu. As previsões de início do ano apontavam para um volume de ID entre US\$ 20 bilhões e US\$ 22 bilhões. O nível das reservas internacionais sofreram sucessivas quedas desde o início deste ano: entre fevereiro e março, a queda foi de US\$ 1 bilhão.

Em abril de 2000 as reservas atingiram US\$ 34,6 bilhões. Até o fim do ano a previsão era de um nível de reservas de cerca de US\$ 33 bilhões indicando que o uso de reservas para o fechamento de nossas contas externas estava esgotado dado, entre outras coisas, que o governo necessitava de usar reservas para fazer intervenções no mercado de câmbio de formas a conter o impacto inflacionário das desvalorizações cambiais.

No primeiro trimestre de 2001 a economia se encontra em franca desaceleração refletindo o impacto da crise energia e do cenário internacional. No segundo trimestre o PIB sofreu uma retração de 1% em relação ao primeiro trimestre do ano. Foi a primeira taxa trimestral negativa desde a crise russa, em 1998. Antes dos atentados de 11 de setembro, os humores do mercado financeiro com relação ao Brasil, eram determinados pela situação argentina que se deteriorava a olhos vistos. Os atentados só fizeram agudizar a instabilidade internacional e seu reflexo sobre as contas externas brasileiras.

<sup>5</sup> (FSP 13/02/2001, *Brasil usa dinheiro de for a para pagar o FMI*)

No ano de 2001 o Brasil tinha necessidades de recursos externos de US\$ 61 bilhões. Tanto o recurso a diminuição do volume de reservas e principalmente a captação de ID se retrairam substancialmente. Consequentemente, apesar da performance positiva da balança comercial, a melhor do governo FHC, o Brasil não teve outra escolha a não ser recorrer ao FMI para fechar suas contas externas. Tomamos US\$ 6,6 bilhões do FMI: US\$ 2 bilhões no mês de julho e US\$4,6 bilhões em setembro.

A chamada aversão ao risco presente no mercado internacional que se intensificou a partir de 11 de setembro gerou um elemento adicional ao complexo cenário externo brasileiro: a ausência de créditos comerciais. Como podemos observar pela Tabela 3, as linhas de crédito comercial, responsáveis pela quase totalidade da dívida externa não registrada, sofreram redução significativa no período 1999-2002.

No final de 2001, sob o efeito do colapso argentino, a procura por proteção cambial no auge da crise quando o dólar chegou a R\$ 2,83 - dobrou. De acordo com o Bacen, de uma posição de cerca de US\$ 22 bilhões, o total de "hedge" (dívida interna com correção cambial) pulou para US\$ 44 bilhões em 2001.

A relação dívida pública/PIB atingiu cerca de 55,2 % em Janeiro de 2002, um recorde e novo incômodo. Em Junho de 2002 a preocupação no chamado mercado era com a capacidade de pagamento de sua dívida pública brasileira, temia-se uma nova Argentina. Em Julho, 28% da dívida mobiliária federal era atrelada ao dólar somando-se a este número, a dívida externa do setor público de cerca de 15% do PIB e tínhamos cerca de 40% da dívida pública federal afetada pelo comportamento da taxa de câmbio. No final de Julho, a taxa de câmbio atingiu R\$3,14 representando uma desvalorização de mais de 30% em três meses. Para se avaliar o clima de instabilidade na economia, basta citar que no mês de Junho, o volume de saídas de capital via CC-5 foi de US\$ 4,2 bilhões e em Julho, US\$ 3 bilhões. Em julho de 2002 o volume do chamado "hedge" era de US\$ 43 bilhões com tendência a se estabilizar nesse nível. Em outubro de 2002 a dificuldade do governo em rolar a sua dívida interna atrelada a variação cambial refletiu numa taxa de câmbio recorde de R\$4,00 por dólar.

Em Junho o FMI rapidamente liberou US\$ 10 bilhões e autorizou uma diminuição no piso das reservas de US\$ 20 bilhões para US\$ 15 bilhões. A idéia era poder intervir no mercado de câmbio e recomprar dívida. Em setembro novo acordo foi assinado com o

FMI no valor total de US\$ 30 bilhões<sup>6</sup> sendo que US\$6 bilhões ainda seriam desembolsados em 2002. Resumindo 2002, a importância dos empréstimos do FMI para o fechamento de nossas contas externas apresenta em toda sua clareza a vulnerabilidade externa da economia Brasileira (tabela 3 , linha 13).

**Tabela 5- Dívida Líquida do Setor Público: Fim de Período(a)- 1994/2002** (Em % do PIB)

<b>Ano</b>	<b>Dívida Líquida Interna</b>	<b>Dívida Líquida Externa</b>	<b>Dívida Total(a)</b>	<b>Dívida Líquida Total(b)</b>
<b>1994</b>	17,6	8,4	26,6	29,6
<b>1995</b>	21,8	5,5	27,3	30,4
<b>1996</b>	27,0	3,9	30,9	33,3
<b>1997</b>	26,4	4,9	30,7	34,3
<b>1998</b>	32,5	6,4	38,9	43,3
<b>1999</b>	34,2	10,4	44,6	49,2
<b>2000</b>	35,5	9,7	45,2	49,4
<b>2001</b>	38,4	10,6	49,0	53,3
<b>2002</b>	38,0	15,5	53,5	57,5

