

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA
DO RIO DE JANEIRO**

**DEPARTAMENTO DE ECONOMIA
CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO**

**DÍVIDA EXTERNA BRASILEIRA
E O NOVO REGIME CAMBIAL**

AUGUSTO CESAR LOPES DE FIGUEIREDO

ORIENTADOR: PROF. DR. ILAN GOLDFAJN

**RIO DE JANEIRO
JUNHO DE 2000**

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA
DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

DÍVIDA EXTERNA BRASILEIRA

E O NOVO REGIME CAMBIAL

AUGUSTO CESAR LOPES DE FIGUEIREDO

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri, para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.

Orientador: Professor Doutor
ILAN GOLDFAJN

Tutor: Professor Doutor
MÁRCIO GARCIA

Rio de Janeiro
Junho de 2000

As opiniões expressas neste trabalho são de
responsabilidade única e exclusiva do autor.

AGRADECIMENTOS

À minha família,
em especial a meus pais, Adauto e Maria Helena,
pelo apoio e pelo carinho que são decisivos para a
minha formação pessoal e em toda a minha vida;

Ao meu Orientador,
Professor Doutor Ilan Goldfajn,
e ao meu Tutor,
Professor Doutor Márcio Garcia,
pelos ensinamentos preciosos, pela orientação segura e
pelo exemplo profissional.

RESUMO

A Dívida Externa Brasileira é um tema antigo na história econômica do país, e que exige novos e constantes estudos, sobretudo em relação aos problemas recentes por que passa o Brasil nos últimos anos. Com o crescente endividamento e a necessidade de novos empréstimos, o estudo da Dívida Externa é um tema de essencial importância e complexidade na Macroeconomia.

Nesse estudo sobre a Dívida Externa Brasileira procuramos inicialmente mostrar como se deu a evolução histórica da Dívida Externa, para podermos compreender o momento econômico atual.

Só a partir disto é que podemos estudar a Dívida Externa e sua composição, analisando dívida pública versus dívida privada, moeda e credores.

Nesse contexto, buscamos compreender a Dívida Externa em relação ao novo regime cambial e à adoção do câmbio flutuante.

SUMÁRIO

	Página
1. INTRODUÇÃO	01
2. EVOLUÇÃO HISTÓRICA DA DÍVIDA EXTERNA	05
2.1. Considerações Introdutórias à História Econômica Brasileira	05
2.2. Perspectiva Histórica da Dívida Externa no Século XIX	08
2.3. Perspectiva Histórica da Dívida Externa no Século XX	10
3. COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA	21
3.1. Dívida Pública e Dívida Privada	21
3.2. Moeda	25
3.3. Credores	32
4. DÍVIDA E NOVO REGIME CAMBIAL	35
4.1. O Regime Cambial	35
4.2. As Novas Mudanças no Regime Cambial	40
4.2. Implicações do Novo Regime Cambial e a Dívida Externa	42
5. CONCLUSÃO	47
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	48

Deve-se reconhecer a significação e o alcance da soberania do Estado. Este é o princípio necessário que garante a unidade da coletividade: a potência plena que emana de suas decisões e a sacralidade (laica) das leis que ele edita transformam-no no árbitro dos conflitos da sociedade civil e no senhor das operações diante das ameaças que provêm do exterior. Esta soberania é, por definição, depositária do interesse universal do todo social."

François Châtelet

1. INTRODUÇÃO

Este final de século apresenta sérios desafios para a humanidade. As questões mais do que nunca apresentam-se em nível global, e a solução dos graves problemas que ameaçam a estabilidade do planeta necessitam da construção de um novo modelo de Estado, de sociedade e de economia. O mundo, no final do século, assistiu à expansão do modelo neoliberal, trazendo desemprego, e promovendo uma acumulação e movimentação de capital jamais vista.

O termo globalização surgiu nas escolas norte-americanas de administração, nos anos 80, quando os economistas acreditavam ser possível um mundo sem fronteiras comerciais. Com a queda do mundo socialista, a consolidação da Comunidade Européia e a cada vez mais intensa internacionalização das empresas, a globalização mostrou-se uma evidência no mundo econômico.

