

UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ  
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO,  
ATUÁRIA E CONTABILIDADE.

ENDIVIDAMENTO E CRISE NA ECONOMIA BRASILEIRA:  
A AMEAÇA DE DOLARIZAÇÃO

GERSON VASCONCELOS MALAGUETA

FORTALEZA/CE  
1995

ENDIVIDAMENTO E CRISE NA ECONOMIA BRASILEIRA:

A AMEAÇA DE DOLARIZAÇÃO

Monografia submetida a coordenação do Curso de Graduação em Economia, como registro parcial para obtenção do título de bacharel em Ciências econômicas.

.....

Gerson Vasconcelos Malagueta

Bacharelando

Monografia aprovada em 18 de outubro de 1995.

.....

Prof. Alfredo José Pessoa de Oliveira

Orientador

.....

Prof. Aécio Alves de Oliveira

.....

Prof. Carlos Américo Leite Moreira

## SUMÁRIO

RESUMO.....	05
INTRODUÇÃO GERAL.....	06
CAPÍTULO 1 - CAUSAS, EVOLUÇÃO E EFEITOS MACROECONÔMICOS DA DÍVIDA EXTERNA BRASILEIRA NA DÉCADA DE 70	
1.1 - Introdução.....	08
1.2 - O Crescimento da Economia Brasileira por Intermédio do Endividamento Externo (1968-1973).....	10
1.3 - O II PND e a Sustentação da Estratégia de Crescimento com Endividamento (1974-1978).....	23
1.4 - O Impacto dos Choques Internacionais na Economia Brasileira (1979-1982).....	30
1.5 - Conclusão.....	39
CAPÍTULO 2 - A CRISE DOS ANOS 80	
2.1 - Introdução.....	41
2.2 - A Crise do Endividamento Externo.....	43
2.3 - Transferência de Recursos para o Exterior: A Constituição de Poupança Pública e o Agravamento do Endividamento Interno.....	50

2.3.1 - A Constituição de Poupança Pública e o Agravamento do Endividamento Interno.....	54
2.4 - Conclusão.....	64

CAPÍTULO 3 - A AMEAÇA DE DOLARIZAÇÃO NA ECONOMIA BRASILEIRA NA DÉCADA DE OITENTA

3.1 - Introdução.....	66
3.2 - A Dolarização.....	68
3.2.1 - Conceito.....	68
3.2.2 - Tipos de Dolarização.....	70
3.3 - Causa, Condições e Efeitos da Dolarização.....	73
3.4 - A Dolarização no Brasil.....	80
3.5 - Conclusão.....	87

CONCLUSÃO GERAL.....	89
----------------------	----

BIBLIOGRAFIA.....	91
-------------------	----

## TABELAS

- Tabela 1 - BRASIL: evolução da dívida externa bruta e das reservas internacionais 1960-1981.....	11
- Tabela 2 - Taxas de crescimento anuais da dívida brasileira.....	12
- Tabela 3 - Dívida externa a médio e longo prazo 1967-1973.....	18
- Tabela 4 - Saldo da balança comercial 1967-1973.....	19
- Tabela 5 - Necessidade de financiamento em divisas da balança de pagamentos 1967-1973.....	20
- Tabela 6 - Inflação no Brasil 1968-1979.....	21
- Tabela 7 - Evolução das importações 1973-1978.....	24
- Tabela 8 - Balança comercial 1974-1978.....	25
- Tabela 9 - Dívida externa 1974-1978.....	27
- Tabela 10 - Relação dívida pública/dívida privada 1974-1978.....	29
- Tabela 11 - Influência do preço do petróleo nas importações e na balança comercial 1978-1982.....	31
- Tabela 12 - Taxas de juros internacionais 1977-1982 (médias anuais).....	33
- Tabela 13 - Serviço da dívida 1978-1982.....	34
- Tabela 14 - Dívida externa e taxa de inflação 1979-1982 (médio e longo prazo).....	35

- Tabela 15 - Necessidade de financ. balança de pagamentos e a evolução das reservas cambiais 1978-1982.....	37
- Tabela 16 - Indicadores de estoque e fluxo da dívida externa 1980-1989.....	46
- Tabela 17 - Dívida pública externa 1980-1989.....	48
- Tabela 18 - Transferências reais e financeiras.....	52
- Tabela 19 - Poupança pública, privada, externa e taxa de investimento 1979-1989.....	55
- Tabela 20 - Contas do Setor público 1980-1989.....	58
- Tabela 21 - Dívida mobiliária federal 1980-1989.....	60
- Tabela 22 - Inflação 1981-1989.....	62
- Tabela 23 - Meios de pagamento 1985-1989.....	85

## RESUMO

Na década de setenta, a economia brasileira se desenvolveu devido a grande facilidade de adquirir empréstimos externos com taxas de juros baixas.

Na década de oitenta, o Brasil começa a passar por uma crise que abala por completo a sua economia principalmente devido a suspensão dos empréstimos externos que possibilitava a estratégia de desenvolvimento econômico.

A Argentina, que estava passando pela mesma situação do Brasil, experimentou a dolarização como política econômica, mas o Brasil não seguiu esses passos por alguns fortes motivos. Eles são: a emissão de títulos públicos, a instabilidade econômica nacional, o alto grau de monetização da economia e o baixo grau de abertura da economia.

## INTRODUÇÃO GERAL

No Brasil, a década de oitenta foi marcada por crescentes taxas de inflação que pressionaram o governo a implementar políticas econômicas anti-inflacionárias.

A Argentina (assim como alguns países da América Latina), que também apresentava a mesma situação do Brasil (crescentes taxas de inflação), optou pela implementação da dolarização da economia como forma de acabar com os elevados índices de inflação.

Para se entender porque o governo brasileiro não optou pela dolarização para combater a inflação como fez a Argentina, é necessário compreender como os títulos públicos influenciaram a estratégia de estabilização. Para isto, é necessário se ter em mente como se deu o desempenho da economia brasileira na década de setenta (que teve como financiador o capital externo), e como o endividamento externo agravou o processo de endividamento interno.

Este trabalho está dividido em três capítulos que mostram porque não houve a implementação da dolarização na economia brasileira.

O primeiro capítulo analisa o comportamento da dívida externa brasileira desde 1968 até 1982, como o endividamento externo financiou o recente desenvolvimento

econômico brasileiro, e como a ruptura dos créditos voluntários externos onerou o endividamento interno.

O segundo capítulo retrata como se deu a crise da década de oitenta que abalou profundamente a economia brasileira em virtude da suspensão dos empréstimos voluntários externos, e como o governo brasileiro reagiu diante dessa crise.

O terceiro capítulo enfoca o processo de dolarização de uma economia, englobando os tipos de dolarização, as causas, as condições e os efeitos da implementação da dolarização como política econômica, e também enfocará o porquê da não dolarização da economia brasileira e qual a diferença entre economias que adotaram a dolarização como política econômica e a economia brasileira.

# 1- CAUSAS, EVOLUÇÃO E EFEITOS MACROECONÔMICOS DA DÍVIDA EXTERNA BRASILEIRA NA DÉCADA DE 70.

## 1.1- Introdução.

O desempenho da economia brasileira na década de 70 está intimamente ligado ao seu endividamento externo, que além de financiar os déficits de conta corrente, passaria também a incrementar a poupança interna, e assim acelerar o desenvolvimento econômico.

Este capítulo está dividido em três partes que retratam o comportamento da dívida externa brasileira e sua ligação com a economia nacional no período compreendido entre 1968 a 1982.

A primeira parte enfoca o período 1968-1973, no qual a dívida externa brasileira experimentou um aumento extraordinário devido à conjuntura nacional e internacional sinalizarem para o endividamento externo como a melhor alternativa para o desenvolvimento do País.

O período 1974-1978 é focado na segunda parte do capítulo. Neste período analisa-se como a diminuição das exportações (por causa das taxas negativas de crescimento das economias capitalistas desenvolvidas) e o aumento das

importações brasileiras (devido a 1ª crise do petróleo e também devido a desproporção inter-setorial do período do "milagre econômico") afetaram a balança comercial, e de que maneira o II Plano Nacional de Desenvolvimento (PND) foi articulado para amenizar o desequilíbrio ocorrido neste período, principalmente, via desenvolvimento do setor de bens de capitais e insumos básicos.

A terceira parte do capítulo revela o impacto do 2º choque do petróleo, e, principalmente, do choque das taxas de juros internacionais sobre a economia brasileira, tendo como reflexo mais imediato; o aumento do custo de manutenção da dívida externa; o crescimento das despesas com importação; e fundamentalmente, a incapacidade de uma economia com superendividamento de responder satisfatoriamente a esses distúrbios internacionais.

## 1.2- O CRESCIMENTO DA ECONOMIA BRASILEIRA POR INTERMÉDIO DO ENDIVIDAMENTO EXTERNO (1968-1973).

No período compreendido entre 1968 e 1973 foi observado um significativo aumento da dívida externa brasileira, que até então nunca tinha sido experimentado. Nesse período a dívida externa aumentou em quase quatro vezes (ver tabela 1).

Na década de sessenta, a dívida externa brasileira não teve grandes saltos, ficando entre 3 e 4 bilhões de dólares (ver tabela 1).

Durante esse mesmo período foi possível constatar um aumento significativo das reservas internacionais, que começaram o período em 0,3 bilhões de dólares, passando para 0,7 bilhões de dólares em 1969, aumentando para 1,2 bilhões em 1970. Em 1971 as reservas internacionais continuam aumentando passando a se constituir em US\$ 1,7 bilhões, aumentando 150% em 1972 chegando a US\$ 4,2 bilhões, e fechando o período (1973) em 6,4 bilhões de dólares. Essa evolução pode ser observada na tabela a seguir.

TABELA 1

BRASIL  
Evolução da dívida externa bruta e das reservas  
internacionais 1960-1981

US\$ bilhões

Ano	Dívida externa bruta de longo prazo (1)	Reservas internacionais (2)
1960	3,1	0,3
1961	3,1	0,5
1962	3,2	0,3
1963	3,2	0,2
1964	3,1	0,2
1965	3,5	0,5
1966	3,7	0,4
1967	3,4	0,2
1968	3,8	0,3
1969	4,4	0,7
1970	5,3	1,2
1971	6,6	1,7
1972	9,5	4,2
1973	12,6	6,4
1974	17,2	5,3
1975	21,2	4,0
1976	26,0	6,6
1977	32,0	7,3
1978	43,5	11,9
1979	49,9	9,7
1980	53,9	6,9
1981	61,4	7,5

Fontes: (1) Relatórios do Banco do Brasil 1961-63; Relatórios da SUMOC - 1961-64; Boletins do Banco Central do Brasil, vários números.

(2) FMI, International Financial Statistics, vários números.

Extraído: DAVIDOFF CRUZ, P. Dívida externa e política econômica, a experiência brasileira nos anos setenta. São Paulo, 1984. Ed. Brasiliense. Tabela 1, pp.12.

De 1968 até 1973 foi observado um constante aumento nas taxas de crescimento anuais da dívida externa brasileira. Variando de 13,5% em 1969 a 36,9% no ano de 1973. Conforme observado na tabela 2.

TABELA 2

Taxas de crescimento anuais da dívida brasileira.

1969-1973.

Ano	Dívida total (%)	Dívida líquida (%)
1969	13,5	3,4
1970	25,0	15,1
1971	27,0	22,0
1972	44,6	12,2
1973	36,9	25,2

Fonte: BAER, Mônica. A internacionalização financeira no Brasil. Petrópolis, 1986. Ed. vozes. Quadro 19, pp. 70.

Esse aumento significativo da dívida externa brasileira ocorrido no período 1968-1973 coincidiu temporalmente com o ciclo expansivo do chamado "milagre brasileiro". O período do "milagre" foi marcado por altas taxas de crescimento da economia e também por baixas taxas de inflação.

Para entender melhor o que foi exposto é necessário se ter em mente um pouco do que estava

acontecendo na conjuntura brasileira e também o que acontecia no resto do mundo.

No período do "milagre" havia uma certa tendência ao endividamento externo. "Devido à condições de prazos e juros oferecidas na década de 70, a captação externa de recursos tornou-se uma alternativa favorável para suprir a deficiência de poupança interna e sustentar a estratégia de substituição de importações"<sup>1</sup> (em sua terceira fase). O governo brasileiro estava decidido a fazer do Brasil um país desenvolvido utilizando como um dos meios de desenvolvimento, o endividamento externo. "Segundo o discurso oficial da época, as tomadas de recursos externos constituíam elementos de vital importância para a viabilização de altas taxas de crescimento do produto interno"<sup>2</sup>. "O crescimento acelerado e sustentado seria garantido por essa massa de poupança externa, pois a importação de bens e serviços necessários para o alcance dos objetivos era bem superior à quantidade de recursos existentes no país"<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> OLIVEIRA, A. J. P. O impacto da transferência financeira para o exterior no desequilíbrio fiscal brasileiro: uma análise de políticas fiscais na década de oitenta. Dissertação de mestrado. Fortaleza, 1993. pp. 45.

<sup>2</sup> DAVIDOFF CRUZ, P. Dívida externa e política econômica- a experiência brasileira nos anos setenta. São Paulo, 1984. Ed. Brasiliense. pp. 15.

