

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

*Thaiza Regina Bahry***

*Gabriel Porcile****

RESUMO 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 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, que marca a última grave crise externa. Em particular, é no início dos anos 80 e no final dos anos 90 que a fragilidade financeira da economia torna-se evidente. Um dos principais argumentos do trabalho é que podem ser identificados ciclos em que um rápido processo de endividamento (no qual o setor externo desempenhou papel-chave) foi seguido de uma crescente fragilidade minskyana, com a conseqüente queda das taxas de crescimento da economia.

Palavras-chave: fragilidade financeira; ciclos de endividamento; taxas de crescimento econômico; crise

Código JEL: N16

* Artigo recebido em junho de 2003 e aprovado em novembro de 2003. Os autores agradecem a dois pareceristas anônimos pelas sugestões apresentadas, isentando-os porém de possíveis falhas remanescentes no trabalho.

** Professora titular do Unicenp – Centro Universitário Positivo, Rua Prof. Pedro Viriato Parigot de Souza, 5.300, Campo Comprido, CEP 81280-330, Curitiba, PR, Brasil, e-mail: thaizar@pop.com.br

*** Professor adjunto do Departamento de Economia da Universidade Federal do Paraná – UFPR, Rua Lotário Meisner, 3.400, CEP 80210-170, Curitiba, PR, Brasil, e professor do Programa de Pós-Graduação em Desenvolvimento Econômico – PPDE / UFPR, e-mail: porcile@sociais.ufpr.br

DEBT CYCLES OF THE BRAZILIAN ECONOMY, 1968-1999

ABSTRACT This work aims at analyzing the debt cycles of the Brazilian economy since the end of the sixties from the standpoint of both the hypothesis of financial instability set forth by Minsky and the adaptations it required for the analysis of an open economy. With this objective, it is presented a historical account beginning in 1968, when the external debt experienced its first great increase, until 1999, which marks the last major external crisis. In particular, it is at the early eighties and by the end of the nineties that financial fragility became evident. One basic argument of the work is that cycles can be identified, in which a rapid increase of the debt (with a key role for the external sector) was followed by an increasing Minskyan fragility, with the consequent fall in the rates of economic growth.

Key words: financial fragility; debt cycles; rates of economic growth; crisis

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. Assim, identificam-se ciclos minskyanos, mostrando que os mesmos ocorrem de maneira sistemática, tendo o setor público como ator central, na medida em que este adota formas de financiamento Ponzi que endogenamente levam à crise. 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 residiu 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 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 1980 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. 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 se apresentaram um pouco mais elevadas por um período muito breve e em níveis muito inferiores aos da década de 1970. 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, além desta introdução, traz uma breve apresentação do processo de endividamento e crise financeira de acordo com Minsky e Dymksi. Após, tem-se uma discussão sobre o processo de endividamento e crise nos anos 70 e 80 no Brasil. Os anos 90 são analisados na seqüência, ao que se seguem as conclusões.

1. MINSKY E DYMSKI: O PROCESSO DE ENVIDAMENTO E CRISE FINANCEIRA

Um dos autores que deu atenção especial ao tema dos ciclos de endividamento e crise foi Hyman Minsky. Segundo 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. Neste sentido, podem-se distinguir três tipos de estruturas 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 tem-

po, 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;

- 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 o 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 de a 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. Nesse 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 para 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 subavaliam 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 para 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 aberta, o que depende da estrutura bancária da região. Ele sugere que o processo de fragilidade e reversão que ocorre no momento de expansão descrito por Minsky é acentuado no caso de 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, ou seja, buscando identificar ciclos de endividamento que endogenamente levam à crise.

2. 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 exis-

tente 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.¹

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 1974-1976. A balança comercial brasileira passa a apresentar fortes desequilíbrios, como resultado do primeiro 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.

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 brasilei-

ra. 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.

Em 1977, tendo em vista o rígido controle das importações, a queda do ritmo de crescimento da economia, a evolução favorável dos termos de troca e o bom desempenho das exportações, 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.² 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.