**Fonte:** Gimabiagi 2001: 31. Para 2002 (novembro) Boletim do Bacen de 01/2003

**a)** Exclui base monetária

**b)** Inclui base monetária?

Como bem destacou o estudo de Palma (2002b) o crise brasileira (tipo 3) gerou um financiamento tipo Ponzi do setor público associado ao sempre crescente endividamento doméstico do setor público. O crescimento brutal da dívida líquida do setor público brasileiro, principalmente aquela parcela referente a dívida pública interna foi o nó gordico de nossa economia no período. O chamado "mercado", em meados de 2002 atribuía a crescente instabilidade vivida pela economia brasileira não mais ao contágio da impressionante crise argentina, mas sim à questão de ser nossa dívida pública líquida (principalmente a dívida interna) pagável. As tabelas 4 e 5 que se seguem ilustram bem essa questão:

Em 2002, os gastos com juros chegaram a R\$113,98 bilhões o dobro do superávit primário acumulado. O total em títulos públicos em circulação em dezembro de 2002

<sup>6</sup> Comentou-se na imprensa na época (Wall St. Journal) que o acordo ocorreu por pressão dos bancos internacionais dado o alto "exposure" de algum deles no país. Exemplificando a época do acordo as instituições que se seguem tinham a seguinte exposição: Citibank, US\$ 11,4 bilhões; Fleet Boston, US\$ 10,4 bilhões; J.P. Morgan-Chase, US\$ 2,7 bilhões; Bank of America, US\$2 bilhões.

valiam R\$623,2 bilhões. Desse total, 34,76% estavam nas carteiras dos bancos. Outros 32,11% estavam nas mãos dos fundos FIFs (Fundos de Investimentos Financeiros). Ou seja, a maior parte dos juros foi parar nas mãos dos bancos.

**Tabela 6- Títulos Públicos Federais: Participação por Indexador-  
Dezembro de 1994/2002** (Saldos em 31/12)

Composição	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Cambio	8,3	5,3	9,4	15,4	21	24,2	22,3	28,6	23,6
Selic	16	37,8	18,6	34,8	69,1	61,1	52,2	52,8	57,7
Prefixados	40,2	42,7	61	40,9	3,5	9,2	14,8	7,8	4,4
IGP/IGP-M	12,5	5,3	1,8	0,3	0,4	2,4	6	7	10,8
Outros	23	8,9	9,2	8,6	6	3,1	4,7	3,8	1,5
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

**Fonte:** Giambiagi (2002, p. 32); para 2002 Boletim do Bacen de 01/2003

### **III- O Esquema de Financiamento Ponzi do Setor Público e a Fragilidade Financeira da Economia Brasileira- Antecedentes**

De formas a avaliarmos o impacto da crise financeira brasileira de 1998/99, no período em estudo, é necessário compreendê-la no contexto internacional. Em seu "paper" Palma (Palma,2000a) apresenta uma análise dinâmica do que levou a uma crise financeira, diversos países em desenvolvimento que adotaram a liberalização financeira<sup>7</sup> e câmbio fixo<sup>8</sup> De formas a desenvolver uma taxinomia das crises financeiras que recentemente afetaram estes países, o autor se concentrou principalmente nas seguintes crises: México 1994 que ele denominou rota 1; Coréia 1997, rota 2; e Brasil 1998/9, rota 3.

O grande mérito do estudo de Palma é sua preocupação com aspectos estruturais das crises ao contrário de outros estudos que assumem modelos matemáticos de otimização dinâmica<sup>9</sup>. O preocupação principal do estudo de Palma é o surto repentino e maciço de fluxos de capitais internacionais, que se seguiu a uma liberalização financeiras em todos esses países- crises. O autor tenta demonstrar que não importa o nível de esforço despendido pelos países menos desenvolvidos - que adotaram liberalização

<sup>7</sup> Para uma discussão sobre abertura ou liberalização financeira, Aky  $\neq$  z (Aky  $\neq$  z 1994).

<sup>8</sup> Nota do autor.

<sup>9</sup> Para uma crítica a esse modelos de crises "mainstream", Taylor (1998: 6)

financeira - de formas a lidar com esse problema, eles sempre terminaram numa crise financeira<sup>10</sup>.

Do período de liberalização financeira até as respectivas crises, os países selecionados, receberam o seguinte volume de recursos internacionais em valores de 1999: a) Brasil entre 1994 e 1998, US\$ 220 bilhões; b) México entre 1988 e 1994, US\$ 150 bilhões; c) Leste Asiático (com ênfase na Coreia) entre 1988 e 1997 US\$ 260 bilhões (Palma 2000a, p. 7).

As três diferentes rotas de crise financeira derivam-se das diferentes formas pela quais esses países tentaram lidar com o problema da absorção desse influxo repentino de capitais internacionais. Ou seja, como as autoridades tentaram conter o efeito expansionário dos fluxos internacionais de crédito repentinos ou como as autoridades tentaram absorver esses fluxos repentinos. As rotas pretendem avaliar o quanto as autoridades monetárias permitiram que o fluxo de crédito se transformasse em uma expansão da economia.

Nas palavras de Palma (2000a, p.11) o Brasil adotou ou seguiu a rota 3. O país tentou conter o efeito expansionário através da colocação de uma "cortina de ferro" em volta deste efeito. Essa cortina se deu principalmente via aumento das reservas, altos graus de esterelização e altas taxas de juros (política que o autor cunha "política de evitar o México").