Considerando-se que a globalização exige uma nova postura não apenas por parte das políticas nacionais – comerciais, alfandegárias e industriais – como também por parte das empresas, não cabe mais, nos tempos atuais, questionar-se as economias nacionais confrontando-as com a internacionalização da economia mundial, posto que é uma realidade que vem acontecendo de forma acelerada em todos os países, que vêm cair suas fronteiras econômicas em função de economias mais dinâmicas e eficientes.

Estudar os avanços da globalização requer, portanto, uma análise multidisciplinar, em que os avanços da História e da Política são elementos fundamentais para

compor o cenário das alianças estratégicas. Nesse sentido, não se pretende diminuir o papel dos Estados no estabelecimento de políticas nacionais, posto que não se propõe, aqui, o fim da História, mas sim discutir algumas questões de Macroeconomia, que nos levem a compreender melhor a dívida externa brasileira e suas implicações para o futuro econômico do país.

A economia brasileira possui indiscutíveis potencialidades para acelerar seu ritmo de expansão, melhorar a situação ocupacional e eliminar o desequilíbrio da balança comercial nos próximos anos, em função da nova moldura econômica e institucional que vem tomando forma a partir do início dos anos noventa. Isso dependerá da eficácia com que sejam consolidadas as reformas já iniciadas, implementadas as que ainda estão em fase inicial e, principalmente, reajustados e complementados determinados instrumentos de política econômica.

A heterogeneidade da estrutura econômica do País e a forma desigual como vêm reagindo seus diferentes segmentos ao novo contexto, requererá, ao lado das ações de caráter horizontal, tratamentos específicos voltados para a atenuação das heterogeneidades setoriais agravadas em período recente. As ações horizontais deverão continuar sendo predominantes, pelos simples fato de no novo contexto caber às forças do mercado papel precípua na orientação do processo econômico. Isto, entretanto, não dispensará a priorização de setores específicos para tratamento especial.

A política de investimentos terá papel decisivo para a aceleração do crescimento, mediante o apoio a muitos setores que estão carecendo de estímulos para investir, especialmente, em novos projetos. Essa política deverá ser direcionada para projetos que fortaleçam os complexos produtivos internos e que envolvam amplo potencial exportador. A ação do BNDES no financiamento desses segmentos é decisiva para que a

economia entre em um novo e dinâmico ciclo de expansão. Os projetos já existentes apontam na direção de uma retomada dos investimentos na economia e na indústria. Caberia, então, assegurar sua implementação e identificar e promover novos projetos para segmentos que ainda estão insuficientemente cobertos. Se isto for feito, mais um passo fundamental estará sendo dado para o sucesso do atual modelo.

O panorama com respeito à entrada de capital estrangeiro para investimento produtivo afigura-se crescentemente positivo. O avanço do processo de privatização tem contribuído decisivamente para a geração de um ambiente propício ao investimento estrangeiro. As novas privatizações no campo da infra-estrutura deverão contribuir para investimentos na ampliação da capacidade e na modernização das instalações existentes. As associações com o capital estrangeiro para novos empreendimentos deverão ser a próxima etapa a ser perseguida. Nesse aspecto, as perspectivas são promissoras. Sua materialização, porém dependerá muito de uma agressiva e bem orientada política de investimentos na infra-estrutura e na indústria.

Em síntese, pode-se afirmar que a economia brasileira vem criando as condições institucionais e macroeconômicas adequadas à retomada do crescimento. Faltam ainda, entretanto, condições de caráter mais específico que corrijam distorções que o mercado vem gerando, de modo a eliminar desequilíbrios na estrutura produtiva, evitar o esgarçamento do tecido produtivo e produzir condições de competitividade adequadas ao novo contexto de crescente inserção internacional.

A partir dessa **Introdução** que visa inserir o Brasil no processo de globalização mundial, é neste cenário que pretendemos realizar um estudo analítico sobre a dívida Externa Brasileira, e para isto dividimos este trabalho nos seguintes tópicos:

O Capítulo 2, intitulado **Evolução Histórica da Dívida Externa**, aborda o desenvolvimento da Dívida Externa, procurando suas raízes nos dois últimos séculos.

O Capítulo 3, **Composição da dívida Externa**, estuda como se dá a composição da dívida, a partir de três itens, a saber: a dívida pública versus a dívida privada, a moeda e os credores.