<sup>3</sup> GONÇALVES, Erivânio S. Milagre: fatos e mitos. A contextualização do chamado "milagre brasileiro" no processo de acumulação de capital no Brasil- 1978/73. Fortaleza, 1993. UFC. Monografia de graduação do curso de economia da UFC. pp.38.

Com base nesse discurso, o coeficiente de abertura<sup>4</sup> da economia brasileira teve um aumento significativo. Esse endividamento crescente foi facilitado pelas resoluções institucionais que davam acesso ao capital estrangeiro. Foi criada em 1962 a lei 4131 através da qual as empresas estabelecidas no Brasil - fossem elas privadas ou estatais, nacionais ou estrangeiras - podiam captar recursos diretamente no mercado financeiro internacional sem o concurso dos bancos nacionais, ou seja, uma determinada empresa poderia contrair um empréstimo em moeda estrangeira no mercado financeiro internacional, registrava-o junto ao Banco Central e depois o Banco Central convertia todo esse empréstimo em moeda nacional. Esta lei veio regularizar a captação dos recursos externos: distinguindo entre financiamento de importações e empréstimos em moeda, estes abrangendo os empréstimos do exterior contratados diretamente por empresas ou indivíduos no Brasil para financiar a formação de capital fixo e capital de giro. A lei 4131 reproduzia, na prática, o mesmo esquema dos empréstimos externos vinculados ao financiamento das importações, diferindo apenas no ato do

---

<sup>4</sup>O Brasil estava facilitando a entrada de capital estrangeiro em sua economia, tanto por intermédio do aumento dos empréstimos internacionais, quanto pelos investimentos diretos internacionais aplicados no Brasil. CF. DAVIDOFF CRUZ, P. Dívida externa e política econômica. op. cit. pp. 15.

registro do empréstimo no BACEN (onde se tinha a conversão do crédito em moeda nacional). É por causa disso que, na prática, apenas as empresas multinacionais e as estatais se beneficiavam com esta lei<sup>5</sup>.

Em agosto de 1967 foi criado então a resolução n° 63, com o objetivo de permitir um maior acesso das empresas privadas nacionais ao mercado financeiro internacional. A resolução n° 63 permitia "aos bancos nacionais captar recursos externos em moeda estrangeira e repassá-los ao setor privado nacional para financiamento de capital fixo e de giro"<sup>6</sup>, com isso qualquer empresa privada nacional poderia captar recursos externos por intermédio de qualquer banco nacional ou estrangeiro.

Mesmo com essa nítida disposição do Brasil em captar recursos externos seria necessário que do outro lado existisse alguém com a mesma disposição de emprestar esses recursos que o Brasil estava necessitando para o seu desenvolvimento. E era exatamente isso que estava acontecendo no mercado internacional.

Nesse período surge um mercado alternativo internacional formado por um conglomerado de bancos

---

<sup>5</sup> GOLDENSTEIN, Sérgio. A dívida externa brasileira - 1964/1983: evolução e crise. Rio de Janeiro, 1986. Ed. Guanabara. pp. 86.

<sup>6</sup> GONÇALVES, Erivânio S. Milagre: fatos e mitos. op. cit., pp.43.

privados dispostos a emprestar recursos para os países que se interessarem em adquiri-los. Era o chamado Euro-mercado.

O Euro-mercado era regido pelos euro-dólares, ou seja, "depósitos denominados em dólares norte-americanos, feitos em bancos comerciais fora dos Estados Unidos"<sup>7</sup>. Esses depósitos em dólares norte-americanos eram negociados em empréstimos a uma taxa de juros bem superior às taxas de juros praticadas nos Estados Unidos. Por isso era grande o volume de dólares a serem emprestados. "... além dessas políticas incitadoras havia a cumplicidade dos bancos internacionais, que mesmo reconhecendo a fragilidade financeira dos países em desenvolvimento, ofereciam farta liquidez"<sup>8</sup>.

Nota-se, então, de um lado o Brasil com uma estratégia política de incentivos ao endividamento para auxiliar no crescimento da economia nacional, e do outro lado o euro-mercado que dispunha de grandes quantias de dólares a serem emprestados.

Além do euro-mercado estar disposto a emprestar grandes quantias em dólares, foi observado que os empréstimos em moedas estrangeiras se tornavam muito mais viáveis do que os empréstimos em moeda nacional. "Os

---

<sup>7</sup>PROCHNOW. Apud. GONÇALVES, Erivânio S. Milagre: fatos e mitos. op. cit. pp.40.

<sup>8</sup>OLIVEIRA. A. J. P. O impacto ... op. cit. pp.45.

empréstimos através da Lei 4131 custavam, na época, quase a metade do que custavam os empréstimos em cruzeiros, enquanto os realizados através da resolução nº 63 custavam mais ou menos dois terços"<sup>9</sup>.

Com isso é fácil perceber porque a dívida externa apresenta um aumento extraordinário em mais de 300% no período 1968-1973. De acordo com a tabela 3, a dívida externa bruta brasileira (em milhões de dólares) que era de 3.916 em 1968, passou para 12.571 em 1973. A dívida em moeda foi a que mais cresceu passando de 670 milhões de dólares em 1967 para 7.848 milhões de dólares em 1973.

Essa política de endividamento externo foi responsável pelo crescimento interno das atividades bancárias, servindo também para financiar grandes programas de obras públicas. Nesse período de abundância de crédito, ampliação da demanda e de aumento dos investimentos, a economia brasileira chegou a crescer a uma taxa de 10% ao ano<sup>10</sup>.

---

<sup>9</sup> GOLDENSTEIN, Sérgio. A dívida externa brasileira. op. cit. pp. 96.

<sup>10</sup> Ver: BAER, Mônica. A internacionalização financeira do Brasil. op. cit. pp.88.; e GOLDENSTEIN, Sérgio. A dívida externa brasileira. op. cit. pp.98.

TABELA 3

Dívida externa a médio e longo prazo- 1967/1973

US\$ milhões

Ano	Dívida bruta em 31/12	Dívida em moeda (valor)	Dívida em moeda %
1967	3.372	670	20
1968	3.916	1.104	28
1969	4.403	1.605	36
1970	5.295	2.285	43
1971	6.622	3.193	48
1972	9.521	5.528	58
1973	12.571	7.848	62

Fonte: BACEN.

Extraído: GOLDENSTEIN, Sérgio. A dívida externa brasileira - 1964/1983: evolução e crise. Rio de Janeiro, 1986. Ed. Guanabara. Quadro 20, pp.98.

No período 1968-1973 a balança comercial ficou praticamente equilibrada. De um lado, devido ao grande desempenho das exportações, por causa da conjuntura internacional que era favorável (crescimento do comércio mundial) e também por causa dos incentivos fiscais e creditícios da política de exportações. E de outro lado, as importações não cresceram mais do que as exportações<sup>11</sup>. Isso pode ser observado na tabela 4.

<sup>11</sup> Ver: BAER, Mônica. A internacionalização financeira do Brasil. op. cit. pp.89; e DAVIDOFF CRUZ, P. Dívida externa e política econômica. op. cit. pp. 16.

TABELA 4

Saldo da balança comercial, 1967/1973 - US\$ milhões

Ano	Exportações	Importações	Balança Comercial
1967	1.654	1.441	+213
1968	1.881	1.885	-4
1969	2.311	1.993	+318
1970	2.739	2.507	+232
1971	2.904	3.247	-343
1972	3.991	4.232	-241
1973	6.199	6.192	+7

Fonte: BACEN.

Extraído: GOLDENSTEIN, Sérgio. A dívida externa brasileira - 1964/1983: evolução e crise. Rio de Janeiro, 1986. Ed. Guanabara. Quadro 21, pp.100.

De acordo com a tabela 5, pode-se observar que no período compreendido entre 1968-1973 a dívida externa brasileira ultrapassou a necessidade de financiamento dos déficits da balança de pagamentos. Enquanto era necessário para o Brasil US\$ 10.899 milhões em divisas para honrar seus compromissos internacionais, foram tomados empréstados US\$ 14.616 milhões. Além desse empréstimo foi constatada uma entrada líquida de capital estrangeiro em investimento direto no montante de US\$ 1.747 milhões, ou seja, o Brasil, no período 1968-1973, tomou emprestado no exterior mais de 50% do montante de divisas de que necessitava.

Com esse endividamento além do necessário, o Brasil experimentou um verdadeiro "inchamento" das reservas internacionais. Essa grande formação de reservas internacionais era justificada pelos governantes brasileiros como um alto fator de confiança que os investidores estrangeiros tinham para com o Brasil.

TABELA 5

Necessidade de financiamento em divisas da balança de pagamentos, 1968-1973 - US\$ milhões

Ano	Fluxo negat. bal. pag.	Neces. finan. bal. pag	Novos empréstimos	Invest. diretos	Cresc. anual div.
1968	2.806	730	996	63	544
1969	2.960	726	1.284	136	487
1970	4.379	1.236	1.505	122	892
1971	5.498	2.159	2.037	168	1.327
1972	7.241	2.688	4.299	318	2.899
1973	10.530	3.360	4.495	940	3.050
$\Sigma$		10.899	14.616	1.747	

Fonte: RACEN.

Fluxo negativo da balança de pagamento: despesas de transações correntes mais amortizações.

Necessidades de financiamento da balança de pagamentos: saldo de transações correntes mais amortizações.

Novos empréstimos a médio e longo prazo.

Extraído: GOLDENSTEIN, Sérgio. A dívida externa brasileira - 1964/1983: evolução e crise. Rio de Janeiro, 1986. Ed. Guanabara. Quadro 22, pp.101.

Esse período entre 1968-1973 teve algumas características bem marcantes. A primeira característica

foram as altas taxas de crescimento, com a economia alcançando taxas anuais de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) superiores a 10%. A segunda característica marcante do período foram as taxas de inflação relativamente baixas, começando o período (1968) com 25,4%, ficando em 18,1% em 1971, diminuindo para 14,0% em 1972, e fechando o ano de 1973 em 13,7%, como pode ser observado na tabela 6 sobre a inflação no Brasil.

TABELA 6

Inflação no Brasil \* 1968-1979

Ano	Inflação (%)	Ano	Inflação (%)
1968	25,4	1974	34,5
1969	20,2	1975	29,2
1970	19,2	1976	46,4
1971	18,1	1977	38,8
1972	14,0	1978	40,8
1973	13,7	1979	77,2

Fonte: Fundação Getúlio Vargas, Conjuntura Econômica, BACEN.

(\*) Índice Geral de Preços.

1968 a 1973 Extraído: GOLDENSTEIN, Sérgio. A dívida externa brasileira - 1964/1983: evolução e crise. Rio de Janeiro, 1986. Ed. Guanabara. Quadro 19, pp.96.

1974 a 1979 Extraído: BRESSER PEREIRA, L. C. Economia brasileira - uma introdução crítica, 4ª edição. São Paulo, 1985. Ed. Brasiliense.

Outra característica marcante desse período foi a desproporção inter-setorial, ou seja, o ritmo de

desenvolvimento das indústrias de bens de capital não conseguia acompanhar o ritmo das indústrias de bens de consumo duráveis. Houve um aumento de demanda por bens duráveis, contudo, a oferta não conseguia acompanhar essa demanda.

Foi justamente por causa da desproporção inter-setorial juntamente com o 1º choque do petróleo que foi elaborado o II PND (plano nacional de desenvolvimento) que tinha como objetivo principal, fortalecer o setor de bens de capital e assim conseguir aumentar a oferta interna de insumos básicos, e com isso amenizar as desproporções que haviam entre o setor de bens de capital e o setor de bens de consumo duráveis.

### 1.3- O II PND E A SUSTENTAÇÃO DA ESTRATÉGIA DE CRESCIMENTO COM ENDIVIDAMENTO (1974 - 1978).

O período 1974-1978 já começa com algumas crises que afetam a economia mundial e que abalam diretamente a economia brasileira. Esse período foi marcado por fortes desequilíbrios da balança comercial:

Os desequilíbrios da balança comercial foram experimentados por um lado em virtude do menor crescimento das exportações brasileiras, por causa das taxas negativas de crescimento das economias capitalistas desenvolvidas, agravada ainda mais pelas medidas protecionistas realizadas em alguns dos países que eram compradores das exportações brasileiras. E por outro lado, em virtude do aumento considerável das importações, devido basicamente à desproporção inter-setorial e à 1ª crise do petróleo<sup>12</sup>. Na tabela 7 pode-se observar como o preço do petróleo influenciou grandemente no aumento do nível das importações: Enquanto as importações (em mil toneladas) que eram de 49.769 em 1973, passam para 54.898 em 1974 (um aumento em cerca de 10%), as despesas de importação que era de 6.192 milhões de dólares em 1973 passam para 12.641

---

<sup>12</sup>Essa crise se consubstancia na quadruplicação do preço do petróleo ocorrida em fins de 1973. DAVIDOFF CRUZ, P. Dívida externa e política econômica. op. cit. pp. 18.

milhões de dólares em 1974 (mais que o dobro do valor). Contudo, a partir de 1974 houve uma certa estabilidade nas importações brasileiras. Observa-se também, no mesmo período, que o preço da tonelada de petróleo importado chegou a quadruplicar.