A outra forma, via rota 1 e 2, seria se livrar destes fluxos repentinos através da expansão do crédito na economia. Nos períodos estudados, o crédito para o setor privado aumentou de 10% para 50% tanto no México como na Coreia. No Brasil em termos relativos ao PIB, o crédito ao setor privado caiu pela metade entre o começo do Real e sua crise financeira (Palma, 2002b, p.35).

No México (rota 1) esta expansão de crédito foi direcionada para as famílias. Já na Coreia (rota 2), essa expansão se dirigiu para o setor privado. Outra principal característica da rota 1, é como esse fácil acesso ao crédito gerou uma bolha de ativos no mercado acionário ("Tulipa mania style") e uma bolha no mercado imobiliário que o autor chama de um ciclo do tipo Kuznets: um grande influxo de capital externo,

---

<sup>10</sup> A outra preocupação do autor é com a discussão a respeito de políticas de controle desses fluxos que esta foge ao escopo de nossa pesquisa atual.

associado a uma liberalização das finanças domésticas, e a uma apreciação da taxa de câmbio real gerando uma mania em construção civil liderada por um "boom" no mercado imobiliário (Palma, 2002b, p.36).

Tanto na rota 1 como na rota 2 ocorreu uma *expressiva redução na taxa de juros*. A expansão de crédito na rota 2 (Coréia) foi usado para sustentar um alto nível de investimento em uma situação de rentabilidade em queda devido ao colapso de preços da indústria microeletrônica o que levou a relações de debt/equity das empresas a nível inimagináveis (Palma 2002a, p. 31). As crises da Malásia e Tailândia seguiram uma mistura de rotas 1 e 2.

No Brasil (rota 3), as taxas de juros reais não só começaram a níveis mais altos do que em outras economias latino americanas, elas nunca foram permitidas a atingirem taxas próximas da rota 1 (Palma 2002b, p.4). Cada vez que um movimento de redução de taxas de juros começava a ocorrer, a tendência se revertia e os juros voltavam ao nível extraordinariamente alto (Kregel (Kregel 1999) também alertava para a política de altas taxas de juros como sendo a única política econômica adotada), tornando-se no final característica permanente ao invés de uma temporária do Plano Real.

Isso se deveu a alguns fatos inesperados: a) primeiramente, após a bem sucedida estabilização de preços a economia brasileira foi afetada por três choques externos (criados pelas crises mexicana, do leste asiático e russa) e depois de cada uma delas, as autoridades econômicas escolheram aumentar a taxa de juros agudamente como mecanismo tanto para evitar fuga de capitais como para desaquecer a economia; b) A equipe econômica de FHC não esperava que seria tão difícil obter junto ao Congresso a necessária reforma fiscal, tornando as altas taxas de juros uma necessidade.

Em seu estudo específico sobre a crise brasileira, rota 3, Palma (Palma 2002b: 4) observa, em uma de suas principais hipóteses, que ao lutar para evitar de cair em três tipos de crises financeiras (rota 1, rota 2 e um colapso bancário) as autoridades brasileiras terminaram por criar um tipo diferente de crise: a de financiamento Ponzi do setor público (i.e., tendo que capitalizar crescentes quantias de pagamentos de juros da dívida pública). Usando a terminologia de Minski, tudo isso levou as finanças públicas a um esquema Ponzi e, inevitavelmente, parte das finanças do setor privado de "hedge" para

especulativo, e alguns de especulativo para Ponzi- alimentando portanto a crescente fragilidade financeira na economia brasileira.

Nas palavras do autor (Palma 2002b: 21), o Brasil, à época do Plano Real, teria três grandes problemas: inflação, desigualdade e dívida externa. O Plano Real foi bem sucedido em atacar o primeiro, mas tornou o terceiro significativamente pior, e teve pouco impacto no segundo.; além disso ele adicionou um outro grande problema da magnitude destes três a sempre crescente dívida pública doméstica.

Durante os primeiros meses do plano Real a taxa de crescimento acelerou rapidamente atingindo um pico de 10,4 por cento no primeiro quadrimestre de 1995. Esse nível de crescimento foi pressionado por efeitos externos, o chamado efeito Tequila decorrente da crise mexicana de dezembro de 1994, e por efeitos internos, associadas a uma rápida deterioração do deficit do setor público ou seja, desde do seu inicio o Plano Real ocorreu um meteórico crescimento da dívida interna pública, (especialmente do Governo federal e do Bacen). Houveram diversos fatores envolvidos que serão discutidos mais adiante.

Como veremos mais adiante quando discutirmos os quatro anos posteriores da crise da dívida de 1982, o sempre crescente endividamento doméstico do setor público não é um problema novo. O que aconteceu é que no período em questão esta dívida atingiu uma natureza totalmente diferente e mais do que isso essa mudança de natureza aconteceu porque em economias financeiramente abertas, as diferenças entre a dívida externa e doméstica se tornam-se obscuras.

Mais adiante, Palma (2002b, p.26) observa que para o Brasil incorrer num esquema de financiamento Ponzi do setor público das dimensões alcançadas no final de 1998, o país não só deveria violar algumas das mais importantes regras de ouro das finanças publicas-- por exemplo, sistematicamente ter ambos os casos de taxas de juros pagas na dívida pública maior que taxa de crescimento das receitas públicas e pagamentos de juros em passivos (esterelização de fluxos de fundos) maior que as receitas provenientes dos ativos relacionados (reservas externas). Ele também deveria partir de um estoque de dívida interna alto.