Em 1979, o mundo é assolado pelo segundo 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 e 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, segundo 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.³ 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 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, segundo Goldenstein (1994, p. 123), um impacto altamente desestabilizador, pois provoca um choque de custos e, em consequência, de preços que afeta principalmente as estatais, que se encontram altamente endividadas no 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 saber 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 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 1970, 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. A tabela 1 traz alguns indicadores de endividamento externo da eco-

nomia brasileira que refletem que esta, ao longo do tempo, torna-se mais endividada e caminha de uma estrutura de financiamento *hedge* para uma estrutura 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 reescalonamento dos pagamentos do principal da dívida externa de países em dificuldade, 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.

Assim, o Brasil implementa em 1983 e 1984 um ajuste recessivo, sob tutela do FMI.⁴ 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

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	1.234	2,90	103,96	956
1971	2,66	45,08	16,85	285,25	10,40	2.159	4,39	125,30	1.194
1972	2,53	37,23	19,51	287,24	9,00	2.688	4,58	64,26	1.691
1973	2,01	27,23	17,67	239,66	8,29	3.360	4,00	52,38	2.513
1974	6,45	89,58	18,15	251,95	8,13	9.043	8,19	171,62	3.284
1975	5,16	77,28	19,34	289,69	17,28	8.872	6,83	219,61	4.035
1976	3,93	59,41	20,88	317,38	17,87	9.004	5,85	137,59	5.078
1977	2,28	33,31	21,41	313,12	17,26	8.098	4,57	111,60	6.522
1978	3,47	55,22	25,94	412,27	21,30	12.314	6,12	103,52	8.668
1979	4,81	70,46	24,97	366,06	27,46	17.126	7,66	176,76	11.733
1980	5,39	63,61	27,02	319,11	31,35	17.817	7,49	257,74	12.467
1981	4,54	50,38	28,61	317,53	39,33	17.976	6,95	239,46	16.547
1982	6,01	80,84	31,45	422,82	56,27	23.262	8,58	582,43	19.503

Fonte: Elaborado pela autora, com base nos dados do Ipea, extraídos do site www.ipeadata.gov.br

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

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, M. A., *O rumo perdido: a crise fiscal e financeira do Estado brasileiro*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1993.
 Nota: Setor público consolidado compreende contas dos governos federal, estaduais e municipais. Abrange administração central e descentralizada, inclusive sistema de previdência social e fundos patrimoniais dos trabalhadores, exclusive Banco Central e empresas públicas.

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. Tal 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 1980. 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.

A tabela 3 mostra as necessidades de financiamento do setor público. Consta-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.

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 a 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 devedores que recorreram ao FMI. 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

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 público consolidado + 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 público consolidado + 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 público consolidado + 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 público consolidado + Bacen	(...)	(...)	(...)	(...)	3,82	2,48	2,37	3,35	3,5	
Empresas estatais	(...)	(...)	(...)	(...)	3,21	2,68	2,27	2,43	2,57	

Fonte: www.ipeadata.gov.br

Notas: (+) Déficit, (-) Superávit.

(1) 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. (2) 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 desse déficit. Assim, são apresentados apenas os valores totais nesse caso. Os resultados não incluem receitas de privatizações. (3) Sinal convencional utilizado: (...) dado não disponível.

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 sua restrição externa. 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 Maria da Conceição 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 nos 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 favorecem 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 manter 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 mantêm-se as transferências líquidas de recursos para o exterior.

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	44,80	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	13.700	7,23	300,25	17.126	43,63
1984	6.423	3,39	53,55	17.917	37,78
1985	8.732	4,14	75,23	19.730	37,67
1986	16.851	6,54	249,27	21.792	41,73
1987	15.256	5,40	204,55	23.139	33,53
1988	12.912	4,22	141,27	27.678	29,10
1989	13.516	3,25	139,65	25.486	28,02

Fonte: Elaborado pela autora, com base nos dados do Ipea, extraídos do site www.ipeadata.gov.br

Notas: (1) A NGFE é calculada somando-se o déficit em transações correntes e as amortizações da dívida externa. (2) Nas relações déficit em transações correntes/PIB e déficit em transações correntes/exportações, os valores com sinal negativo representam um superávit na conta corrente.