TABELA 7

Evolução das importações, 1973-1978

Ano	Import. US\$ milhões	Mil ton.	Preço ton. Petróleo US\$	Import. Petróleo US\$ milhões
1973	6.192	49.769	20,1	711
1974	12.641	54.898	81,2	2.840
1975	12.210	53.056	80.0	2.875
1976	12.347	61.652	85,2	3.612
1977	12.023	62.062	91,1	3.814
1978	13.639	69.790	91,9	4.196

Fonte: BACEN.

Extraído: GOLDENSTEIN, Sérgio. A dívida externa brasileira - 1964/1983: evolução e crise. Rio de Janeiro, 1986. Ed. Guanabara. Quadro 25, pp.101.

A tabela 8 mostra como a balança comercial passou de superavitária em 1973 à grande deficitária a partir de 1974, em virtude da crise do petróleo. Observa-se que em 1973 as exportações foram de US\$ 6.199 milhões e as importações foram de US\$ 6.192 milhões, e em 74 (depois do 1º choque do petróleo) as exportações foram de US\$ 7.951

milhões enquanto as importações dobraram, ficando em US\$ 12.641 milhões, então a balança comercial, que tinha um superávit de US\$ 7 milhões no ano de 1973, passou a amargar um déficit de US\$ 4.690 milhões em 1974 e assim por diante.

TABELA 8

Balança comercial, 1974 - 1978

US\$ milhões

Ano	Exportação	Importação	Bal. Comercial
1973	6.199	6.192	+7
1974	7.951	12.641	-4.690
1975	8.670	12.210	-3.540
1976	10.128	12.383	-2.254
1977	12.120	12.023	+97
1978	12.658	13.683	-1.024

Fonte: BACEN.

Extraído: GOLDENSTEIN, Sérgio. A dívida externa brasileira - 1964/1983: evolução e crise. Rio de Janeiro, 1986. Ed. Guanabara. Quadro 27, pp.114.

Com base no que estava acontecendo na balança comercial brasileira, foi elaborado o II PND (Plano Nacional de Desenvolvimento), com o objetivo principal de expandir o setor de bens de capital e ampliar a oferta interna de insumos básicos.

O II PND foi o responsável por um programa de exportação muito bem elaborado que resultou em um aumento

em mais de 60% das exportações no período de 1974 a 1978, sem permitir que as importações avançassem, permanecendo praticamente no mesmo patamar (ver tabela 8).

Para dar sustentação ao II PND era de vital importância que o país continuasse a se endividar externamente. "Para garantir o crescimento acelerado da economia, o governo Geisel estimulou ainda mais a captação de recursos externos em moeda"<sup>13</sup> através da suspensão do depósito compulsório de 40% que incidia sobre o contravalor em cruzeiros dos empréstimos externos (em fevereiro de 1974), da redução de 10 para 5 anos o prazo mínimo de amortização de empréstimos em moeda com seis meses de carência (setembro de 1974), e através da circular n° 205 que reduzia de 25% para 5% o imposto de renda incidente sobre juros, comissões e demais despesas decorrentes de operações de empréstimos externos (em outubro de 1974).

De acordo com a tabela 9, a dívida externa bruta brasileira apresentou um constante aumento, que já vinha se mantendo em patamares altos herdados do período anterior (o período do "milagre"). Observa-se também que com relação ao PIB, a dívida externa também estava aumentando, e a participação da dívida em moeda sobre a dívida total

---

<sup>13</sup> GOLDENSTEIN, Sérgio. A dívida externa brasileira. op. cit. pp. 114.

também aumenta chegando a 68% em 1978. Outro ponto que merece destaque é o fato de que nesse período as reservas internacionais continuavam aumentando cada vez mais (ver tabela 1), revelando, com isso, que os empréstimos que eram contraídos no exterior estavam sendo além do necessário para o pagamento do déficit comercial e para o investimento no país.

TABELA 9

Dívida externa, 1974-1978 - US\$ milhões

Ano	Dív. bruta	Dív./PIB(%)	Dív. moeda %
1974	17.165	17,9	65
1975	21.171	17,0	69
1976	25.985	18,2	70
1977	32.037	19,3	67
1978	43.511	22,8	68

Fonte: BACEN.

Extraído: GOLDENSTEIN, Sérgio. A dívida externa brasileira - 1964/1983: evolução e crise. Rio de Janeiro, 1986. Ed. Guanabara. Quadro 30. pp. 116.

Nesse período (1974-1978) os empréstimos que eram contraídos no exterior tinham um certo planejamento de utilização, tanto no setor público como no setor privado. "Com relação ao setor público, os empréstimos que foram contraídos nos três primeiros anos do período foram destinados basicamente às áreas de transporte,

telecomunicações, energia e à administração central"<sup>14</sup>, enquanto no setor privado os empréstimos eram destinados "principalmente à indústria de transformação, nos ramos da metalurgia, material de transporte, química e material elétrico"<sup>15</sup>. Esse planejamento de utilização dos empréstimos contraídos no exterior já fazia parte da estratégia do II PND.

O que mais marcou esse período foi a "estatização" da dívida, ou seja, o setor privado, com intuito de se defender dos riscos cambiais e da elevação das taxas de juros internacionais, transferiu uma significativa parcela de sua dívida externa para o setor público com base na circular n° 230 e na resolução 432<sup>16</sup>. Com isto a participação da dívida pública sobre a dívida total estava aumentando cada vez mais. A tabela 10 mostra que a dívida pública que era de 50% em 1974 passou para 63%

---

<sup>14</sup>BAER, Mônica. A internacionalização financeira do Brasil. op. cit. pp. 107.

<sup>15</sup>Idem. pp.108.

<sup>16</sup>A circular 230 de agosto de 1974 permitia que os recursos não utilizados nas operações de repasse pudessem ser aplicados como depósitos em moeda estrangeira junto ao BACEN, como alternativa à compra de LTN. Neste caso o BACEN assumiria os juros devidos ao credor externo e também a carga do imposto de renda quando de responsabilidade do depositante. E a resolução 432 de julho de 1977 abre a possibilidade às empresas tomadoras de empréstimos externos realizarem depósitos em moeda estrangeira junto ao BACEN, tendo prazo de carência para movimentação de 30 dias. Neste caso o BACEN assumia os riscos cambiais e os encargos devidos ao credor externo. Isto representava garantias com relação à modificação na política cambial, desde que estivesse prevista. AMARAL FILHO. J. Notas de estudo sobre o papel do estado no processo de endividamento externo no Brasil: 1964 - 1981. Mimeo. Paris, 1985. pp. 22 e 24.

em 1978, e mostra também que a dívida pública em moeda que era de 30% em 74 saltou para 52% em 78, o que refletia a eficiência da política de estímulo a captação de recursos externos em moeda via empresas públicas.

TABELA 10

Relação dívida pública / dívida privada, 1974-1978

Ano	Dív. total pública %	Dív. Total privada %	Dív. Pública em moeda %	Dív. Privada em moeda %
1974	50	50	30	70
1975	54	46	42	58
1976	58	42	46	54
1977	60	40	48	52
1978	63	37	52	48

Fonte: BACEN.

Extraído: GOLDENSTEIN, Sérgio. A dívida externa brasileira - 1964/1983: evolução e crise. Rio de Janeiro, 1986. Ed. Guanabara. Quadro 34. pp. 118.

A inflação nesse período, de acordo com o IGP da fundação Getúlio Vargas (ver tabela 6, pp. 21), foi crescente. Com relação à inflação do último ano do período anterior (a inflação do ano de 1973 foi de 13,7%), a inflação de 1974 aumentou mais que o dobro, ficando em 34,5%, chegando a atingir em 1976 46,4%, e fechando a 40,8% em 1978.

#### 1.4- O IMPACTO DOS CHOQUES INTERNACIONAIS NA ECONOMIA BRASILEIRA (1979-1982).

Por causa do grande aproveitamento do II PND, em termos da capacidade de exportação, o Brasil começa esse período com muito otimismo, pois o déficit da balança comercial havia sido reduzido, a capacidade de produção de bens de capital estava se ampliando, e a economia continuava a crescer. Contudo, ainda em 1979, o Brasil se depara com dois acontecimentos que iriam abalar profundamente a sua economia. São eles:

- O segundo "choque" do petróleo e;
- O "choque" das taxas de juros internacionais.

O 2º choque do petróleo abalou a economia brasileira, pois as despesas com as importações cresceram sensivelmente resultando novamente no aumento significativo no déficit da balança comercial brasileira. De acordo com a tabela 11, o preço da tonelada de petróleo, que era de US\$ 91,9 em 78, passou para US\$ 126,1 em 79, e continuou a subir atingindo US\$ 215,2 em 1980. As despesas de importação conseqüentemente aumentaram, passando de US\$ 13.083 milhões em 78, para US\$ 18.084 em 79, e aumentando para US\$ 22.955 em 80. Por causa desse extraordinário aumento das importações, a balança comercial apresentou um

aumento do déficit, que era de US\$ 1.024 milhões em 78, para US\$ 2.839 milhões em 79, e US\$ 2.823 milhões em 80.

TABELA 11

Influência do preço do petróleo nas importações e na  
Balança comercial 1978-1982

Ano	Preço ton. Petróleo US\$ (*)	Export. US\$ milhões	Import. US\$ milhões	Bal. Comercial US\$ milhões
1978	91,9	12.058	13.083	-1.024
1979	126,1	15.244	18.084	-2.839
1980	215,2	20.132	22.955	-2.823
1981	252,7	23.293	22.090	+1.202
1982	238,5	20.175	19.395	+780

Fonte: BACEN.

Extraído: GOLDENSTEIN, Sérgio. A dívida externa brasileira - 1964/1983: evolução e crise. Rio de Janeiro, 1986. Ed. Guanabara. Quadro 41. pp. 140.

(\*)Quadro 36. pp. 124.

O choque financeiro se deu basicamente em virtude da política norte-americana posta em prática pelo governo Reagan. "Essa política constituiu no aumento extraordinário das taxas de juros nos Estados Unidos, no contexto da aplicação da teoria do lado da oferta (supply-side economics) sobre a gestão do orçamento fiscal (redução de impostos), articulada a um rígido controle monetário"<sup>17</sup>.

<sup>17</sup> OLIVEIRA, A. J. P. O impacto... op. cit. pp.47.

Com a política de aumento das taxas de juros implementadas pelos Estados Unidos (sobrevalorização da moeda norte-americana), os bancos europeus da Alemanha e Inglaterra também aumentaram as suas taxas de juros para evitar que houvesse uma corrida de capitais em direção aos Estados Unidos<sup>18</sup>. Essas medidas resultaram em um aumento geral nas taxas de juros cobrados pelos empréstimos bancários internacionais. De acordo com a tabela 12 observa-se que a prime-rate (EUA) passou de 11,8% em 78 para 21,5% em 80, e a libor (Inglaterra) passou de 12,3% em 1978 para 17,5% em 1980. Como a grande maioria dos empréstimos contraídos no exterior foram feitos à taxas de juros flutuantes, o aumento das taxas de juros internacionais inevitavelmente iria aumentar sensivelmente o custo da dívida externa brasileira.

---

<sup>18</sup>Essa atitude dos bancos europeus tinha como objetivo evitar que as suas moedas se desvalorizassem excessivamente frente ao dólar.

TABELA 12

Taxas de juros internacionais 1977-1982 - médias anuais

Ano	Prime-rate (%)	Libor (%)
1977	7,8	7,5
1978	11,8	12,3
1979	15,3	14,4
1980	21,5	17,5
1981	18,7	13,8
1982	14,6	9,2

Fonte: BACEN.

Extraído: GOLDENSTEIN, Sérgio. A dívida externa brasileira - 1964/1983: evolução e crise. Rio de Janeiro, 1986. Ed. Guanabara. Quadro 37. pp. 124.

Com a alta geral das taxas de juros internacionais observou-se no Brasil um aumento significativo dos custos de manutenção da dívida externa. A tabela 13 mostra que o juros da dívida aumentou de US\$ 2.696 milhões em 78 para US\$ 11.353 milhões em 82, e o serviço da dívida que era de US\$ 7.919 milhões em 1978 passou para US\$ 18.305 milhões em 1982. Com relação ao PIB, o serviço da dívida aumentou de 4% para 7% no mesmo período. Em 1982 o serviço da dívida (juros + amortizações) aumentou de tal maneira que passou a representar 91% das exportações brasileiras, o que significou uma elevada transferência de recursos para o exterior.

TABELA 13

Serviço da dívida - 1978-1982 - US\$ milhões

Ano	Amort.	Serv.div.	Serv.div./ PIB %	Serv.div./ export.%	Juros
1978	5.223	7.919	4	63	2.696
1979	6.385	10.571	5	69	4.186
1980	5.010	11.321	5	56	6.311
1981	6.241	15.402	6	66	9.161
1982	6.952	18.305	7	91	11.353

Fonte: BACEN.

Extraído: GOLDENSTEIN, Sérgio. A dívida externa brasileira - 1964/1983: evolução e crise. Rio de Janeiro, 1986. Ed. Guanabara. Quadro 44. pp. 141.