O país adotou medidas de desaquecimento que foram eficientes dado que o PIB caiu 12 por cento no primeiro quadrimestre de 1996 vis-a- vis o mesmo período em 1995.

A eficácia dessas medidas associada a um grande influxo de recursos externos (Garcia e Bacinski, 1996) levou o governo a acreditar que as urgentes reformas fiscais não deveria estar no topo da agenda política. A principal consequência desse fato, e em particular da persistência de altas taxas de juros (*que em parte tiveram que ser implementadas como um substituto para a sempre por fazer reforma fiscal*) foi o de disseminar a fragilidade financeira através da economia, particularmente no sistema bancário e no setor público (Palma 2002b, p.28)

A economia voltou a crescer mas aí ocorreu a crise asiática de julho de 1997 e o ciclo descrito acima retornou. A economia foi desaquecida mais uma vez via um aumento nas taxas de juros dos títulos públicos por volta de 40%. Um pouco mais adiante a economia brasileira foi afetada por mais um choque, a desvalorização e o "default" da Rússia. Em uma rápida resposta o governo apertou a política econômica de novo (a taxa de juros em papéis do governo voltou a 40 por cento ) e economia retornou a uma recessão com o produto caindo ao seu nível mais baixo de -2,2% no ultimo quadrimestre do ano de 1998.

**"O fato de o Brasil ter entrado em sua crise financeira (janeiro de 1999) já em recessão (i.e., num ponto no ciclo onde uma desvalorização tenderia mais a ser menos inflacionária e mais expansionária), não só fez esse país a exceção entre aqueles países do Terceiro Mundo que nos últimos 20 anos sofreram grandes colapsos financeiros<sup>11</sup>, mas também ajuda a entender o baixo efeito inflacionário dessa desvalorização, e a velocidade da recuperação subsequente"...**(Palma 2002b, p.32).

Uma comparação da taxa de juros real feita por Palma (2002b, p. 33) entre os países envolvidos nas crises financeiras mencionadas acima, a política de altas taxas de juros é a que mais se distingue o período brasileiro entre liberalização financeira e crise financeira. Essas altas taxas evitaram a rota 1 por exemplo, mas a alto custo. O custo do serviço da dívida interna brasileira cresceu muito e a dívida interna bruta (principalmente aquela relacionada ao Bacen e ao Governo Federal) cresceu de 18,5% do PIB em 1993 para 36,1% em 1998 (Palma 2002b, p. 40).

---

<sup>11</sup> o autor menciona que antes de sua crise financeira o Chile estava crescendo a 4,8 % (1981), México 4,6% (1994), Argentina 8,5% (1994) e Coréia 7,1%, Malásia 8% e Tailândia 6,4% (todos em 1996): em todos esses países o produto caiu maciçamente depois de suas respectivas crises financeiras.



Para se atingir um financiamento Ponzi de taxas de juros é necessário um estoque inicial de dívida interna. Todavia, quando do início do Plano Real, não havia deficit "primário" e o estoque de dívida do Bacen e do Governo Brasileiro era insignificante (Palma 2002b, p.40). De onde surgiu o estoque inicial da dívida interna pública do governo federal e do Bacen?

a) O plano Real contribuiu indiretamente para o estoque de dívida pública por estar associado com uma série de crises bancárias, a primeira já no início de 1995. Através do PROER o governo decidiu absorver quantias substanciais dessa dívida ruim, argumentando que essa era a única forma de evitar pânico financeiro;

b) O governo federal gastou altas quantias para recapitalizar alguns dos bancos estaduais;

c) O governo federal teve que incorrer em altas despesas decorrentes das negociações com os governos dos estados, tanto em função de dívidas passadas, como da deterioração dos orçamentos dos estados em função do nível e dos aumentos repentinos das taxas de juros. Também não podemos nos esquecer dos chamados "esqueletos"<sup>12</sup>

Uma vez esse estoque primário da dívida interna começou a inchar, o esquema de financiamento Ponzi teve condições de decolar. Até janeiro de 1999 os pagamentos de juros nos passivos (esterelização de fluxos financeiros) foram sistematicamente maiores do que as receitas dos ativos relacionados (reservas internacionais).

No final de 1998, as taxas de juros da dívida do governo era de 42% , a de capital de giro de 61% e a de crédito ao consumidor de 118%. (Palma 2002b, p. 30). No ano de 2002 enquanto a média da taxa Selic foi de 20% ao ano, o crédito ao consumidor esteve na média em 116,25% e o capital de giro em 63,46%. Dados da Anefac (Associação Nacional dos Executivos de Finanças, Administração e Contabilidade) mostram que entre agosto de 1995 e dezembro de 2002 o custo acumulado do CDI (juros interbancários que acompanham a Selic) ficou em 382,7% enquanto que o crédito ao consumidor ficou acumulado em 158297,71%<sup>13</sup>.

#### **IV- Revisitando 1983-1986- A História se Repete?**

---

<sup>12</sup> Nota do autor.

<sup>13</sup> Folha de São Paulo, 25/01/2003.