O Capítulo 4, denominado **Dívida Externa e o Novo Regime Cambial** procura compreender de que forma as mudanças para o câmbio flutuante podem promover alterações na dívida, tanto pública quanto privada.

Pretende-se, a título de **Conclusão**, verificar em que medida a Política Econômica atual pode promover mudanças na dívida externa.

2. EVOLUÇÃO HISTÓRICA DA DÍVIDA EXTERNA

2.1.Considerações Introdutórias à História Econômica Brasileira

Em 1824, o País já tinha uma Constituição. Surgiu uma lei, de agosto de 1834, que é chamada de Ato Adicional, que dava às Assembléias o poder de legislar sobre a fixação das despesas municipais e provinciais e os impostos para elas necessários, contanto que estes não prejudiquem as imposições gerais do Estado. Os municípios não tinham a mais remota autonomia; cabia à Assembléia Provincial fixar as despesas e as receitas dos municípios, e as Câmaras poderiam propor os meios de ocorrer as despesas dos seus municípios.

Tinha-se feito a divisão em despesas gerais e provinciais, mas já se dizia que as províncias que tivessem déficit seriam socorridas pelo Tesouro-Geral. As leis que fixavam a renda, a receita e a despesa também tinham vários outros dispositivos, o que mais tarde veio a ser chamado Caudas Orçamentárias e foi abolido com a Reforma Constitucional de 1926.

Já havia a procura de um certo ideal de justiça tributária. A taxa fixa terá por base a natureza e classe das indústrias e profissões e a importância comercial das praças e lugares em que forem exercidas ou, quanto aos estabelecimentos industriais, o número de

operários, fornos e alambiques e outros meios de produção, e não excederá a dois contos de réis; a quota proporcional terá por base o valor locativo do prédio ou local que servir para o exercício da indústria e da profissão. Depois dizia que as sociedades anônimas pagarão imposto na razão de um e meio por cento dos benefícios que se distribuïrem anualmente pelos acionistas.

Na verdade, era um imposto de renda, embora fosse chamado de imposto de indústrias e profissões. Era um e meio por cento dos dividendos que se distribuíssem aos acionistas. A lei também cuidava do Imposto do Selo. Algumas dessas leis sobreviveram até nossos dias, como por exemplo, o imposto de transmissão *causa mortis*.

Por esta época a partilha de receitas continuava a mesma. Havia a receita geral, que era do Império, e a receita provincial, que era o que sobrasse da receita geral. Mais importante é verificar que já havia um imposto de renda e que, quando se diz que na década de 20 foi criado o imposto de renda no Brasil, na verdade quer dizer-se que foi criado um imposto geral sobre a renda. Dizia a lei de 1867:

"O governo não poderá cominar, nos regulamentos que expedir para arrecadação dos impostos a que se refere a presente lei, senão as penas decretadas nas leis que autorizaram os regulamentos em vigor. Nos mesmos regulamentos, o governo determinará a forma do processo para a liquidação e cobrança dos impostos e as penas a que ficarão sujeitos tanto os particulares como os funcionários e autoridades, no caso de infração, observada a disposição antecedente." (Legislação de 1867 apud CÂMARA, 1964))

No Brasil independente, já algum tipo de sistema se estabeleceu. Houve o problema dos recursos para os Governos Provinciais e desenvolveu-se um sistema de repartição de rendas. A autonomia dos municípios no período colonial era baixíssima e depois, na Independência, ficou próxima de zero, porque eram as Assembléias Provinciais que legislavam sobre tudo, e as próprias Assembléias Provinciais passaram a ter alguma ação no campo tributário apenas a partir da Lei nº 99, que é realmente um marco na história da tributação no Brasil.