A década de 1980 fica 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, 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.

Mas, apesar da melhora nos indicadores de endividamento externo, 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 1980. A essência do problema reside no fato de que as transferências de recursos líquidos para o exterior 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.

3. O PROCESSO DE ENDIVIDAMENTO E CRISE NOS ANOS 90

Os anos 90 iniciam com o retorno dos capitais externos ao Brasil. Esse 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, esse 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.⁵ 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 lhe sejam favoráveis. 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 atrain-

do 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.

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 brasileiro adota medidas restritivas com a finalidade de reagir aos desequilíbrios que ameaçam a sustentação do Plano.⁶ 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. 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, 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 de uma situação de desequilíbrio 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 transferidas 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 FMI mais elevadas por um período muito breve, seguido de uma situação de insustentabilidade e baixo crescimento (tabela A1, apêndice).

Na tabela 5 observam-se os indicadores de endividamento externo do Brasil a partir de 1990. Pode-se verificar que o ano de 1995 apresenta uma piora 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 de dívida externa/exportações e juros líquidos/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.

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, compromete-se 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, segundo Dymksi, 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. Neste sentido, a explicação de Dymksi de que em momentos de crises internacionais os investidores es-

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	26,30	23,10	392,94
1991	0,35	4,45	30,54	27,46	391,87
1992	-1,59	-17,16	35,10	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	23,20	12,96	376,85
1997	3,86	58,32	24,95	16,33	377,40
1998	4,33	65,73	31,16	23,51	472,52
1999	4,50	52,20	43,36	34,10	502,94

Ano	Necessidade global financiamento externo (NGFE) (US\$ milhões)	NGFE/PIB (%)	NGFE/Reservas (%)	Juros brutos + amortizações (US\$ milhões)	Juros líquidos/exportações (%)
1990	12.608	2,69	126,42	19.694	31,03
1991	9.233	2,28	98,17	17.320	27,26
1992	2.369	0,61	9,97	16.791	20,26
1993	10.372	2,41	32,20	19.109	21,47
1994	52.099	9,59	134,25	58.551	14,55
1995	28.995	4,11	55,93	21.666	17,54
1996	37.561	4,84	62,49	27.183	19,21
1997	59.621	7,44	114,28	43.124	19,60
1998	64.995	8,38	145,87	47.224	23,36
1999	74.182	13,32	204,12	66.588	31,74

Fonte: Elaborado pela autora, com base nos dados do site www.ipeadata.gov.br

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

trangeiros 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.⁷

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

Por outro lado, segundo Kregel (2000, p. 6), outros fatores também ajudam a evitar uma crise mais profunda nos setores 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, avançaram pouco em emprestar para o setor privado. Logo, esse setor encontra-se pouco endividado para com o setor bancário. Ao mesmo tempo, a inflação alta que atingiu o país antes do Plano Real evitou 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 era da ordem de 30% de suas ações.

Por sua vez, as informações reveladas pelos grandes bancos através dos 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 sobre 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 (tabela 6).

Na tabela 7 pode-se observar as necessidades de financiamento do setor público. 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.

A tabela 8 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.⁸ Constata-se que no decorrer da década aumenta significativamente a participação dos juros da dívida interna no resultado deficitário do setor.

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.