A crise da dívida externa de Dezembro de 1982, e a chamada "ciranda financeira" desembocaram no processo do crescente endividamento interno do Estado. O que se observou nesse período, em função do processo de "estatização" da dívida externa, foi uma "conversão" da dívida externa em interna de maneiras que no período em questão a crescente dívida interna se tornou o principal foco de preocupação. De 1983 a 1987 a dívida interna mais que dobrou em termos reais!

**Tabela 7 -Dívida Líquida do Setor Público (Em US\$ Bilhões)**

<b>Ano</b>	<b>Dívida Interna</b>	<b>% do PIB</b>	<b>Dívida Externa</b>	<b>% do PIB</b>	<b>Dívida Total</b>	<b>% do PIBtotal</b>
<b>1982</b>	38,5	14,4	48,1	17,9	86,6	32,3
<b>1983</b>	34,8	17,0	62,0	30,3	96,8	47,3
<b>1984</b>	42,4	20,0	63,1	29,8	105,5	49,8
<b>1985</b>	49,1	21,6	69,9	30,8	119,0	52,4
<b>1986</b>	58,4	21,5	81,8	30,1	140,2	51,6
<b>1987</b>	71,1	22,7	90,7	29,0	161,8	51,7

**Fonte:** Bocchi, J. I., et al. (2001: 150). *Apud:* Bresser Pereira (1989).

A dívida pública federal adquiriu entre 1980e 1986 uma dinâmica predominantemente financeira, pois o governo, tradicionalmente equilibrado em seu orçamento fiscal, era obrigado a emitir cada vez mais títulos em face do crescimento dos juros e da correção de sua própria dívida mobiliária. Esses, valorizados artificialmente pelo processo inflacionário, geraram obrigações futuras para o setor público que, uma vez mais, tiveram de ser cobertas com emissão de novos títulos e assim por diante. Dados compilados por Munhoz (Munhoz 1987: 37) indica que os aumentos anuais da dívida federal são aqueles derivados quase exclusivamente dos encargos financeiros do governo, entre 1980 e 1986.

Zini (Zini 1982: 182), nos apresenta a origem do estoque inicial da dívida interna vinculada ao endividamento externo. O autor observa que por volta de 1970 e 1971, com os gastos orçamentários praticamente equilibrados, a colocação de títulos da dívida pública federal passou a ser feita crescentemente, vinculada a uma segunda função (primeira função, carrear recursos para equilibrar os gastos deficitários do tesouro): instrumento de política monetária para enxugar a expansão da liquidez resultante do acúmulo de reservas cambiais. Explicando melhor: a partir de 1968, como as captação de recursos externos superou "as necessidades de recursos" e como estas divisas ficavam

depositadas no BACEN (que creditava ao prestador interno com o equivalente em cruzeiros das divisas depositadas), o excedente líquido das contas cambiais passou a ser um elemento de expansão da Base Monetária. Para não deixar a expansão da Base ficar totalmente descontrolada, as AM ampliaram as colocações de títulos públicos para enxugar a expansão da liquidez. Esse expediente, entretanto, gerou entre 1968/1973 uma grande dívida pública interna, ou seja, a expansão da dívida interna esteve, nesse período, vinculada ao crescimento da dívida externa.

a sustentação de um esquema de "spread negativo", administrado pelas agências estatais, naturalmente terminava por gerar pressões para ampliação da base monetária e/ou dívida interna do tesouro.

Tavares e Belluzzo (1983) sintetizam bem o processo de vinculação da dívida interna à dívida externa. Segundo esses autores, a expansão descontrolada da dívida externa na década de 70 é também apontada como mecanismo de reforço e de crescimento da "ciranda financeira".

**A necessidade premente de conseguir novos recursos para pagar juros e amortizar o principal da dívida externa, já contraída, obriga o governo à manutenção de taxas de juros internas muito elevadas, de modo que se torne vantajoso, às empresas internacionais e bancos brasileiros, tomar dinheiro em grandes volumes no exterior. O afluxo crescente de dólares, acima das necessidades imediatas, forçou o governo a desembolsar cruzeiros para cobrir o saldo das operações externas. Para evitar a emissão pura e simples de papel moeda, o Banco Central vende títulos públicos (com deságio atraente) enxugando, assim, os cruzeiros necessários para cobrir os saldos daquelas operações externas. Conjugam-se aí taxas elevadas de juros com expansão da dívida interna, cujos títulos se tornam ainda mais atraentes como refúgio para recursos ociosos das grandes empresas e banco. (Tavares e Belluzzo 1983: 137)**

Silva (Silva 1979: 95), um autor clássico sobre o período, observa que a manutenção da remuneração real positiva para a poupança financeira voluntária, de um lado, e a manutenção de um amplo e complexo sistema de crédito seletivo e subsidiado, do outro, que o autor cunhou de "*spread negativo*", criava um estímulo ao endividamento para financiar aquisição de haveres financeiros não monetários, desencorajando, dessa forma, investimentos produtivos. A essa situação o autor chamou de armadilha do título

público federal, para indicar que essa situação não podia ser mantida sem a intervenção do Tesouro Nacional.