Por causa de todos esses acontecimentos, o Brasil foi levado a implementar uma política de endividamento externo voltada principalmente para suprir as suas obrigações financeiras internacionais. O aumento nas obrigações financeiras se deu basicamente em função dos juros da dívida que aumentou, de 1979 a 1981, a uma taxa anual de aproximadamente 50%, enquanto as amortizações permaneceram praticamente em um mesmo patamar. Pode-se observar, na tabela 13, que os juros da dívida em 79 eram 4.186 milhões de dólares, aumentando para 6.311 milhões de dólares em 80, ficando em 81 em 9.161 milhões de dólares, enquanto que as amortizações da dívida, que eram de 6.385 milhões de dólares em 79, passaram para 5.010 milhões em

80, e atingiram 6.241 milhões de dólares em 81, o que significou que os recursos para amortizar a dívida externa eram relativamente estáveis.

Nesse período de grandes dificuldades financeiras no Brasil, foi constatado um aumento vigoroso da inflação juntamente com um constante aumento da dívida externa. Com relação ao aumento da dívida externa a tabela 14 mostra que em 1979 a mesma se encontrava em 49.904 milhões de dólares, passando para 53.848 milhões em 1980, aumentando para 61.411 milhões de dólares em 1981, e em 1982 passando para 70.198 milhões de dólares. Com relação à inflação é observado que em 79 era de 77,2%, tendo um grande aumento em 80 chegando a 110,2%, em 81 ficou em 95,1% e aumentou ainda para 99,7 em 82.

TABELA 14

Dívida externa (médio e longo prazo) e taxa de inflação  
1979-1982

Ano	Dívida externa (US\$ milhões)	Inflação (IPC) (%)
1979	49.904	77,2
1980	53.848	110,2
1981	61.411	95,1
1982	70.198	99,7

Fonte: (coluna 1): CARDOSO, E. FISHLOW, A. Macroeconomia da dívida externa. Brasiliense. São Paulo. 1982. pp. 179.  
(Coluna 2): SOUZA, P. R. Quem paga a conta? Brasiliense, São Paulo, 1989, pp. 30.

Por causa desses aumentos, tanto da dívida externa como da inflação, os bancos internacionais começaram a reduzir o volume de capital a ser emprestado para o Brasil, mantendo esse volume de empréstimos apenas o necessário para reciclar a dívida externa. Isto mostra que houve um crescimento financeiro autônomo da dívida externa brasileira que nada tinha a ver com a esfera comercial ou produtiva.

Esse processo de autonomização da dívida externa revela como a dívida adquire ritmo próprio, ou seja, o serviço da dívida é financiado por novos empréstimos que dependem da taxa externa dos juros flutuantes.

Os empréstimos que foram contraídos a partir de 1979 não eram suficientes para financiar a balança de pagamentos. Esse processo se tornou mais agravado no ano de 1982 quando o Brasil necessitava de US\$ 23.262 milhões em divisas para o financiamento de sua balança de pagamentos, mas conseguiu apenas US\$ 12.515 milhões em empréstimos externos de médio e longo prazo, e US\$ 991 milhões em investimentos externos diretos (ver tabela 15).

TABELA 15

Necessidade de financiamento da balança de pagamentos e a evolução das reservas cambiais, 1978-1982 - US\$ milhões

Ano	Neces. Finan. BP	Novos emprest.	Invest. diretos	Reservas cambiais
1978	12.213	13.810	1.071	11.895
1979	13.375	11.228	1.491	9.689
1980	15.752	10.596	1.121	6.913
1981	17.975	15.553	1.584	7.506
1982	23.262	12.515	991	3.994

Fonte: BACEN.

Extraído: GOLDENSTEIN, Sérgio. A dívida externa brasileira - 1964/1983: evolução e crise. Rio de Janeiro, 1986. Ed. Guanabara. Quadro 45. pp. 142. E quadro 48. pp. 148.

Com isso é fácil perceber como esse processo de aquisição de novos empréstimos para pagar os empréstimos (e os juros desses empréstimos) que iam vencendo, estava sendo extremamente penoso para a economia brasileira e principalmente para o montante de reservas cambiais de que o Brasil dispunha. Pois para conseguir saldar os seus compromissos externos, o Brasil passou a utilizar as suas reservas internacionais, que eram de US\$ 9.689 milhões em 79, diminuindo para US\$ 6.913 milhões em 80, e caindo mais ainda para US\$ 3.994 milhões em 82 (ver tabela 15). Posteriormente o Brasil foi obrigado a aumentar a sua

dívida mobiliária interna, resultando assim no crescimento do déficit público e no descrédito da política governamental.

## 1.5- CONCLUSÃO.

No final da década de 60 e começo da década de 70, o Brasil conseguiu utilizar os empréstimos externos como meio de desenvolvimento da economia.

Como os empréstimos externos eram contraídos (entre 1968-1973) à taxas de juros baixíssimas, o governo brasileiro estimulou tanto a sua captação que começou a se observar um "superendividamento" da economia, ou seja, contraíam-se empréstimos externos muito além do necessário para financiar o desenvolvimento econômico do país. Com isto houve um aumento significativo das reservas internacionais, juntamente com o crescimento vertiginoso do serviço da dívida.

Com o primeiro choque do petróleo a economia brasileira entra em crise, mas com a elaboração do II PND e com os novos estímulos à captação de recursos externos, o país supera esse choque. É nesse período (1974-1978) que o Brasil começa a "renovar" a sua dívida externa, ou seja, eram contraídas novas dívidas para pagar as dívidas e os seus juros. Esse processo era chamado de "roll over" da dívida externa.

Em 1979, com o segundo "choque" do petróleo e com o "choque" das taxas de juros internacionais, o Brasil

entra em crise novamente, e não consegue mais contrair empréstimos suficientes para continuar com o "roll over" da dívida, que por sua vez crescia assustadoramente, em virtude dos empréstimos internacionais terem sido contraídos à taxas de juros flutuantes.

Com isso se tornou necessário para o Brasil, abrir mão das suas reservas internacionais para conseguir saldar os seus compromissos. Porém essas reservas não foram suficientes para saldar as dívidas, obrigando o Brasil a contrair empréstimos a curto prazo para honrar os seus compromissos.

Posteriormente, o Brasil não conseguiu mais captar esses empréstimos a curto prazo (por causa do alto risco para os credores internacionais), restando como alternativa, o financiamento interno, o que significou uma elevação do estoque da dívida mobiliária interna.

## 2- A CRISE DOS ANOS 80.

### 2.1- INTRODUÇÃO.

Na década de oitenta o Brasil passou por uma crise que abalou profundamente a sua economia, principalmente por causa da suspensão dos empréstimos voluntários externos.

Este capítulo está dividido em duas partes com o objetivo de apresentar como se deu a crise econômica brasileira na década de oitenta, e como o governo brasileiro reagiu diante da mesma.

A primeira parte enfoca quais os fatores que contribuíram para a suspensão dos empréstimos externos voluntários e porque essa ruptura foi tão traumática para o país.

A segunda parte do capítulo revela de que maneira se deu a transferência de recursos para o exterior por intermédio da constituição de poupança pública e também pelo agravamento do endividamento interno.

Esta parte também enfoca quais as maneiras clássicas de reforçar a poupança pública e quais dessas maneiras foram utilizadas no Brasil na década de oitenta, e

que relação existe entre a constituição de poupança pública e o agravamento do endividamento interno.

Enfim, a estratégia de pagamento dos encargos financeiros da dívida externa, por si só, onera o endividamento interno e outras variáveis macroeconômicas ligadas ao decréscimo do nível de atividade.

## 2.2- A CRISE DO ENDIVIDAMENTO EXTERNO.

O processo de endividamento externo ocorrido no Brasil atravessou cinco fases consecutivas; tendo em vista a utilização dos empréstimos:

- 1) financiamento de despesas adicionais (consumo e/ou investimento);
- 2) financiamento de despesas adicionais e juros;
- 3) financiamento de juros apenas;
- 4) financiamento apenas de uma parte dos juros a serem pagos sobre empréstimos antigos; e
- 5) suspensão dos novos empréstimos<sup>19</sup>.

As quatro primeiras fases podem ser observadas no decorrer da década de 70 (objeto de estudo do capítulo um). A quinta fase, ou seja, a suspensão definitiva dos empréstimos, é observada na década de 80, mais precisamente em 1982 e 1983.

Com o segundo choque do petróleo, e com o choque da taxa de juros internacionais, no final da década de 70, se dá o início da crise econômica brasileira. Mas foi somente em 1983 que o Brasil decidiu se empenhar num processo de ajustamento seguindo o receituário do Fundo

---

<sup>19</sup> Ver BRESSER PEREIRA, L. C. A crise do Estado: ensaios sobre a economia brasileira. São Paulo, 1992. Ed. Nobel. pp.73.

Monetário Internacional<sup>20</sup> (FMI), na esperança de que os créditos voluntários externos pudessem ser retomados.

Em 1982 se deu a suspensão de novos empréstimos voluntários externos para o Brasil por intermédio de uma decisão geral que envolvia a maioria dos grandes bancos internacionais. Segundo Bresser Pereira<sup>21</sup>, esta suspensão (que ganha força com a moratória mexicana e à cessação dos pagamentos por parte da Argentina) estava fundamentada em algumas considerações objetivas que levaram os banqueiros a considerar a dívida brasileira alta demais.

De acordo com os banqueiros internacionais existem dois parâmetros que são utilizados para mostrar quando a dívida externa está alta demais: em primeiro lugar há uma regra de "estoque" que diz que a relação entre a dívida externa ( $Dx$ ) de um país e as suas exportações ( $X$ ) nunca deve ser maior que 2. E em segundo lugar, há um raciocínio de "fluxo" que diz que, quando esta razão é atingida, a taxa de juros ( $j$ ) não deve ser maior que a taxa de crescimento das exportações ( $x'$ ). Ou seja:

---

<sup>20</sup>"O plano do FMI promoveu um ajustamento recessivo, baseado na redução do investimento público, na aceleração das desvalorizações cambiais, em taxas de juros mais elevadas e na correção de alguns preços domésticos de forma a incentivar exportações". PAIVA ABREU, M. (org.) A ordem do progresso - cem anos de política econômica republicana 1889-1989. Rio de Janeiro, 1992. Ed. Campus. pp. 343.

<sup>21</sup> Ver BRESSER PEREIRA, L. C. A crise do Estado ... op. cit. pp. 73.

**$Dx/x < 2$  e se**

**$Dx/X > 2$  então  $j < x'$**

De acordo com a tabela 16, desde 1980 até 1989 a relação dívida externa/exportações ( $Dx/X$ ) sempre foi superior ao índice 2. Em 80 o índice foi de 2,7, passando em 82 para 3,5, em 86 chegou a atingir 4,6, e em 89 ficou em 2,9. Com isto observa-se que a regra básica de estoque, na década de 80, sempre foi superior ao limite, chegando a atingir mais que o dobro do limite em 86 e 87. Ainda na tabela 16 é possível observar que a taxa de crescimento das exportações ( $x'$ ) era de 32,0% em 1980 enquanto as taxas de juros (libor e prime) giravam em torno de 16% a 21,5% no mesmo ano, e em 1982 (ano em que se deu a ruptura dos créditos voluntários externos) a taxa de crescimento das exportações era de 13,3% negativos enquanto as taxas de juros ( $j$ ) ficaram em torno de 13,4% a 14,5% (libor e prime).

De acordo com o que foi visto, no ano de 1982 o Brasil não estava cumprindo nem a regra de estoque nem a regra de fluxo, que determinava, sob o ponto de vista dos credores, o risco de resgate da dívida externa. Com isto se tornava fácil perceber porque houve a suspensão definitiva

dos empréstimos voluntários externos neste mesmo ano: a dinâmica da dívida externa dentro da atividade econômica brasileira representava um alto risco para os credores internacionais.

TABELA 16

Indicadores de estoque e fluxo da dívida externa 1980-1989

Ano	Dx/X	x'	Prime (j)	Libor (j)
1980	2,7	32,0	21,5	16,4
1981	2,6	15,7	15,7	14,9
1982	3,5	-13,3	14,5	13,4
1983	3,7	8,5	10,5	9,8
1984	3,4	23,3	10,7	9,2
1985	3,7	-5,0	9,5	8,0
1986	4,6	-12,6	7,5	6,8
1987	4,1	17,1	8,7	7,5
1988	3,0	28,8	10,5	9,4
1989	2,9	1,8	10,5	8,3

Fonte: BACEN & CONJUNTURA ECONÔMICA

Extraído: OLIVEIRA, A. J. P. O impacto da transferência financeira para o exterior no desequilíbrio fiscal brasileiro: uma análise de políticas fiscais na década de oitenta. Dissertação de mestrado. Fortaleza, 1993. pp.80.

Com a suspensão dos créditos voluntários externos em 82, se torna evidente a necessidade de ajustamento interno em face do endividamento crescente que vinha

ocorrendo. Para o Brasil esse ajuste significava a adoção de medidas que buscassem a eliminação dos déficits comerciais e também uma geração de megasuperávits visando o pagamento do serviço da dívida externa<sup>22</sup>.

Esta estratégia de geração de superávits baseava-se em uma política fiscal e monetária restritiva (aumento dos impostos, diminuição dos gastos do governo, aumento das taxas de juros e redução da liquidez), e uma política comercial expansiva (favorecimento dos setores de exportação através de subsídios e incentivos, e desvalorização cambial).