Tabela 6: Dívida líquida do setor público – Brasil (1981-1999)

Ano	US\$ bilhões (posição de dezembro)						
	Dívida total	Dívida interna	Setor público consolidado + Bacen	Empresas estatais + autarquias	Dívida externa	Setor público consolidado + Bacen	Empresas estatais + autarquias
1981	67	30	16	14	37	13	24
1982	86	38	19	19	48	19	29
1983	97	35	18	17	62	30	32
1984	105	42	25	17	63	29	34
1985	119	49	28	21	70	31	39
1986	140	59	33	26	82	43	39
1987	153	61	27	34	92	55	37
1988	153	69	31	38	84	53	31
1989	188	100	59	41	88	59	29
1990	166	74	36	38	91	61	30
1991	177	65	18	47	112	74	38
1992	169	84	41	43	85	53	32
1993	216	121	66	55	95	57	38
1994	185	132	100	32	53	41	12
1995	219	179	144	35	40	27	13
1996	259	228	198	30	30	15	15
1997	276	242	235	7	35	20	15
1998	319	272	262	10	47	37	10
1999	289	228	220	8	61	52	9

Fonte: Banco Central do Brasil.

Notas: (1) Setor público consolidado compreende todas as contas dos governos federal, estaduais e municipais. Abrange administração descentralizada, inclusive previdência social e fundos patrimoniais dos trabalhadores, exclusive Banco Central e empresas públicas. (2) O resultado de 1990 para o setor público consolidado e o Banco Central explica-se pela expressiva queda das dívidas do governo federal e Banco Central e, conseqüentemente, a redução de seu custo financeiro. Além disso, no caso da dívida mobiliária federal, os sucessivos superávits alcançados pelo Tesouro Nacional, ao longo do exercício, permitiram a realização de resgates líquidos de títulos. (3) A redução da dívida interna do setor público consolidado em 1991 deve-se à redução da dívida Interna do governo federal e Banco Central, dada a diminuição dos depósitos em cruzados novos no Banco Central (liberação) e nos governos estaduais e municipais.

Tabela 7: Necessidades de financiamento do setor público (1990-1999)
(% PIB)

Ano	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
Sector públ. cons.	21,29	16,31	33,21	51,08	22,23	5,95	5,27	5,35	7,41	10,04
+ Bacen										
Empresas estatais	8,86	10,40	12,50	13,7	4,74	1,33	0,61	0,69	0,52	-0,07
Total operacional	-1,29	0,19	1,74	0,79	-1,20	4,99	3,40	4,25	7,40	3,37
Sector públ. cons.	-1,90	-0,60	1,23	0,76	-0,80	4,11	3,08	3,73	6,90	3,67
+ Bacen										
Empresas estatais	0,61	0,79	0,51	0,03	-0,40	0,88	0,32	0,52	0,50	-0,30
Total primário	-4,68	-2,71	-1,57	-2,19	-5,21	-0,27	0,09	0,87	-0,01	-3,22
Sector públ. cons.	-2,95	-2,38	-1,16	-1,43	-4,02	-0,34	0,17	0,69	-0,36	-2,57
+ Bacen										
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	2,90	3,31	2,98	4,07	5,26	3,30	3,38	7,42	6,64
Sector públ. cons.	1,02	1,78	2,39	2,19	3,25	4,45	2,91	3,04	7,27	6,24
+ Bacen										
Empresas estatais	2,34	1,12	0,92	0,79	0,82	0,81	0,39	0,34	0,15	0,40

Fonte: www.ipeadata.gov.br

Notas: (+) Déficit, (-) Superávit.

(1) 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.

Tabela 8: 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	2,30
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.

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. Aliada 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 dessa 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, o governo brasileiro anuncia um acordo internacional com organismos multilaterais e governos estrangeiros, através do qual recebe um pacote de ajuda no valor de US\$ 41,5 bilhões. Ou seja, esses organismos agem como prestadores de última instância.⁹ Conforme Dymski salienta, quando um país recebe muita riqueza do exterior, os proprietários dessa riqueza podem exigir medidas com a finalidade de proteger seus ativos. No caso do Brasil, o governo não consegue atender a 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 se esperava para a balança comercial. 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, os bancos brasileiros também fazem *hedge* de suas posições passivas em dólar, utilizando diversos instrumentos financeiros, especialmente *swaps* cambiais. 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 nos anos 70 e 80, também permite identificar uma tendência à fragilidade financeira de acordo com os aportes teóricos de Minsky e Dymiski. 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 brasileira, e obrigam a reconhecer os limites da estrutura de financiamento Ponzi do país.