Logo depois da Independência e também em resultado do processo de reconhecimento do Brasil, a Inglaterra foi violentamente favorecida com um tratado que dava aos produtos ingleses uma tributação absolutamente preferencial sobre a de qualquer outro país. Estes tratados impediam o Brasil de manejar a tarifa aduaneira e só quando estes tratados se esgotaram é que o Brasil pôde fazer uma tarifa mais adequada às suas necessidades. A primeira foi a chamada Tarifa Alves Branco. A esta, sucederam-se várias outras durante o tempo do Império, mas daí por diante não só o imposto de importação passou a dar uma receita muito maior e mais de acordo com as necessidades do país, como também pôde tornar-se, ao mesmo tempo, um certo instrumento regulatório. (VALLADÃO, 1973)

A dívida externa brasileira possui sua história caracterizada por dois longos ciclos de endividamento, e nestes se seguem moratórias, renegociações temporárias e acordos permanentes. O primeiro ciclo longo de endividamento externo foi iniciado com empréstimos que se seguiram à independência e à indenização portuguesa, a partir de 1824 e terminou com a moratória, seguida de *funding loan* em 1931.

Após muitos regimes transitórios e suspensão temporária do pagamento do serviço da dívida pública externa, nas décadas de 30 e 40, o Brasil negociou um acordo

permanente em 1943, onde até o início dos anos 80 foi-se estendido o pagamento. Foi com o sucesso inicial da estabilização em meados da década de 1960 e a reativação dos mercados financeiros internacionais com base na explosão do mercado de euro-moedas que começou o segundo ciclo de endividamento. Apenas em 1994, com um novo acordo permanente, é que terminou o longo período de renegociações.

2.2. Perspectiva Histórica da Dívida Externa no Século XIX

O primeiro ciclo de endividamento externo do Brasil, possui como característica sucessivas crises de balanço de pagamentos e eventuais episódios de renegociação de pagamentos. Na década de 1840, com a maioridade de D. Pedro II e a recuperação da capacidade fiscal do Estado, se conseguiu normalizar a turbulência da época do início da independência do Brasil. (ABREU, M., 1999)

O Brasil foi o único país latino-americano a não suspender o serviço de sua dívida externa, desde o lançamento do primeiro empréstimo externo em 1824, até o início do primeiro *funding loan* em 1898. Ao final da década de 1890, seguiram-se com regularidade crises de balanço de pagamento e negociações de *funding loans*. Em 1899, 1914 e 1931 os *funding loans* conseguiram solucionar as crises de liquidez, aliviar o serviço da dívida externa e a retomada do endividamento externo no médio prazo nos dois primeiros *funding loans*. Já o último *funding loan* iniciou negociações em seqüências que resultaram o acordo permanente da dívida externa de 1943.

Na década de 1890 a economia do Brasil enfrentava dificuldades de balanço de pagamento, depois que a explosão do Encilhamento se esgotou. O saldo da balança comercial caiu, aumentando o serviço da dívida, e diminuiu a entrada de novos empréstimos, isto gerou como resultado uma queda na taxa de câmbio de 27 pence por mil réis em 1889 par 7 pence em 1898.

Na reunião do *board* do London & River Plate Bank, em Londres, foi discutida a proposta do **funding loan** para o Brasil; a proposta inicial solicitava como garantia de um empréstimo de £ 10 milhões, a receita de todas as alfândegas da República, a Estrada de Ferro Central do Brasil e o serviço de abastecimento de água da Capital Federal. A visita de Campos Salles ao escritório de N.M. Rothschild & Sons Limited, durante sua viagem pós-eleitoral à Europa, foi essencial para a retirada do serviço de água e da Central da lista inicial de garantias, ele teria ainda contraposto 24 pence/mil réis como a taxa de câmbio a ser levada em conta para determinação dos montantes para recolhimento do meio circulante, isto levou a um acordo final de 18 pence/mil réis.

Ainda segundo M. Abreu (1999), a emissão dos títulos do *funding loan* abarcaria o serviço de juros dos empréstimos externos federais, bem como de empréstimo interno em ouro de 1879 e todas as garantias ferroviárias, respeitando o limite de £ 10 milhões. A taxa de juros do novo empréstimo era de 5%, a garantia era a arrecadação das alfândegas do Rio de Janeiro e as dos outros portos brasileiros, previa-se a suspensão das amortizações de todos os empréstimos inclusive os do *funding loan* por treze anos e durante três anos seriam lançados títulos do novo empréstimo à medida que maturassem juros de empréstimos e prazos de pagamentos de garantias ferroviárias, o serviço do *funding* se restringiria a juros até 1911, quando seria iniciada a amortização por 50 anos, e a medida que fossem lançados os títulos do novo empréstimo, seria recolhido meio

circulante equivalente, convertido à taxa de 18 pence/mil réis e incinerado em um dos bancos estrangeiros credenciados.