A situação do Brasil agravou-se ainda mais em virtude da dívida externa ser quase que inteiramente de responsabilidade do Estado (devido ao aprofundamento do processo de estatização) que não se constituía no maior exportador. O Estado brasileiro era obrigado a constituir poupança pública para realizar a troca por divisas com os exportadores. Essas divisas eram então remetidas como forma de pagamento dos juros da dívida externa. A tabela 17 mostra que a partir de 82 a dívida pública vem crescendo cada vez mais: em 82 a dívida pública externa em relação à dívida total era de 67,5%, passando para 78,8% em 84, e

---

<sup>22</sup> Ver SOUZA, P. R. Quem paga a conta? Dívida, déficit e inflação nos anos 80. São Paulo, 1989. Ed Brasiliense. pp. 18 e 19.

subindo para 85,6% em 86, chegando até 87,4% em janeiro de 88.

TABELA 17

Dívida pública externa (%) 1980-1989

Anos	Dívida pública externa/dívida total
1980	69,2
1981	68,0
1982	67,5
1983	74,1
1984	78,8
1985	82,1
1986	85,6
1987	86,6
1988*	87,4 janeiro
1989	83,4**

Fonte: Boletim do Banco Central.v.25,jan./1989. Relatório anual do Banco Central,1984/85/86. Banco Garantia.

\* Dados preliminares.

Extraído: BRESSER PEREIRA, L. C. A crise do Estado: ensaios sobre a economia brasileira. São Paulo, 1992. Ed. Nobel. pp.92.

\*\* dívida pública externa líquida.

1989:Fonte:BACEN.

Extraído: GIAMBIAGI, F. & GOMES, J. C. Consumo do governo, juros externos e inversão reprimida: o problema da dívida externa revisitado. Revista de economia política. Vol. 12. N° 03. São Paulo, 1992. Ed. Brasiliense. pp.36.

Diante dessa situação, o governo se viu obrigado a emitir títulos da dívida pública para cobrir o

financiamento do setor público, ou seja, resgatar parte significativa da poupança pública e com ela pagar os juros da dívida pública externa, aumentando o seu déficit e gerando a necessidade de maiores emissões de títulos. Este ciclo vicioso é considerado por muitos autores como o problema crucial da década de oitenta. Esse problema será enfatizado no tópico seguinte.

## 2.3- TRANSFERÊNCIA DE RECURSOS PARA O EXTERIOR: A CONSTITUIÇÃO DE POUPANÇA PÚBLICA E O AGRAVAMENTO DO ENDIVIDAMENTO INTERNO.

Existem dois conceitos que são utilizados por Paulo Nogueira Batista<sup>23</sup> e por Octávio de Barros<sup>24</sup> para definir as transferências de recursos para o exterior:

1º) do ponto de vista das contas externas: o conceito refere-se à remessa de divisas associadas à diferença entre a renda líquida enviada ao exterior<sup>25</sup> e a entrada líquida de capitais, ou à diferença entre a transferência de recursos reais e a variação das reservas internacionais. Este conceito é conhecido como transferência de recursos financeiros (trf).

---

<sup>23</sup> BATISTA, P. Nogueira. Formação de capital e transferência de recursos ao exterior. Revista de economia política. Vol.7. nº 1. São Paulo, 1987. Ed. Brasiliense.

<sup>24</sup> BARROS, Octávio de. O ajustamento externo dos anos 80 diante das principais transformações em curso no cenário mundial: do ajustamento passivo aos limites de um "catching-up" da indústria brasileira. IN SANTOS FILHO, Milton (Org.) Instabilidade econômica: moeda e finanças. São Paulo, 1993. Ed. HUCITEC.

<sup>25</sup> A renda líquida recebida (+) ou enviada (-) para o exterior é, por definição, o saldo de serviços fatores mais o de transferências unilaterais. O saldo, quando positivo, indica que o país recebe como remuneração de fatores que operam fora das suas fronteiras, ou, ainda, a títulos de donativos. E exprime, quando negativo, o que o país paga para o exterior pelo uso de fatores de produção pertencentes ao resto do mundo, ou, ainda, como doações. Assim, um país cuja a única transação com o resto do mundo tenha sido o pagamento de juros no valor de 10 unidades monetárias, apresentará uma renda líquida enviada para o exterior de 10 u. M. ( ou uma renda líquida recebida de - 10 u.m.). SIMONSEN, M.H. & CYSNE, R.P. Macroeconomia. Rio de Janeiro, 1989. Ed. Ao livro técnico S.A.

2º)Do ponto de vista macroeconômico: o conceito refere-se à diferença entre o Produto Interno Bruto (PIB) e a absorção doméstica agregada<sup>26</sup>, ou seja, a diferença entre as exportações e as importações. Este conceito é conhecido como transferência de recursos reais (trr).

De acordo com Paulo Nogueira Batista<sup>27</sup> a seguinte expressão é obtida da identidade básica do Balanço de Pagamento:

$$J - K = X - M - \Delta X$$

onde:

J = Renda líquida enviada ao exterior sob forma de pagamentos líquidos de juros, lucros, dividendos e outros serviços fatores<sup>28</sup>;

K = ingresso líquido de capitais estrangeiros sob forma de empréstimos e investimentos diretos;

X = exportações de bens e serviços não-fatores;

Y = importações de bens e serviços não-fatores;

R = reservas internacionais.

Por causa disto, a transferência de recursos financeiros se traduz na diferença entre a transferência de

---

<sup>26</sup> Absorção doméstica agregada = I + C + G

<sup>27</sup> BATISTA, P. Nogueira. Formação de capital ... op. cit. pp. 11.

<sup>28</sup> Serviços fatores = juros, remessas de lucros, "royalties", aluguéis de equipamentos, pagamentos de assistência técnica e rendas do trabalho;

Serviços não fatores = fretes, seguros, viagens internacionais e serviços governamentais.

recursos reais e a variação das reservas ( $trf = trr - \Delta R$ ). Portanto, quando ocorre acumulação de reservas, a  $trr$  é superior a  $trf$ , e quando há perda de reservas, a  $trf$  é superior a  $trr$ .

TABELA 18

Transferências reais e renda líquida enviada ao exterior  
(em % do PIB) 1978-1989

Ano	Transf. de recursos financeiros	Transf. de recursos reais
1978	-3,5	-1,2
1979	-1,1	-2,0
1980	-1,0	-2,2
1981	-0,6	-0,4
1982	0,6	-0,7
1983	2,1	2,4
1984	2,1	5,6
1985	5,2	5,1
1986	4,2	2,4
1987	3,3	3,6
1988	5,5	6,1
1989	4,6	4,4*

Fonte: IBGE, Contas Nacionais, Boletins BACEN.

Extraído: BARROS, Octávio de. O ajustamento externo dos anos 80 diante das principais transformações em curso no cenário mundial: do ajustamento passivo aos limites de um "catching-up" da indústria brasileira. IN SANTOS FILHO, Milton (Org.) Instabilidade econômica: moeda e finanças. São Paulo, 1993. Ed. HUCITEC. PP.144.

\* dados preliminares.

No Brasil observa-se que a transferência de recursos reais ao exterior foi negativa de 1978 até 1982 (ano em que se deu a crise da dívida externa), mas a partir

de 1983, tanto a trr quanto a trf foram positivas. Em 1980 a trr era de -2,2% do PIB, em 1982 passou para -0,7%, em 1983 subiu para 2,4%, chegando a atingir 5,6% em 1984 (ver tabela 18).

A transferência de recursos para o exterior se comportou dessa maneira, (passando de negativa na década de setenta, para positiva na década de oitenta), justamente por causa da elevação do serviço da dívida externa adicionada à ruptura dos recursos provenientes do exterior, significando que o país, que antes conseguia um montante de recursos externos bem superior ao montante de renda enviada ao exterior, passa a enviar ao exterior mais do que ele recebe por meio de empréstimos e investimentos diretos.

### 2.3.1 - A CONSTITUIÇÃO DE POUPANÇA PÚBLICA E O AUMENTO DO ENDIVIDAMENTO INTERNO.

A poupança pública, na década de setenta, foi constituída quase que exclusivamente da poupança externa, principalmente devido à inexistência de um sistema interno de financiamento a longo prazo que proporcionasse fontes alternativas de financiamento.

A tabela 19 mostra como se comportou a poupança pública, a poupança privada e a poupança externa na década de oitenta. Em 79 a poupança pública era de 4,21% do PIB, em 81 diminuiu para 2,74%, em 83 (momento em que se deu a ruptura dos créditos voluntários) a poupança pública passou para 1,28% do PIB, em 87 passou para -0,38%, chegando a atingir -5,27% em 89. A poupança externa foi reduzida neste mesmo período, enquanto a poupança privada foi consistente (chegando a aumentar de 14,13% em 79, para 30,37% em 89). Isto mostra que o governo brasileiro se nutriu da poupança privada via emissão de títulos públicos de alta rentabilidade. A tabela 19 também mostra como se deu a diminuição da taxa total de investimento: em 79 era de 22,9% do PIB, diminuindo para 19,5% em 82, em 86 ficou em 18,7% do PIB, diminuindo ainda mais para 17,0% em 88, chegando a 16,7% do PIB em 89.

TABELA 19

Poupança pública, privada, externa e taxa de investimento  
(% do PIB) 1979-1989

Ano	(s)privada	(s)pública	(s)externa	invest./PIB
1979	14,13	4,21	4,80	22,9
1980	15,15	2,74	5,45	22,9
1981	15,58	3,06	4,44	21,0
1982	13,41	1,89	5,79	19,5
1983	12,03	1,28	3,37	16,9
1984	15,42	0,34	-0,02	16,3
1985	19,07	0,02	0,11	16,4
1986	14,43	2,70	1,97	18,7
1987	22,20	-0,38	0,49	17,9
1988	26,51	-2,42	-1,28	17,0
1989	30,37	-5,27	-0,23	16,7

Fonte: Banco Central.

Notas: (s)privada = poupança do setor privado.

(S) pública = poupança do setor público.

Extraído: REIS VELLOSO, J. P. (Org.). Combate à inflação e reforma fiscal. Rio de Janeiro, 1992. Ed. José Olympio. pp.153.

Última coluna: fonte: IBGE, Conjuntura Econômica, nº 42, set. 1988 & Banco Central - relatório de 1991.

Extraído: OLIVEIRA, A. J. P. O impacto da transferência financeira para o exterior no desequilíbrio fiscal brasileiro: uma análise das políticas fiscais na década de oitenta. Dissertação de mestrado. Fortaleza, 1993. pp.117.

Portanto, o Estado sem o apoio financeiro dos credores internacionais, possui quatro maneiras clássicas para reforçar a sua poupança pública; e assim conseguir

comprar as divisas dos exportadores. e saldar seus compromissos externos.

A primeira maneira clássica é a privatização de empresas estatais deficitárias. Porém o que se observou na década de oitenta foi um processo de privatização pouco eficiente em que o Estado basicamente devolvia para o setor privado as empresas que antes estavam em poder desse setor, além de ser um processo complexo devido ao tamanho das empresas (as empresas estatais eram bastante grandes em relação ao capital privado nacional, tornando-se necessário a fusão de capitais ou até mesmo a participação de capitais internacionais para adquiri-las) e ao corporativismo (uma forte burocracia funcionalista se opõe à retirada do Estado da economia).

O resultado disso foi que no período compreendido entre 1981 e 1989 as privatizações somaram US\$ 720 milhões, sendo mais da metade desse montante adquiridos em 1988<sup>29</sup>.

A segunda maneira para reforçar a poupança pública, é a redução das despesas públicas, principalmente, os encargos financeiros relativos às dívidas interna e externa, pois os encargos não financeiros (despesa com pessoal, encargos sociais, custeio da máquina administrativa, investimento, etc.) são bastante difíceis

---

<sup>29</sup> Ver OLIVEIRA, A. J. P. O impacto ... op. cit. pp. 108.

de diminuir por causa da existência de despesas rígidas. Mas sem a implementação de políticas que possam viabilizar a redução dos encargos financeiros da dívida e a racionalização administrativa, essa redução das despesas se torna muito difícil. De acordo com a tabela 20 observa-se que a despesa com pessoal é sempre ascendente (tendo uma pequena queda em 83 e 84), e os encargos financeiros (juros da dívida interna e externa) também não conseguiram ser reduzidos justamente porque a preocupação do governo na década de oitenta foi pagar em dia os juros da dívida externa.

A terceira é o aumento das receitas do governo. Contudo a inexistência de uma política fiscal e tributária de combate à sonegação, e de eliminação de subsídios (com o intuito de ampliar a base tributável), impossibilitou o aumento das receitas do governo. A tabela 20 mostra como o aumento da receita, através da elevação da carga tributária e a diminuição das despesas como maneira de reforçar a poupança pública são muito limitados. Pode ser visto que na década de oitenta a carga tributária ficou entre 22 e 24% do PIB.

A quarta maneira é a emissão de títulos públicos. Essa emissão de títulos permite que o governo reforce a sua

poupança capacitando-o a comprar divisas junto aos exportadores afim de saldar os seus compromissos externos.