### **A questão das ORTNs com variação cambial**

As ORTN com correção cambial serviam a dois propósitos: a) forma de captação de rendimentos baratos, rendimentos inferiores as LTNs; b) Hedge. A busca de informações exatas dos estoques de ORTN cambial, seria na opinião de Carneiro (Carneiro 1987: 233), uma missão praticamente impossível. As informações que se seguem são uma tentativa de avaliar esta questão:

**...Á medida que aumentava o débito expresso em dólares, também aumentava a preferência por ativos com correção cambial como escudo de outra maxidesvalorização. Tres quartos das ORTNs emitidas em 1980 e 1981 tinham vencimento em cinco anos e a opção, aos resgate , com correção cambial , em vez de unicamente monetária. ...Juntamente com os depósitos em moeda estrangeiras registrados no Bacen, os ativos internos em "dólares" atingiram quase um terço da dívida externa de médio e longo prazos em dezembro de 1982. Embora a distribuição desses ativos não seja certa, o setor privado provavelmente conseguiu, em conjunto, proteger grande parte de seus passivos em dólares contra a maxidesvalorização de 30% de fevereiro de 1983. O Brasil evitou uma onda de bancarrotas, mas as expensas da crescente dívida pública. (Banco Mundial 1985: 29),**

O crescimento simultâneo das obrigações externas e dos haveres com correção cambial dos bancos comerciais junto ao Governo indicava o uso de seus excedentes de depósito como escudo contra o risco de câmbio:

Em dezembro de 1982, segundo o Banco Mundial (Banco Mundial 1985: 165), os depósitos registrados em moeda estrangeiras no BACEN haviam aumentado para Cr\$ 2,4 trilhões (US\$ 10 bilhões). Outros Cr\$ 4,6 trilhões em ORTN (US\$ 18 bilhões), cerca de 80% com correção cambial, estavam nas mãos do público. Portanto, segundo o Banco os haveres internos expressos em moeda estrangeira havia chegado a quase um terço da dívida externa a médio e longo prazos.

Silva (Silva 1983: 156) observava que o ato do investidor adotar o caminho de hedge com ORTN com cláusula de resgate pela taxa de câmbio<sup>14</sup>, estabelecia-se um veículo para transmitir o risco cambial para as taxas de juros do chamado "Mercado Aberto", e para as taxas de remuneração da poupança financeira interna.

**Em maio de 1983 o volume total de ORTN com cláusula cambial equivalia a US\$ 10,6 bilhões de dólares. Qual o custo real para o tesouro neste tipo de operação nos últimos 12 meses? Não inferior a 25% a.a..**

**... Por estes instrumentos<sup>15</sup>, o total da captação em maio último, já havia superado o equivalente a US\$ 21 bilhões de dólares, a um custo real de 25% a.a. no último ano. O custo desta captação em cruzeiros correntes será superior a arrecadação tributária total da União em 1983 ou 2,5 vezes os empréstimos dado ao setor agrícola pelo sistema financeiro. Por certo, com esses recursos as Autoridades Monetárias financiam o Crédito Rural, exportações, pequenas e medias empresas, etc...Isso gera um *spread* negativo de enormes proporções. (Silva 1983: 161)**

**Tabela 8- Juros Pagos pelo setor público 1983-1987**

(base US\$)

Ano	Juros sobre a dívida externa	Juros sobre a dívida interna	Total
<b>1983</b>	3,70	3,01	6,71
<b>1984</b>	3,89	3,3	7,19
<b>1985</b>	4,47	3,44	6,91
<b>1986</b>	2,89	2,23	5,12
<b>1987</b>	2,62	2,17	4,79

Fonte: Bocchi, J. I., et al. (2001: 150). *Apud*: Bresser Pereira (1989).

## Considerações Finais

O que observamos no período de 1999 a 2002, tabela 5, quando comparado ao período de 1983 a 1986, tabela 7, é que a média de participação no PIB da dívida líquida

<sup>14</sup> Um outro hedge seria antecipar o pagamento futuro do endividamento externo através dos depósitos na Res. 432, para empréstimos tomados na via Res. 4131 ou na Circ. 230 para aqueles empréstimos tomados via Res. 63. Esse hedge, todavia, implicava a obtenção de crédito doméstico para antecipar esse pagamento.

<sup>15</sup> O autor se refere aos depósitos na Res. 432, Circ. 230 e ORTNs cambiais.

total do setor público, incluindo base monetária, nos dois períodos praticamente se equívalem( 1999 a 2002 tem uma média de superior em 4%).

Tomando como base os dados das tabelas 5 e 7 e achando a média , respectivamente das participações da dívida interna com base monetária no PIB e da dívida externa no PIB respectivamente para os períodos 1983-1986 e 1999- 2002, observamos que no período inicial a participação da dívida externa no PIB era cerca de 2,6 vezes superior ao do último período. Adicionalmente, o inverso ocorre com relação a participação do PIB na dívida externa no período de 1999-2002 essa participação é o dobro daquela do período 1983-2002.

Guardas as proporções, podemos encontrar algumas similaridades nos dois períodos. O crise de endividamento externo em ambos os casos foi deflagrada em dezembro do ano anterior e foi acompanhada de uma desvalorização cambial significativa. Nos dois períodos, a questão do crescente endividamento interno tomou o centro do palco. Como principais diferenças nos dois períodos, temos a questão da inflação, que no período de 1983 a 1986 era sempre crescente (com o intervalo representado pelo Plano Cruzado) contra a estabilidade nos níveis de preços resultante do Plano Real. Além disso em outubro de 1982, à épocas do acordo com o FMI, as reservas brasileiras eram negativas enquanto que em dezembro de 1998 nossas reservas eram superiores a US\$ 30 bilhões já reforçadas com US\$ 9,34 bilhões de empréstimos do FMI.