Uma legislação complementar, aprovada em meados de 1899, criou dois fundos necessários para a execução do programa e aboliu a faculdade emissora do governo. O fundo de resgate do papel moeda era constituído por receitas em papel do arrendamento de ferrovias federais, pela cobrança da dívida ativa, por rendas eventuais do Tesouro em papel e por saldos orçamentários; além disto foi criado um fundo de garantia do papel moeda depositado em Londres, que seria alimentado por 5% ouro sobre direitos de importação, pelo saldo em taxas de ouro, pelo arrendamento em ouro de ferrovias federais e por rendas eventuais em ouro.

A crise financeira que se seguiu à implementação do programa de estabilização decorreu da forte contração monetária, que foi aumentada pelas dificuldades do Banco da República, vítima de sua aposta na alta apreciação cambial; a crise se alastrou rápido atingindo outros bancos brasileiros, fazendo com que o governo assumisse o controle do Banco da República; isto levou a um processo de reconstrução tornando-se, em 1905, Banco do Brasil.

2.3. Perspectiva Histórica da Dívida Externa no Século XX

O saldo em circulação dos empréstimos externos tomados pelo Brasil dobrou entre 1900 e 1905. Entre 1905 e 1913, na idade do ouro da República Velha, o saldo dobrou de novo. A partir de 1912, o Brasil enfrentou uma sucessão de eventos que

transformaram a situação do seu balanço de pagamentos: o serviço da dívida que havia sido retomado em 1909, a redução nas exportações de café por causa da queda de preços pela venda dos estoques dos EUA, a queda no preço da borracha pelo plantio na Ásia.

Em 1913 uma missão financeira foi enviada ao Brasil por N.M. Rothschild & Sons Limited, no início de junho de 1914 foi feita a proposta inicial para um empréstimo para o Brasil. A lista de condições era muito severa, então em meados de junho, o Ministro da Fazenda Rivadávia Correa manifestou que não poderia aceitar a proposta. Naturalmente, a redução da taxa de juros, redução do desconto no lançamento e aumento do valor do empréstimo, eram desejos do governo brasileiro; porém em 27 de junho as negociações para o segundo *funding loan* foram suspensas.

A partir de 1914, o Brasil comunicou a N.M. Rothschild & Sons Limited a suspensão de pagamentos relativos ao serviço da dívida externa e que estava estudando as condições para oferecer um empréstimo de consolidação aos credores externos do governo federal. O segundo *funding loan* teria capital nominal máximo de £15 milhões, emitido ao par, 63 anos de prazo de amortização com início de resgate em 1927, taxa de juros de 5% e seria garantido pela receita da alfândega do Rio de Janeiro e subsidiariamente de todas as outras alfândegas da república, seriam suspensas as amortizações de todos os empréstimos federais denominados em libras ou franco franceses até 1927 e os juros destes empréstimos que vencessem entre 1914 e 1917, ficava vedada também a emissão e garantia de novos empréstimos externos, ou de empréstimos internos com juros pagáveis no exterior.

A partir de 1925, com a nova explosão no mercado internacional de capitais e a recuperação da economia, mais uma vez houve um rápido aumento do endividamento externo público brasileiro, porém menos significativo que o ocorrido no início do século. Um ponto peculiar do novo endividamento foi a participação dos empréstimos em dólar,

que corresponderam, na década, a 75% das entradas de recursos externos relativos à empréstimos no Brasil. Depois de meados de 1928 reduziu-se bastante as entradas de capital, dando início a uma crise de balanço agravada pela queda do preço do café.

Em 1930 o novo presidente sugeriu que fosse discutida a reorganização do Banco do Brasil na consolidação como banco central, e, então o governador do Banco da Inglaterra conduziu sir Otto Niemeyer à visitar o Brasil. Além de Otto recomendar políticas econômico-financeiras ao governo brasileiro, foi de importância crucial nos entendimentos que conduziram ao terceiro *funding loan* (1931) e em 1933 na definição da estrutura do novo acordo brasileiro relativo à dívida externa que seria conhecido como Esquema Aranha.