TABELA 20

Contas do setor público (% PIB) 1980-1989

Ano	carga trib. bruta	desp. pess.	Desp. Bens e serv.	juros dív. interna	juros dív. externa	encarg. financ.
1980	24,20	6,20	2,89	1,5	2,0	2,4
1981	24,60	6,50	2,86	1,7	2,3	4,0
1982	26,20	7,30	2,95	2,6	2,7	5,3
1983	24,70	6,50	2,98	2,6	3,3	5,9
1984	21,60	5,60	2,55	3,1	3,6	6,7
1985	22,00	6,80	2,81	3,4	3,5	6,9
1986	24,30	7,00	3,30	2,1	2,6	4,7
1987	22,60	7,70	4,93	1,8	2,3	4,1
1988	22,70*	7,80*	5,10	2,2	2,3	4,5
1989	21,94**			10,4*	1,9*	12,3*

Fonte: Instituto de Pesquisas Econômicas.

\*Estimado.

\*\*Extraído: REIS VELLOSO, J. P. (Org.) - Combate à inflação e reforma fiscal. Rio de Janeiro, 1992. Ed. José Olympio. pp. 44.

-Duas primeiras colunas: OLIVEIRA, A. J. P. O impacto da transferência financeira para o exterior no desequilíbrio fiscal brasileiro: uma análise de políticas fiscais na década de oitenta. Dissertação de mestrado. Fortaleza, 1993. pp.113.

-Terceira coluna: GIAMBIAGI, F. & GOMES, J. C. - Consumo do governo, juros externos e inversão reprimida: o problema da dívida externa revisitado. Revista de Economia Brasileira São Paulo, 1992. Ed. Brasiliense. Vol.12. nº13. pp.37.

-Três últimas colunas: SIMOENS SILVA, L. A. - Endogeneidade da moeda, instabilidade e política monetária. Revista de Economia Brasileira. São Paulo, 1991. Ed. Brasiliense. Vol.11. nº1. pp. 120.

Como se pode observar, as três primeiras maneiras clássicas de reforçar a poupança pública não surtiram muito efeito. Por isso o governo foi obrigado a utilizar, em grande escala, a emissão de títulos públicos para ter condições de saldar o serviço da dívida externa.

Para que os títulos públicos tivessem uma boa aceitação junto aos poupadores privados, era necessário que o Estado oferecesse taxas de juros mais vantajosas que as do mercado financeiro privado, dando boa rentabilidade e uma considerável liquidez aos títulos públicos que funcionavam como quase moeda e/ou moeda indexada.

O incentivo à aceitação dos títulos públicos para com os poupadores privados acarretou um aumento considerável da Dívida Mobiliária Federal (DMF). De acordo com a tabela 21, a DMF era de 4,20% do PIB em 1980, passando para 6,60 em 1984, chegando a atingir 14,10% do PIB em 1989.

Esse mecanismo de incentivo à aceitação dos títulos públicos por intermédio do aumento das taxas de juros acima do mercado, provocou uma alta dos custos financeiros das empresas, que por sua vez, provocou um aumento nos preços relativos em geral, ou seja, esse processo vicioso torna-se parâmetro para a taxa de lucro.

TABELA 21

Dívida mobiliária federal (em % do PIB) 1980-1989

Ano	DMF (% PIB)	DMF (Ncz\$ bilhões)
1980	4,20	4,09
1981	5,60	7,64
1982	7,60	9,75
1983	6,00	10,14
1984	6,60	11,11
1985	10,40	14,78
1986	9,30	20,15
1987	10,10	16,84
1988	12,10	73,94
1989	14,10	164,01

Fonte: BACEN.

Obs: de 1980-87 (2ª coluna) exclui Letras do Banco Central.  
 Extraído: OLIVEIRA, A. J. P. O impacto da transferência financeira para o exterior no desequilíbrio fiscal brasileiro: uma análise de políticas fiscais na década de oitenta. Dissertação de mestrado. Fortaleza, 1993. pp.176.

Esse processo ficou conhecido como a "ciranda financeira"<sup>30</sup> que tinha o Estado como o grande garantidor do processo de especulação baseado em títulos públicos; ou seja, os empresários financeiros (e não financeiros), iriam cada vez mais realizar seus investimentos na compra de títulos públicos, ou seja, num circuito diferenciado do produtivo.

<sup>30</sup> SOUZA, P. R. Quem paga ... op. cit. pp. 23.

Com o intuito de evitar a fuga de capitais e também de continuar atraindo investimentos especulativos, o Estado manteve as taxas de juros dos títulos públicos altas e positivas, chegando a compensar folgadoamente a aceleração da inflação<sup>31</sup>.

A emissão de títulos gerava um aumento na dívida pública interna que, por sua vez, aumentava a necessidade do Estado em emitir mais títulos para financiar a sua dívida interna, aumentando mais ainda esta dívida interna.

Como pode ser visto na tabela 20 (pp 57), os juros da dívida interna brasileira cresceram assustadoramente na primeira metade da década de oitenta. Em 1981 os juros da dívida interna, com relação ao PIB, eram de 1,7%, passando para 3,1% em 1984, e chegando a 10,4% em 1989. Os juros da dívida externa também se elevaram. Em 1981 esses juros com relação ao PIB eram de 2,0% e passaram para 3,6% em 1984.

Quanto mais aumentavam as dívidas externa e interna, mais se tornava necessário para o Estado emitir títulos para conseguir saldar os seus compromissos.

---

<sup>31</sup> Idem. pp. 24.

TABELA 22

## Inflação (IPC) 1981-1989

Ano	inflação (%)
1981	93,5
1982	100,3
1983	178,0
1984	209,1
1985	239,1
1986	59,2
1987	394,0
1988	900,0
1989*	1.201,0

Fonte: (Até 1988) IBGE, Conjuntura Econômica, n.42, set./1988.

Extraído: BRESSER PEREIRA, L. C. A crise do Estado: ensaios sobre a economia brasileira. São Paulo, 1992. Ed. Nobel. pp.57.

\*1989: IPC (fipec). Boletim do BACEN.

Essa emissão sucessiva de títulos levou o Estado a perder credibilidade junto aos rentistas internos. E para contornar essa perda de credibilidade, o governo foi obrigado a emitir títulos com taxas de juros crescentes e com liquidez mais elevadas. Esse processo resultou na elevação geral das taxa de juros internas, que além de desestimular os investimentos privados, contribuiu para o aumento da inflação.

A tabela 22 mostra como se comportou a inflação na década de oitenta. Em 1980 a inflação (IPC) foi de 99,7%, subindo para 100,3% em 1982, ficando em 239,1% em 1985, em 1986 a inflação diminuiu para 59,2% por causa do congelamento de preços implementados com o Plano Cruzado, já em 1987 a inflação sobe para 394,0%, chega a atingir 900% em 1988 e em 1989 fica em 1.201,0%. Isto mostra que a economia brasileira na década de oitenta foi marcada por níveis de inflação cada vez mais elevados.

## 2.4 - CONCLUSÃO.

Com a suspensão dos empréstimos voluntários externos (1983) o Brasil entra em crise, pois até então a sua poupança pública era constituída quase que exclusivamente pela poupança externa, por causa da inexistência de um sistema interno de financiamento que proporcionasse fontes alternativas de financiamentos.

Face a ruptura dos créditos voluntários externos, o governo brasileiro é obrigado a lançar títulos públicos com altas taxas de juros no mercado financeiro, agravando assim o seu endividamento interno.

Esses títulos, além de serem os responsáveis pelo aumento considerável da dívida mobiliária federal, funcionavam também como quase moeda e/ou moeda indexada por causa da boa rentabilidade e da alta liquidez que eles possuíam para conseguirem uma boa aceitação junto aos poupadores privados.

Foi exatamente com esses títulos públicos indexados, atuando como quase moeda e/ou moeda indexada, que o governo brasileiro conseguiu evitar a fuga de capitais e impedir que o processo de "dolarização" se alastrasse na economia, como ocorreu com a Argentina,

justamente porque a atratividade dos títulos públicos, em termos de rendimentos, era maior do que a aplicação em dólar.

### 3-A AMEAÇA DE DOLARIZAÇÃO NA ECONOMIA BRASILEIRA NA DÉCADA DE OITENTA.

#### 3.1- INTRODUÇÃO.

Com a crise dos anos oitenta, o Brasil começa a passar por uma situação muito delicada por causa das crescentes taxas de inflação que estavam sendo observadas neste mesmo período.

Alguns países da América latina (como a Argentina) que passaram pela mesma situação do Brasil, estavam experimentando uma nova forma de política econômica: a dolarização.

Este capítulo está dividido em três partes que analisam conjuntamente o processo de dolarização em uma economia, e também a ameaça de dolarização da economia brasileira.

Na primeira parte enfoca-se os aspectos gerais da dolarização, o seu conceito juntamente com o de hiperinflação, e também analisa-se os tipos de dolarização, seja ela aguda, crônica ou apenas a ameaça de dolarização.

A segunda parte do capítulo revela as causas da dolarização, as condições necessárias para um país adotar a

dolarização como política econômica, e os efeitos desta política na economia do país.

A terceira parte enfoca o porquê da ameaça de dolarização no Brasil, e qual a diferença entre a economia brasileira e as economias que adotaram a dolarização como política econômica. Nessa parte é enfatizado a alta rentabilidade dos títulos públicos brasileiros, funcionando como um termômetro para evitar a fuga de capitais e a dolarização aberta da economia brasileira.

### 3.2- A DOLARIZAÇÃO.

#### 3.2.1- CONCEITO.

A dolarização pode ser definida como o processo em que se tem a substituição da moeda nacional pelo dólar. Nesse processo a moeda nacional vai perdendo gradativamente as suas funções para o dólar. Primeiro, os bens e serviços transacionados passam a ser indexados pela moeda norte-americana, e finalmente esses bens e serviços passam a ser diretamente realizados em dólar.

A dolarização é usada principalmente para se ter um maior controle sobre a inflação, e normalmente só é adotada em países hiperinflacionários. A hiperinflação, por sua vez, pode ser caracterizada como uma inflação com um alto grau de intensidade e de velocidade na qual se torna inviável a construção de índices que captem as variações instantâneas de preços, passando assim a haver uma rejeição da moeda oficial nacional que, por sua vez, serve unicamente como unidade de conta e meio de troca destinando a função de reserva de valor para a moeda indexada<sup>32</sup>. Posteriormente a rejeição da moeda nacional torna-se

---

<sup>32</sup> Ver FONTENELLE, Ana Maria. Noções de teorias da inflação. Mimeo. pp.13. No prelo. 1994.

completa, pois ninguém mais estará disposto a ter em seu poder uma moeda que tenha perdido as suas funções (e conseqüentemente a sua credibilidade) para outra moeda, caracterizando assim a dolarização.

A credibilidade da moeda nacional é de fundamental importância para um país, pois ela é a essência de uma política monetária, abrindo caminho, inclusive, para o financiamento de políticas. Portanto, com a hiperinflação, há perdas dos mecanismos tradicionais de financiamento, justamente devido à falta de credibilidade da moeda, ou seja, a perda de credibilidade da moeda leva a uma perda de crédito.

### 3.2.2- TIPOS DE DOLARIZAÇÃO.

Tem-se observado<sup>33</sup>, em diferentes países, alguns processos de dolarização. Eles são:

- a dolarização aguda;
- a dolarização crônica; e
- a ameaça de dolarização.

O processo de dolarização aguda ocorreu nas hiperinflações clássicas como foi o caso da Áustria em 1922, da Hungria em 1922 e 1946, da Polônia em 1922 e da Alemanha em 1923<sup>34</sup>. Este tipo de dolarização apresenta um outro fenômeno bem marcante, em que a moeda nacional perde grande parte de sua importância, sendo utilizada apenas para o pagamento dos salários e dos impostos. Este fenômeno se apresenta quando o estoque de dólares existentes para transações domésticas, *Mx*, excede o estoque de ativos monetários em moeda nacional, *MN*, ou seja, quando os dólares existentes dentro das fronteiras do país juntamente com os depósitos no exterior utilizados como meio de

---

<sup>33</sup> Ver BRESSER PEREIRA, L. C. & FERRER, A. Dolarização crônica: Argentina e Brasil. Revista de economia política. Vol. 11. N° 01. São Paulo, 1991. Ed. Brasiliense, e SALAMA, P. Dolarizações e heterodoxia na América Latina. Revista de economia política. Vol. 07. N° 03. São Paulo, 1987. Ed. Brasiliense.

<sup>34</sup> Ver BRESSER PEREIRA, L. C. & FERRER, A. Dolarização crônica ... op.cit.pp.06.

pagamento para as transações domésticas são maiores do que o  $M_4$ <sup>35</sup>.

A dolarização crônica é um fenômeno específico da economia Argentina. Este tipo de dolarização se diferencia da dolarização aguda no que diz respeito a sua duração. Enquanto a dolarização aguda é de curta duração, a dolarização crônica não se esgota rapidamente. Da mesma forma que a inflação aguda está relacionada com a dolarização aguda, a inflação crônica está relacionada com a dolarização crônica.