Tabela 9 - **Variação Cambial e Inflação-**

(% ao ano)

<b>Ano</b>	<b>Variação Cambial</b>	<b>IGP-DI</b>
<b>1983</b>	282,49	210,97
<b>1984</b>	219,03	223,92
<b>1985</b>	223,36	235,00
<b>1986</b>	41,46	65,16
<b>1987</b>	381,93	415,83

Fonte: Garófalo (2002).

Como previamente mencionado, a obtenção de dados consistentes referente a participação por indexador no total da dívida pública federal para o período de 1983-1986, principalmente aquela parcela atrelada a variação cambial, é difícil. Os dados encontrados são aqueles apresentados pelo Banco Mundial e por Silva destacados na

seção anterior. Estes dados "insinuam" uma participação substancial a semelhança do período 1999-2002 quando a participação esta próxima a um quarto do total em média (tabela 6).

Todavia, uma questão relevante a mencionar é aquela relacionada ao comportamento das variações cambiais que afetam esses títulos. Durante o período 1983-1986, após a desvalorização de 30% de fevereiro de 1983, a política cambial adotada até a implantação do Plano Cruzado em fevereiro de 1986, foi a de mini-desvalorização baseada no diferencial de inflação. Novamente, a partir de novembro de 1986 essa política retornou vis-à-vis a política de "câmbio fixo" adotada durante o Plano Cruzado. A Tabela 9 ilustra essa questão:

A partir de 1999 o Brasil adotou o sistema de câmbio flutuante e ao longo do período a variação cambial "descolou" substancialmente do diferencial de taxa de inflação. Esse descolamento pode ser considerado, também, um traço que diferenciaria o período de 1999-2002 do período 1983-1986.

Se levarmos em consideração este ponto podemos inferir, baseado na Tabela 10, abaixo, que a média da participação no PIB dos juros totais pagos pelo setor público (com desvalorização cambial) representaria um pouco mais de 80 por cento do total de juros pagos pela economia brasileira no início da chamada década perdida. Pela Tabela 10 abaixo, podemos verificar que a responsabilidade maior por esses juros é aquela referente a parcela dos juros da dívida interna do setor público, que no período manteve-se preso a um esquema de financiamento Ponzi. A média de participação no PIB dos juros da dívida interna no período de 1999-2002 (Tabela 10 ) é cerca de 40 % superior a do período de 1983-1986 (Tabela 8), período esse que tínhamos que conviver com a "ciranda financeira" e a "desintermediação financeira" e a dívida interna era a grande preocupação dado a "conversão" da dívida externa "estatizada" em dívida interna.

Um ponto final a destacar, em 1983 no auge da crise da dívida externa, a imprensa noticiava lucros recordes para o Citibank no Brasil para o ano de 1983. Reportava-se na época que o Brasil seria responsável por 10 % do lucro total desse banco. Informações similares eram vinculadas referente aos lucros do Chase Manhattan Bank , do Lloyds Bank, etc. Esta situação aparentemente paradoxal, na medida em que o país estava em moratória, pode ser explicada se levarmos em consideração que os bancos

carregavam uma carteira substancial de ORTNs cambiais e tiveram ganhos enormes com em decorrência da maxidesvalorização de 30% de fevereiro de 2003 ao ponto, conforme reportado pelo Banco Mundial (Banco Mundial 1985: 165), de o governo surpreendentemente taxar os ganhos.

**Tabela 10 - Juros Pagos pelo setor público- 1998-2002** (base R\$)

Ano	Juros Dívida Externa (a)	Juros Dívida Interna c/ desvaloriza ção cambial (b)	Juros da Dívida Interna sem desvaloriza ção (c)	Total Juros c/ desvaloriza ção cambial d = a + b	Total Juros s/ desvaloriza ção cambial e = a + c
<b>1998</b>	0,30	7,12	6,95	7,42	7,25
<b>1999</b>	1,04	6,04	3,12	7,08	4,16
<b>2000</b>	0,88	3,82	3,84	4,70	4,72
<b>2001</b>	1,21	4,0	3,52	5,21	4,73
<b>2002</b>	1,28	2,94	0,50	4,22	1,33

**Fonte:** Todos os dados Relatórios do BACEN, mês de dezembro, a preços do último mês do período considerado: (a) Contas Públicas Usos e Fontes, julho de 2000 e dezembro de 2003; (b) e (d) Necessidades de Financiamento do Setor Público, 1998-1999 (fevereiro de 2001), 2000-2003 (fevereiro de 2003); (c) e (e) Necessidades de Financiamento do Setor Público, 1998 (Abril de 1999), 1999 (fevereiro de 2000), 2000-2003 (Fevereiro de 2003)

A história de altos lucros para o setor financeiro se repete no período de 1999-2002. Por exemplo de acordo com levantamento feito pela ABM Consulting os seis maiores bancos no país foram considerados por dois anos consecutivos (2001 e 2002, sendo que em 2000 eles ficaram em segundo, perdendo em um ponto percentual para a Inglaterra) os mais rentáveis em uma amostra envolvendo diversos países. A rentabilidade média dos seis maiores bancos no país foi de 23% contra 17% do México; 16% da Inglaterra; 14% da Espanha; 12% dos EUA; 9% da Itália; 8% do Canada<sup>16</sup>.