Niemeyer não aconselhava a idéia de um terceiro *funding loan*, para ele a solução era uma política de austeridade fiscal e monetária que perseguisse o equilíbrio orçamentário e o fim da emissão monetária, além de um banco central emissor, mas com o agravamento na crise da Europa e o ataque a libra esterlina, não havia outro jeito.

Até o início de outubro estavam discutindo as bases do novo *funding loan* para o Brasil, então N.M. Rothchild & Sons Limited decidiu a permissão ao governo brasileiro havia sido adotado, porém teria de haver referência sobre a possibilidade de revisão da decisão no fim do primeiro ou segundo ano.

O *funding* foi lançado em duas séries, cada uma com taxa de juros de 5% com resgate em 20 e 40 anos, para os empréstimos em dólar foram lançados apenas títulos de 20 anos, o total do lançamento estava com limite de £18 milhões para refinarçar os juros dos empréstimos federais que vencessem a partir de outubro de 1931 por três anos, os serviços dos *fundings* anteriores serão mantidos inalteráveis.

O Esquema Aranha, feito em 1934, foi um acordo temporário relativo à dívida, foi feito tentando conciliar os credores e seus interesses que queriam receber algo que não fosse papel como serviço de dívida – e os devedores e seus interesses – que queriam a redução das obrigações contratuais. O acordo, inicialmente proposto por Niemeyer, propunha a criação do Banco Central e incluía os todos os empréstimos brasileiros, não apenas os federais, além de se basear na capacidade de pagamento do Brasil.

Foram feitas oito categorias de empréstimos: desde os *funding loans* até os empréstimos municipais e estaduais . A categoria 1 dos *funding loans* receberia 100% das amortizações, os da categoria 2 receberiam 2,5% e os das outras categorias 0%, os pagamentos de juros seriam integrais para as duas primeiras categorias declinando gradualmente até zero para a categoria 8.

Ao final de 1937 o governo brasileiro anunciou a suspensão do serviço de todos os empréstimos externos por três anos. A argumentação do presidente Vargas foi a impossibilidade de pagar o serviço e ao mesmo tempo as importações essenciais ao reequipamento do sistema ferroviário e das forças armadas. Era necessário esperar, para saber o impacto da guerra sobre as exportações para ver se poderia manter seus compromissos com o pagamento da dívida, em 1940 Sousa Costa propôs aos credores pagar 50% do previsto no esquema Aranha, e os Estados Unidos convenceram o brasileiro a tomar como base para o novo esquema somente o último ano do plano Aranha, pois previa pagamentos mais generosos para os empréstimos de classificação inferior, fazendo que os pagamentos totais passassem de £4 milhões no primeiro ano para £ 4,3 milhões no último, totalizando £ 600.000 a mais do que a proposta brasileira, e os negociadores

britânicos aceitaram a proposta por um compromisso brasileiro de gastar pelo menos £ 1,6 milhão no resgate de títulos britânicos a preço de mercado, segundo M. Abreu (1999).

Sousa Costa, no início de 1943, percebeu que depois da guerra as exportações brasileiras teriam problemas com a competição e que se teria pressões para as reservas cambiais para a importação de bens de capital essencial pois havia uma forte demanda reprimida, então resolveu apressar as negociações em relação à dívida externa.

Ao final do acordo os detentores de títulos poderiam fazer duas escolhas: a opção A que envolveria pagamentos anuais de £ 7,7 milhões - dos quais £ 5,2 milhões – se todos os detentores de títulos a escolhessem, e a opção B que também se escolhida por todos envolveria pagamentos anuais de £ 8,4 milhões – dos quais £ 4,9 milhões – sobre os novos títulos federais de 3,75%, pagamentos imediatos de £ 22,9 milhões pelo resgate de títulos com valor de face de £ 79 milhões ao preço médio de 29, os empréstimos da antiga categoria 8 seriam resgatados a 12% do valor do principal em circulação, e os atrasados de juros – os da moratória de 1937/40 – seriam liquidados a 25% das taxas de acordo de 1940. As reduções do acordo implicaram em redução de 50% do valor da dívida em circulação da ordem de £ 220 milhões.