Na Argentina, no período compreendido entre 1945 e 1975, a monetização da economia era relativamente alta, mas com o salto da taxa de inflação em 1975 a demanda por dinheiro em moeda nacional tendeu a declinar, diminuindo cada vez mais à medida em que se tinha uma alta da inflação. Em fevereiro de 1990 o  $M_1$  era inferior a 3% do PIB e o  $M_4$  era inferior a 5% do PIB<sup>36</sup>. A demanda passava a ser dirigida para o dólar e outras divisas. Por causa disto a dolarização da economia Argentina é definida principalmente pelo predomínio dos ativos financeiros

---

<sup>35</sup>  $M_1$  = depósitos à vista + papel-moeda em poder do público;

$M_2$  =  $M_1$  + títulos públicos federais que servem de base aos depósitos dos fundos de aplicações e que são sacáveis por cheque;

$M_3$  =  $M_2$  + depósitos de poupança;

$M_4$  =  $M_3$  + depósitos de longo prazo.

LEITE, J. Alfredo. Macroeconomia. São Paulo, 1994. Ed. Atlas.

<sup>36</sup> BRESSER PEREIRA, L. C. & FERRER, A. Dolarização crônica ... op.cit.pp.10.

denominados em divisas estrangeiras em detrimento da moeda nacional.

A ameaça de dolarização é um fenômeno que está presente na economia brasileira e em todas as outras economias em que a inflação tende a se transformar em hiperinflação. No Brasil, existe uma preocupação constante com a elevada inflação observada nas últimas décadas. Como a dolarização é um dos processos que pode ser utilizado no combate á inflação, o Brasil sempre estará convivendo com a ameaça de dolarização enquanto não for resolvida a questão da elevada inflação brasileira.

O Brasil, na realidade, nunca passou por um processo de dolarização propriamente dito em sua economia. Uma das razões da não dolarização da economia brasileira é basicamente a introdução de moedas e/ou quase-moedas (representadas aqui principalmente pelos títulos públicos de alta liquidez e de alta rentabilidade) no mercado financeiro, capaz de desestimular a demanda por moedas estrangeiras (representadas pelo dólar) e assim não dar espaço para a implementação da dolarização.

Porém, reafirmo, enquanto não for resolvida a questão das elevadas taxas de inflação, a economia brasileira não estará livre da ameaça de dolarização.

### 3.3 - CAUSAS, CONDIÇÕES E EFEITOS DA DOLARIZAÇÃO.

O processo de dolarização da economia tem-se mostrado muito eficiente no combate à inflação, mas os seus "efeitos colaterais" são bastante penosos para o país, tais como a impossibilidade do controle de emissão de moeda (perda da autonomia da política monetária) e a futura estagnação econômica, por causa do pequeno volume de moeda disponível para desenvolver as atividades econômicas internas necessárias.

Existem certas condições que um país necessita para adotar a dolarização da economia. A implementação dessa política econômica pressupõe as seguintes condições: "a) a conversibilidade da moeda, que, nas condições de desconfiança absoluta, exige a correspondência entre o estoque de meios de pagamento da economia e as reservas cambiais; b) a fixação da taxa de câmbio, ou seja, dos termos em que a autoridade monetária aceita converter qualquer quantidade de moeda"<sup>37</sup>. O Brasil mesmo se entrar em um processo de hiperinflação, também necessitará destas condições técnicas para implementar a dolarização. Apesar do Brasil estar situado geograficamente próximo à

---

<sup>37</sup> BELLUZZO, L. G. M. & ALMEIDA, J. S. G. Dolarização: alternativa ou imposição? Indicadores econômicos FEE. 2º trimestre 1991. pp. 56.

Argentina, e também ser um país do terceiro mundo, estes dois países estão muito distantes, em termos de condições necessárias para a adoção da dolarização.

No curto prazo a dolarização pode realmente trazer uma estabilidade econômica. Apesar disso o governo passa a enfrentar alguns problemas com relação ao controle de dinheiro no país, pois o governo não controla mais a emissão de moeda e assim transfere este controle para o país emissor da moeda estrangeira adotada, passando assim a financiá-lo.

Na Argentina, o processo de dolarização se deu de uma forma um pouco diferente, pois em um primeiro momento haviam duas moedas em circulação, o austral e o dólar. Isto aconteceu para que as pessoas utilizassem os dólares que estavam sendo guardados como reserva de valor para as transações do dia-a-dia, e posteriormente tanto o austral quanto o dólar foram substituídos gradativamente pela nova moeda nacional, o peso.

Para a dolarização ocorrer em uma determinada economia, é necessário que esta economia esteja passando por um processo de inflação muito acentuado (ou até mesmo uma hiperinflação), é necessário também que os agentes econômicos não confiem mais nas estratégias governamentais (perda de credibilidade) de combate à inflação (as quais

são executadas por meio de choques anti-inflacionários que não atingem os seus objetivos), fazendo assim com que haja uma demanda muito elevada por moeda forte (no caso, o dólar). É necessário também que não haja outros indexadores na economia como os títulos públicos, depósitos de poupança e depósito a longo prazo com rentabilidade acima do dólar, ou com base na variação do dólar.

O dólar passa a ter o papel de indexador da economia. Os aluguéis, os preços das mercadorias, as mensalidades escolares, os salários dos trabalhadores e até mesmo futuras transações imobiliárias serão reajustadas com base no dólar. Posteriormente, em um nível mais elevado, as transações serão realizadas diretamente com dólar, tendo assim uma verdadeira substituição da moeda nacional pelo dólar.

A fixação da taxa de câmbio é de fundamental importância no processo de dolarização pois, com ela, a moeda nacional, começa um processo de recuperação de sua credibilidade em virtude da não desvalorização da moeda nacional face ao dólar. Esta recuperação da credibilidade da moeda nacional é importante porque no momento em que for necessário resgatar a utilização da moeda, este resgate será realizado sem muito esforço.

A dolarização é bem assimilada pelos agentes econômicos e também pela população em geral, por causa da indexação dos preços e dos salários pelo dólar. Com isto passa a existir apenas um indexador, e não vários indexadores que faziam com que o aumento dos preços das mercadorias fossem diferentes dos aumentos dos salários. Além disso, com a dolarização, praticamente não existirá mais problemas com relação à periodicidade, pois o dólar é um indexador diário. Observa-se também que ao se fixar a taxa de câmbio, todos os preços em moeda nacional permanecem inalterados.

Para se fixar a taxa de câmbio, o país terá que enfrentar uma grande dificuldade, que é a de como mobilizar reservas internacionais para conseguir implementar a conversibilidade da moeda nacional à taxa fixada. Existem alguns pontos a serem analisados com relação a esta dificuldade.

Em primeiro lugar, a taxa de cobertura necessária para sustentar a conversibilidade varia de país para país, à medida em que se tem (ou não) confiança na política econômica adotada pelo governo. Quando existe confiança por parte da população, a percentagem da moeda nacional efetivamente conversível será pequena. Porém, se não existe confiança no governo, por causa da instabilidade que reina

no país, esta percentagem da moeda nacional que será convertida tende a ser significativamente maior.

Nos países tradicionalmente sujeitos à instabilidade econômica observa-se uma perda de credibilidade tanto no governo quanto nas políticas adotadas por esse governo. Por essa falta de credibilidade no governo ( e em suas políticas econômicas), a taxa de cobertura , ou seja, a percentagem da moeda nacional que poderá ser convertida, estará em um nível bastante elevado, dificultando a mobilização das reservas internacionais para se implementar a conversibilidade. Com isso se torna fácil perceber como a instabilidade econômica de um país, é responsável por gerar uma perda de credibilidade nas políticas governamentais, fazendo com que se torne difícil atingir a conversibilidade por causa da elevada taxa de cobertura.

O montante de reservas internacionais necessárias para sustentar a conversibilidade varia de acordo com o tamanho do país. Nota-se que o valor da base monetária (em dólares) de um país com inflação alta tende a ser pequeno, com isto o governo não teria problemas com o seu lastro. O problema é que a quantidade de reservas internacionais necessárias para a conversibilidade tem que ser medida pela base monetária (em dólares) com inflação zero, e neste

caso, o valor da base monetária seria significativamente superior ao seu valor com uma inflação alta. "Se hoje a base monetária no Brasil está em aproximadamente, 1,5% do PIB, seu valor com inflação zero, pode se multiplicar por algo em torno de 6 ou 8 vezes, dependendo, evidentemente, de qual seja a demanda por base monetária a preços estáveis"<sup>38</sup>. Nota-se então que, quanto maior for o grau de monetização ( $M_1/PIB$ ) de um país, maior será o tamanho das reservas necessárias para se sustentar a conversibilidade, e conseqüentemente, maior será a dificuldade do país para conseguir as reservas necessárias.

E por último, o país deve aumentar o grau de abertura da economia (com relação ao comércio exterior) para conseguir um montante de reservas necessárias para a conversibilidade, pois com a abertura econômica se torna bem mais fácil a entrada da moeda norte-americana no país.

Não é nada complicado para uma economia, em que as exportações atingem um percentual elevado do PIB, mobilizar um percentual baixo do PIB em reservas. O problema é quando as exportações de um país não representam um percentual elevado do PIB, pois serão necessários vários

---

<sup>38</sup>FRANCO, Gustavo. Dolarização, conversibilidade e estabilização: padrões e possibilidades. Indicadores econômicos FEE. 1991. pp.69.

meses para o país mobilizar um montante de reservas necessários para a conversibilidade.

Pela análise desses três pontos, observa-se que quanto mais instável for a economia, quanto maior for o grau de monetização da economia e quanto mais fechada for a economia, maior será a dificuldade dessa economia em atingir a conversibilidade.

### 3.4 - A "DOLARIZAÇÃO" NO BRASIL.

No Brasil não houve a dolarização da economia (apesar de alguns setores, tais como o imobiliário e em alguns momentos o automobilístico, terem os seus preços indexados ao dólar) basicamente por causa da grande instabilidade econômica, pelo alto grau de monetização da economia, e também por causa do grau de abertura da economia, que era muito baixo.

Quanto ao grau de instabilidade da economia, foram observadas várias tentativas de estabilização da economia brasileira, no decorrer da década de oitenta, via combate à inflação.

Das várias tentativas de estabilização da economia brasileira, as mais marcantes foram: o Plano Cruzado (28 de fevereiro de 1986); o Plano Bresser (12 de junho de 1987); e finalmente o Plano Verão (14 de janeiro de 1989).

O plano Cruzado estabeleceu o cruzado como padrão monetário nacional. Os salários foram convertidos em cruzados, tomando por base o poder de compra médio dos últimos seis meses. Com exceção das tarifas industriais de energia elétrica (que aumentaram 20%), os preços foram congelados por tempo indeterminado. A taxa de câmbio foi

fixada em cruzados no nível vigente em 27 de janeiro de 1986. Esse plano tinha como meta a "inflação zero"<sup>39</sup>.

Porém o plano Cruzado não estabeleceu regras ou até metas para o comportamento das políticas monetária e fiscal com a finalidade de complementar o programa de estabilização proposto. E por causa disso esse plano começa a amargar o seu fim, com um aumento significativo da inflação seis meses após o seu lançamento.

O plano Bresser, por sua vez, congelou os salários por um prazo máximo de três meses, instituiu a Unidade de Referência de Preços (URP) como base de indexação salarial para entrar em vigor após o congelamento, e os preços também foram congelados pelo prazo máximo de três meses. Como esse plano não visava a "inflação zero", nem a desindexação da economia (como era visado no plano Cruzado) a taxa de câmbio não foi congelada.

As pressões inflacionárias levaram o governo a ser mais flexível para com o congelamento de alguns preços, e assim permitir os reajustes de preços. Essas medidas foram responsáveis pelo enfraquecimento do programa de estabilização, e em pouco tempo, a inflação começou a

---

<sup>39</sup> Ver MODIANO, Eduardo. A ópera dos três cruzados: 1985-1989. A ordem e progresso. cap.13.

atingir patamares mais altos. "As taxas de inflação registradas em novembro e dezembro de 1988 foram 26,9% e 29,8% respectivamente"<sup>40</sup>.

O plano Verão promoveu uma nova reforma monetária, na qual instituiu o cruzado novo como a nova unidade básica do sistema monetário nacional. Os salários foram convertidos para cruzados novos, tomando como base o poder de compra médio dos últimos doze meses. Os preços foram congelados nos níveis vigentes em 15 de janeiro de 1989, por tempo indeterminado. E a cotação do dólar foi fixada em 1 cruzado novo (desvalorizando o cruzado em 18%)<sup>41</sup>.

O plano Verão não correspondeu as expectativas do governo brasileiro, e a inflação voltou a "reinar" na economia brasileira.

Apesar das várias tentativas de estabilização da economia brasileira, os planos Cruzado, Bresser, e Verão apenas conseguiram retardar um pouco a escalada da inflação, pois nem os problemas dos conflitos distributivos de renda e nem os desequilíbrios estruturais da economia foram sanados, e assim a inflação continuou persistente e em elevação.

---

<sup>40</sup>MODIANO, Eduardo. A ópera dos três cruzados: 1985-1989. A ordem e progresso. cap.13.pp.374.

<sup>41</sup>Idem.pp.375.

A tabela 22 do capítulo 02 (pp 60) mostra como se comportou a inflação na década de oitenta. De 1981 a 1985 a inflação sobe de 93,5%a.a. para 239,1%a.a., em 1986 ela tem uma queda justamente por causa do congelamento de preços implementados pelo plano cruzado, mas logo em 1987 a inflação atinge o patamar de 394,0%a.a., em 1988 volta a subir, atingindo 900,0%a.a., ficando em 1.201,0%a.a. em 1989.