Em 2002, os gastos com juros chegaram a R\$113,98 bilhões o dobro do superávit primário acumulado. O total em títulos públicos em circulação em dezembro de 2002 ano passado valiam R\$623,2 bilhoes. Desse total 34,76% estavam nas carteiras dos bancos. Outros 32,11% estavam nas mãos dos fundos FIFs (Fundos de Investimentos Financeiros). Ou seja, a maior parte dos juros foi parar nas mãos dos bancos

Outro estudo feito pela Austin Assis reportava a maior rentabilidade da história dos bancos no ano de 2002. O levantamento foi feito com base em nos balanços de 19 bancos. Estes reportavam uma rentabilidade média 24,5% contra 19,1% em 2001. Em

<sup>16</sup> "Os Bacos tem Ganhos Maior no Brasil". Folha de São Paulo, 23/02/2003.



1998 esse número era 12,5%, em 1999, 13,2%, em 2000, 15,6%. Da receita total destes bancos, cerca de 40% vieram com operações com títulos e valores mobiliários<sup>17</sup>. Com certeza uma bela porção dessas receitas esta relacionada a aplicações em títulos da dívida interna com correção cambial.

BIS (BIS Novembro 2002), reportava no terceiro trimestre de 2001 um movimento atípico dos comerciais americanos que haviam suspendidos seus créditos aos países em desenvolvimento: os bancos americanos trasferiram montantes substanciais de recursos para suas subsidiarias no Brasil e Argentina. Provavelmente, no caso brasileiro buscavam os lucros fáceis nas operações de arbitragem envolvendo os títulos público com cláusula cambial.

No primeiro mês de 2003 a imprensa saudava o retorno a captação brasileira no mercado de títulos, acima de US\$ 1 bilhão. Cerca de 40% dos recursos foram obtidos por bancos, obviamente que boa parte destes recursos captados pelos bancos serão direcionados para operações de arbitragem com títulos da dívida pública com variação cambial.

---

<sup>17</sup> Os Bancos Tem Rentabilidade Récord". Folha de São Paulo, 16/02/2003.

## Bibliografia

- Akyüz, Yılmaz, Issues in Financial Policy Reform Myth and Reality. Mimeo *Unctad (United Nations Conference on Trade and Development)*, Geneva: United Nations, 1994.
- Banco Central do Brasil, Relatório Anual, 1998 a 2001.
- Banco Mundial (1985), *Brasil Análise dos Sistemas Financeiros*, Rio de Janeiro, IBMEC.
- BIS- Quarterly Review, diversos.
- Bocchi, J. I. et al. (2001), *Economia Brasileira*, São Paulo, Editora Saraiva.
- Boletim do Banco Central do Brasil, diversos.
- Bresser Pereira, L. C. (1989), *Divida externa: crise e soluções*. São Paulo, Brasiliense.
- Garcia, M. G. e Barcinsky, A. (1996), "Capitla Flows in the Nineties", PUC-RJ, TD 357.
- Garófalo, E. F. (2002), *Cambio, Ouro e Dívida Externa de Figueiredo a FHC*, São Paulo, Editora Saraiva.
- Giambiaggi, F. (2002). "Do Déficit de Metas às Metas de Déficit: A Política Fiscal do Governo Fernando Henrique Cardoso- 1995/2002", *Textos para Discussão* No 93, Rio de Janeiro, BNDES.
- IFF-The Institute of International Finance (2003), "Capital Flows in Emerging Markets Economies", Janeiro de 2003.
- Kregel, J. A. (1999), "Was There an Alternative to the Brazilian Crisis?" *Revista de Economia Política*, XIX, no 3, Julho- Setembro, 1999, pp.23-38.
- Munhoz, D. G. (1987), "Déficit Público", *Problemas Brasileiros*, n. 261, mar./abr..
- Palma, G. (2000a), "The Magical Realism of Brazilian Economics: how to create a financial crisis by trying to avoid one", mimeo: Faculty of Economics and Politics, Cambridge University.
- Palma, G. (2000a), "Three Routes to Financial Crisis: the need for capital controls", mimeo: Faculty of Economics and Politics, Cambridge University.
- Silva, A. Moura (1979), "Intermediação financeira no Brasil: origens, estruturas e problemas", São Paulo, USP/IPE/FEA.
- Silva, A. Moura (1983), "Em defesa da "desdolarização" , In *FMI versus Brasil: A armadilha da recessão*, Forum Gazeta Mercantil.
- Tavares, M. C. e Belluzzo, L. G. "Notas sobre o processo de industrialização recente no Brasil" in *Desenvolvimento Capitalista no Brasil*, vol. 1, São Paulo, Brasiliense.
- Taylor, L., "Lax Public Sector, Destabilizing Private Sector: Origins of Capital Markets Crises", *CEPA Working Papers Series III*, No 6. Nova Iorque, New School for Social Research, 1998.
- Zini Jr., A. (1982), "Avaliação do Setor Financeiro do Brasil: da reforma de 1964/65 à crise dos anos 80. Campinas: Departamento de Economia e Planejamento (DEPE), Universidade de Campinas, Tese de Mestrado.