Os países em desenvolvimento, nos anos 70, tiveram um acúmulo de endividamento externo muito rápido, e este veio do setor privado. Isto ocorreu numa época em que estes países conviviam com níveis de inflação durante toda a década, taxas de juros reais cada vez mais baixas e até mesmo negativas em alguns períodos, que criou um bom estímulo à captação de recursos externos. Apesar disto o endividamento teve como principal fator, neta determinada década, o excesso de liquidez no mercado de euro-dólar. Este excesso de liquidez foi gerado por uma saída de dólares dos EUA, para as agências européias.

Os países da América Latina deram continuidade ao movimento de acumulação da dívida, após o Primeiro Choque do Petróleo. Diferentemente do resto do mundo, que colocaram políticas restritivas, esses países resolveram evitar um ajuste recessivo no momento do choque, e continuaram tomando empréstimos pois sua perspectiva era de que o choque seria apenas temporário.

No governo Geisel, a estratégia de ajuste do balanço de pagamentos, em resposta ao choque, foi gradual. A solução era que o déficit em conta corrente, seria reduzido progressivamente através de um programa de substituição de importações apoiado em grandes projetos de investimento público e privado, estes projetos seriam financiados em sua maioria por empréstimos externos. Como consequência destes atos a vulnerabilidade da economia à choques externos foi agravada.

Ao final da década de 70, com a segunda crise de petróleo, o choque foi acompanhado com um choque financeiro, com uma elevação nas taxas de juros internacionais, e isto gerou um fim no esquema de ajustamento que estava sendo implementado na economia brasileira. Os déficits que eram em torno de US\$ 6 bi em 1974/78, foram para US\$ 11 bi em 1979/1980.

Com o novo quadro de restrições dos empréstimos internacionais, o Brasil, promoveu uma guinada na política econômica com medidas recessivas para o ajuste do balanço de pagamentos e largando o crescimento com endividamento externo. Foi neste contexto que no início dos anos 80 os bancos internacionais perceberam que o perigo de se emprestar dinheiro aos países em desenvolvimento era potencial, esta mudança não era temporária e o ano de 1980 foi o ponto de inflexão para os bancos.

O agravamento da recessão mundial nos primeiros anos da década de 80 provocou uma contração nas exportações brasileiras e paralelamente o pagamento de juros líquidos sobre a dívida externa elevou-se de US\$ 9,2 bilhões em 81 para 11,4 bilhões em 82 em US\$. Então a partir de novembro de 1982, o Brasil foi objeto de uma operação de emergência administrada pelo FMI, Governo dos EUA e grandes credores privados, esta operação envolveu empréstimos no total de US\$ 4,3 bilhões em 1982. Como consequência usaram as reservas internacionais das Autoridades Monetárias brasileiras, colocando o país numa crise de liquidez no fim do ano.

Foi feito então o Programa para o Setor Externo em 1983, que deveria ajustar o balanço de pagamentos para o final de 82 e todo o ano de 83, o programa baseava-se que as exportações deveriam crescer 10% e as importações cair entre 15 e 20% em termos nominais em relação à 82. O programa era na verdade uma base para um acordo futuro com o FMI. Então, com o esgotamento das reservas, o colapso das exportações, o aumento inesperado da despesa com juros, a crise de liquidez e a redução do ingresso de empréstimos externos, o governo brasileiro anunciou oficialmente que iria recorrer ao FMI e solicitar uma renegociação formal da dívida externa.

Para a renegociação os bancos exigiram, por parte do governo brasileiro, a obtenção do aval do FMI com relação a um programa de ajustamento para a economia brasileira. As negociações com o FMI começaram em dezembro de 1982, então na reunião em Nova York, foi apresentada a proposta brasileira de financiamento, esta proposta se dividia em quatro projetos. A concretização do acordo sofreu um atraso, e o principal empecilho foi o projeto quatro onde resumidamente se pedia US\$ 10 bilhões para manutenção das linhas de crédito interbancário nas agências de bancos brasileiros operando no exterior.

Enquanto a diretoria do Fundo analisava a proposta, a economia brasileira externa apresentou graves problemas no início de 83, e para solucionar isto, uma desvalorização nominal do cruzeiro em 30% foi feita em 83, para restaurar a confiança nas metas para o setor externo. Esta medida foi muito bem vista pelo Fundo, então 25/02/83 formalizaram a assinatura do projeto 1 e 2.