Quanto ao grau de abertura da economia é observado que apesar de se ter consciência da necessidade de abrir a economia nacional para o comércio exterior desde fins da década de 70, circunstâncias relacionadas à mudança no comando da política econômica no segundo semestre de 1979, juntamente com o aprofundamento da crise do setor externo no início dos anos oitenta, impediram que idéias tais como: reforma da tarifa aduaneira, eliminação de regimes especiais de importação, redução gradual dos controles administrativos, pudessem ser implementadas<sup>42</sup>.

Somente com o plano Collor se deu início políticas de abertura da economia brasileira. "No início de 1991 foi anunciado um cronograma de redução das alíquotas do imposto de importação até 1994"<sup>43</sup>.

---

<sup>42</sup> Ver SUZIGAN, Wilson. Política comercial e perspectivas da indústria brasileira. Instituto de economia UNICAMP. Campinas, 1992. N° 13.

<sup>43</sup> IDEM. pp.01.

Apesar do plano Collor iniciar um processo de abertura total da economia, ele não estimulou o processo de capacitação das empresas nacionais, no intuito de suportar a competição externa, ou seja, antes o que havia era o protecionismo à indústria brasileira, e com o plano Collor, a estrutura industrial brasileira sai da proteção para a competição externa sem passar por uma capacitação (investimento do governo em recursos humanos e tecnologia).

Com relação ao alto grau de monetização da economia brasileira, pode-se dizer que a demanda por moeda nacional se manteve sempre em um nível relativamente alto, mesmo em períodos de inflação elevada, principalmente devido à existência de títulos públicos indexados ao câmbio-dólar. Estes títulos públicos eram atrativos tanto por causa da sua alta rentabilidade como também por causa da sua alta liquidez.

Um dos primeiros títulos a serem criados, 16 de julho de 1964, foram as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN). Com o plano Cruzado, em 1986, as ORTN deram lugar para as obrigações do Tesouro Nacional (OTN), que mais tarde foram substituídas pelo Bônus do Tesouro Nacional (BTN)<sup>44</sup>.

---

<sup>44</sup> Ver HOLANDA BARBOSA, F. A indexação dos ativos financeiros: a experiência brasileira. Revista brasileira de economia. FGV. Rio de Janeiro. pp. 378.

Nos anos oitenta com o aumento da inflação, os agentes financeiros procuraram, de todas as maneiras, um meio de não perderem com a desvalorização da moeda nacional. Houve então uma queda na demanda por M<sub>1</sub>, porém a demanda por M<sub>2</sub> manteve-se relativamente estável, por causa do lançamento dos títulos públicos, indexados ao dólar, no mercado financeiro.

De acordo com a tabela 23, o M<sub>1</sub>, que era de 5,04% do PIB em 85, diminuiu para 2,21% em 89, enquanto que M<sub>2</sub> que era de 16,66% do PIB em 85 ficou em 15,42% em 89, basicamente por causa dos títulos públicos federais que subiram de 11,62% em 85 para 13,21% em 89.

TABELA 23

MEIOS DE PAGAMENTO (% DO PIB) 1985-1989

ANO	M <sub>1</sub>	Títulos federais	M <sub>2</sub>	M <sub>3</sub>	M <sub>4</sub>
1985	5,04	11,62	16,66	26,45	33,16
1986	11,55	9,09	20,64	29,00	36,39
1987	4,91	10,88	15,79	26,27	30,83
1988	2,90	10,67	13,57	24,40	28,77
1989	2,21	13,21	15,42	22,35	25,53

Fonte: Relatório anual do Banco Central 1990.

As elevadas taxas de inflação brasileira na década de oitenta fez com que a moeda nacional começasse a

perder a sua função de reserva de valor para os títulos públicos (a ORTN e seus substitutos). Por causa disso, se torna fácil perceber porque que na economia brasileira, o dólar não substituiu a moeda nacional como reserva de valor, meio de pagamento e unidade de conta, como ocorreu com a Argentina, que também enfrentou uma inflação crônica.

Os títulos públicos foram muito importante no processo de indexação da economia brasileira, pois eles serviam tanto para financiar o endividamento externo, pois o governo se nutria da poupança privada para suprir o seu déficit ( ver capítulo 02), como também para inviabilizar (não deliberadamente) o processo de dolarização da economia brasileira, justamente por causa do grande atrativo que os títulos públicos possuíam, alta rentabilidade e alta liquidez.

### 3.5 - CONCLUSÃO.

O Brasil, assim como a maioria dos países latino-americanos, enfrentou uma crise econômica que resultou em uma elevação brusca da inflação, chegando inclusive a ser considerado como hiperinflação à brasileira.

Esse processo de hiperinflação fez com que alguns dos países da América latina adotassem alguma forma de dolarização como política econômica, com o intuito de diminuir as taxas de inflação.

No Brasil, porém, não houve a dolarização propriamente dita (e sim uma ameaça de dolarização), por causa da existência de quase-moedas que possuíam um alto índice de correção: as principais eram os chamados, títulos públicos.

Os agentes financeiros que queriam se proteger da elevada inflação que reinava no Brasil, buscavam aplicar o seu capital em algo que não se desvalorizasse com a inflação. É aí que surge uma elevada atração pelos títulos públicos que, indexados ao câmbio-dólar, garantiam, não só a correção das taxas de inflação, como também um ganho real acima da inflação.

Outro motivo pelo qual não houve dolarização no Brasil foi por causa da instabilidade econômica (causando

uma perda de credibilidade nas políticas governamentais apesar de ter sido tentada a estabilização várias vezes, através dos planos Cruzado, Bresser, e Verão), do alto grau de monetização da economia ( no Brasil sempre houve uma demanda relativamente alta por moeda nacional), e do baixo grau de abertura da economia (apenas com o plano Collor, nos anos 90, inicia-se esse processo).

É principalmente por causa desses três pontos destacados, e pela ação dos títulos públicos que, no Brasil, não se deu a adoção da dolarização, como ocorreu em algumas economias da América latina.

## CONCLUSÃO GERAL

O desenvolvimento recente da economia brasileira acelerou-se em 1968 quando foram contraídos empréstimos externos à taxas de juros baixíssimas. O estímulo à captação desses recursos externos por parte do governo brasileiro era tanto, que passou a se ter um "superendividamento" da economia, ou seja, o volume necessário para financiar o desenvolvimento econômico do país era significativamente inferior aos empréstimos externos contraídos.

No final da década de setenta o segundo "choque" do petróleo e o "choque" das taxas de juros internacionais contribuíram para que os credores internacionais dificultassem a captação de recursos externos pelo Brasil, restando apenas o financiamento interno para saldar os seus compromissos.

O financiamento interno se deu pelo lançamento de títulos públicos com boa rentabilidade e alta liquidez no mercado financeiro. Esses títulos públicos foram responsáveis pelo aumento significativo da dívida mobiliária federal.

No Brasil não houve a dolarização propriamente dita. O que realmente sempre existiu foi a ameaça de

dolarização, justamente por causa da existência de títulos públicos que dificultaram o processo de dolarização da economia brasileira.

Os títulos públicos indexados ao câmbio-dólar, garantiam a correção das taxas de inflação fazendo assim com que os agentes financeiros pudessem se proteger das altas taxas de inflação que se observava no Brasil. Por isso os títulos públicos, na maioria das vezes, eram mais vantajosos do que o dólar.

Além dos títulos públicos indexados ao câmbio-dólar, existia também a instabilidade econômica, o alto grau de monetização da economia e um baixo grau de abertura da economia brasileira, que atuavam de forma decisiva para que o governo brasileiro ficasse impossibilitado de implementar a dolarização em sua economia.

## BIBLIOGRAFIA

- AMARAL FILHO, Jair do. **Notas de Estudo Sobre o Papel do Estado no Processo de Endividamento Externo no Brasil: 1964-1981**. Mimeo. Paris, 1985.
- BAER, Mônica. **A Internacionalização Financeira do Brasil**. Petrópolis, 1986. Ed. Vozes.
- BARROS, Octávio de. O ajustamento externo dos anos 80 diante das principais transformações em curso no cenário mundial: do ajustamento passivo aos limites de um "catching-up" da indústria brasileira. IN SANTOS FILHO, Milton (Org.) **Instabilidade econômica: moeda e finanças**. São Paulo, 1993. Ed. HUCITEC.
- BATISTA, P. Nogueira. **Formação de capital e transferência de recursos ao exterior**. Revista de economia política. Vol.7. nº 1. São Paulo, 1987. Ed. Brasiliense.
- BELLUZZO, L. G. M. & ALMEIDA J. S. G. **Dolarização: Alternativa ou Imposição?** Indicadores Econômicos FEE. Análise Conjuntural. Vol.19. nº2. Porto Alegre, 1991.
- BRESSER PEREIRA, L. C. **Economia Brasileira - Uma Introdução Crítica**. 4 edição. São Paulo, 1985. Ed. Brasiliense.
- BRESSER PEREIRA, L. C. **A Crise do Estado: Ensaio Sobre a Economia Brasileira**. São Paulo, 1992. Ed. Nobel.

- BRESSER PEREIRA, L. C. & FERRER, ALDO. **Dolarização Crônica: Argentina e Brasil.** Revista de Economia Política. Vol.11. N°1. São Paulo, 1991. Ed. Brasiliense.
- CARDOSO, E. & FISHLOW, A. **Macroeconomia da Dívida Externa.** São Paulo, 1982. Ed. Brasiliense.
- DAVIDOFF CRUZ, P. **Dívida Externa e política Econômica - A Experiência Brasileira nos Anos Setenta.** São Paulo, 1984. Ed. Brasiliense.
- FONTENELLE, ANA MARIA. **Noções de Teorias da Inflação.** Mimeo. NO PRELLO. 1994.
- FRANCO, GUSTAVO. **Dolarização, Conversibilidade e Estabilização: Padrões e Possibilidades.** Indicadores Econômicos FEE. Análise Conjuntural. Porto Alegre, 1991.
- GIAMBIAGI, F. & GOMES, J. C. **Consumo do Governo, Juros Externos e Inversão Reprimida: O Problema da Dívida Externa Revisitado.** Revista de economia política. Vol.12. N°3. São Paulo, 1992. Ed. Brasiliense.
- GOLDENSTEIN, SÉRGIO. **A Dívida Externa Brasileira - 1964/1983: Evolução e Crise.** Rio de Janeiro, 1986. Ed. Guanabara.

GONÇALVES, ERIVÂNIO S. **Milagre: Fatos e Mitos. A**

**Contextualização do Chamado "Milagre Brasileiro" no  
Processo de Acumulação de Capital no Brasil -  
1978/1973.** Fortaleza, 1993. UFC. Monografia de  
Graduação do Curso de Economia da UFC.

HOLANDA BARBOSA, F. **A Indexação dos Ativos Brasileiros: A  
Experiência Brasileira.** Revista Brasileira de  
Economia. FGV. Rio de Janeiro.

LEITE, J. ALFREDO. **Macroeconomia.** São Paulo, 1994. Ed.  
Atlas.

MODIANO, EDUARDO. **A Ópera dos três Cruzados: 1985 - 1989.**  
IN PAIVA ABREU, Marcelo de (Org.) **A Ordem do  
Progresso: cem anos de política econômica republicana  
1889 - 1989,** Rio de Janeiro, 1992. Ed. Campus.

OLIVEIRA, A. J. P. **O Impacto da Transferência Financeira  
para o Exterior no Desequilíbrio Fiscal Brasileiro:  
Uma análise de políticas fiscais na década de oitenta.**  
Dissertação de mestrado. Fortaleza, 1993.

PAIVA ABREU, Marcelo de (Org.) **A Ordem do Progresso: cem  
anos de política econômica republicana 1889 - 1989,**  
Rio de Janeiro, 1992. Ed. Campus.

REIS VELLOSO, J. P. (Org.) **Combate à Inflação e Reforma  
Fiscal.** Rio de Janeiro, 1992. Ed. José Olympio.

RELATÓRIO ANUAL DO BANCO CENTRAL, 1990.

- SALAMA, P. **Dolarizações e Heterodoxias na América Latina.**  
Revista de Economia Política. Vol. 7. N°3. São Paulo,  
1987. Ed. Brasiliense.
- SALAMA, P. **Dolarização: ensaios sobre a moeda, a  
industrialização e o endividamento dos países  
subdesenvolvidos.** São Paulo, 1989. Ed. Nobel.
- SIMOENS SILVA, L. A. **Endogeneidade da Moeda, instabilidade  
e Política Monetária.** Revista de Economia Política  
Brasileira. São Paulo, 1991. Ed. Brasiliense.
- SIMONSEN, M.H. & CYSNE, R.P. **Macroeconomia:** Rio de Janeiro,  
1989. Ed. Ao livro técnico S.A.
- SOUZA, P. R. **Quem Paga a Conta? Dívida, Déficit e Inflação  
nos Anos Oitenta.** São Paulo, 1989. Ed. Brasiliense.
- SUZIGAN, WILSON. **Política Comercial e Perspectivas da  
Indústria Brasileira.** Instituto de Economia UNICAMP.  
Campinas, 1992. N° 13.