5. 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 de uma situação de crescente fragilidade minskyana, com a consequente 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 cresci-

mento. Isso resulta, num primeiro momento, num crescimento mais rápido com sobreendividamento. Entretanto, essa 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. Neste sentido, tanto na década de 1980 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 atenção a respeito 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 Dymski.

APÊNDICE

Tabela A1: Produto interno bruto (1968-1999)

Ano	Produto interno bruto	Variação real (%)	Ano	Produto interno bruto	Variação 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.

NOTAS

1. Salienta-se que os recursos que se destinam à formação de reservas cambiais, apesar de provocarem aumento da dívida externa bruta, não provocam aumento da dívida externa líquida do país.
2. De acordo com Baer (1995: 77), 1978 é o ano em que a estrutura de financiamento do país torna-se Ponzi, fato este que, segundo ela, é apontado por vários críticos na época, que sugerem que o país renegocie sua dívida para que não continue se endividando por motivos estritamente financeiros. Salienta-se que seria extremamente interessante demonstrar formal e estatisticamente a situação Ponzi; entretanto, isto vai além dos objetivos deste trabalho.
3. 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: 175). Entretanto, no segundo semestre de 1980, o governo voltaria a praticar uma política recessiva.
4. Adota-se uma estratégia que fica conhecida como “empurrar com a barriga”, a qual se baseia na hipótese de que em pouco tempo haverá o retorno ao Brasil da qualidade de merecedor de crédito, sem custos extremos tanto para o tomador de empréstimos como para os emprestadores.

5. Segundo Culpeper (1997: 48), até meados de 1993 seis países da América Latina conseguem acordos com seus credores: Argentina, Bolívia, Costa Rica, México, Uruguai e Venezuela.
6. Essas medidas passarão a ser flexibilizadas gradualmente a partir de maio do mesmo ano.
7. 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.
8. Outra forma de uso dos recursos pelo setor público é para financiar seu resultado primário, quando necessário.
9. 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.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BAER, M. *et al.* (1995) "Os desafios à reorganização de um padrão monetário internacional". *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 4, p. 79-126.
- BANCO CENTRAL (1978-1999) *Relatório anual*. Brasília.
- CASTRO, A. B., SOUZA, F. E. P. (1985) *A economia brasileira em marcha forçada*. Rio de Janeiro: Paz e Terra.
- CRUZ, P. D. (1984) *Dívida externa e política econômica: a experiência brasileira dos anos setenta*. São Paulo: Brasiliense.
- CULPEPER, R. (1997) "Retomada das afluências de capital privado para a América Latina: o papel dos investidores norte-americanos". In: R. French-Davis e S. Griffith-Jones (orgs.), *Os fluxos financeiros na América Latina*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, p. 41-80.
- DYMSKI, G. A. (1998) "'Economia de bolha' e crise financeira no Leste Asiático e na Califórnia: uma perspectiva especializada de Minsky". *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 11, dez., p. 73-136.
- GOLDENSTEIN, L. (1994) *Repensando a dependência*. Rio de Janeiro: Paz e Terra.
- KREGEL, J. A. (2000) *The Brazilian Crisis: from inertial inflation to fiscal fragility*. Nova York: New Economics Institute (Working Paper, n. 294). Disponível em: <http://www.levy.org>.
- MINSKY, H. P. (1994) "Integração financeira e política monetária". *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 3, dez., p. 21-36.
- (1975) *John Maynard Keynes*. Nova York: Columbia University Press.
- (1986) *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven: Yale University Press.
- SENSENBRENNER, G. (1998) "An assessment of risks in the Brazilian financial system". *IMF Staff Country Report. Brazil: Recent Economic Developments*, n. 98/24, Washington, DC, April. Disponível em: <http://www.imf.org>.