Apesar disto, a maxi-desvalorização teve como efeito interno um aumento da taxa de inflação, então houve a necessidade de reajustar as Necessidades de Financiamento do Setor Público e Crédito Doméstico Líquido. A estreita vinculação entre o programa acertado com o Fundo e o plano de financiamento junto aos credores levou a suspensão das parcelas restantes dos projetos e uma nova etapa de discussões com o FMI e os bancos credores.

Este ano de acordo com o FMI serviu para convencer as autoridades econômicas que a paralisação do mercado financeiro internacional não seria apenas temporária, e estes se deram conta que os recursos da primeira fase de renegociação haviam sido subestimados, não tinham percebido que a quantidade de dinheiro novo desta primeira fase era insuficiente para fechar as contas do balanço de pagamentos do ano de 1983.

Em meados de 1983 iniciaram-se as conversações para uma segunda fase de renegociação. Uma diferença aqui foi a inclusão das agências governamentais no processo de renegociação. Assim as autoridades brasileiras iniciaram as renegociações com o Clube de Paris – que é a instância tradicional de renegociação da dívida externa. A normatização do relacionamento com o Fundo viabilizou que as negociações desta 2ª fase fossem completadas rapidamente, porém isto só ocorreu no início de 84, então os recursos que o país precisava para fechar 83 não foram obtidos. Esta 2ª fase foi formalizada em 27/01/84,

os projetos assinados foram os projetos 1,2,3 e 4. Com relação ao Clube de Paris, estas se completariam mais rapidamente, o acordo foi assinado em 1983. Apesar do cumprimento das metas para o segundo trimestre, o descompasso entre a inflação efetiva e a embutida no cálculo das metas quantitativas da carta de intenções de março tornou óbvio que os limites para o 3º trimestre do ano não poderiam ser respeitados. As metas para o setor interno da economia em 84 haviam sido largamente superadas no final do ano: a taxa de inflação chegou a 222,8% (IGP-DI), o déficit nominal ficou em 22,1% do PIB e o operacional em 2% do PIB. Deste modo o acordo com o FMI manter-se sem novas suspensões em 84, a recuperação das reservas internacionais, o desembolso ao Brasil provenientes do acordo permitiram a manutenção dos pagamentos ao exterior em dia, e com este ambiente o Brasil pode conversar a respeito da renegociação da dívida a vencer em 85.

A terceira fase de renegociação da dívida, foi feita diferente das duas anteriores pois nela não havia a necessidade de novos recursos dos bancos internacionais e também se cogitava a renegociação da dívida em bases plurianuais e este ponto era bem visto pelos dois lados.

Em 1985 o FMI resolveu romper pela segunda vez o acordo por causa de um substancial desvio das metas monetárias e fiscais previstas para 84, e com o rompimento do FMI veio o rompimento dos bancos, tornando-se necessário que a validade dos projetos 2, 3 e 4 fosse prorrogada.

Como o Fundo passou a sofrer pressões dos principais países membros da instituição, a posição deste em relação as metas de combate a inflação, controle monetário e eliminação do déficit público passaram a ser mais rígidas e inalteráveis. Como a estratégia econômica do governo não estava dando certo, houve a troca do Ministro da Fazenda e com isso uma nova política onde se elevou o grau de indexação da economia

para estabilizar a taxa de inflação, e pela primeira vez o país conseguiu um entendimento direto com os bancos credores, bem a intervenção do FMI. Com o resultado desta postura, em março de 86 a nova equipe econômica acertou com o Comitê dos bancos um acordo sobre as amortizações devidas em 1985 e 86, além da prorrogação por mais um ano das linhas dos Projetos 3 e 4 da segunda fase.

É importante ressaltar que este acordo foi conseguido logo após o anúncio do Plano Cruzado, onde o congelamento de preços e câmbio estavam por tempo indeterminado. Em seguida à assinatura do acordo 85/86, as autoridades brasileiras começaram a se preparar para o início das negociações com os bancos credores, estrangeiros sobre a reestruturação plurianual da dívida marcada para o início de 87.

Porém, devido ao congelamento, ocorreu um excesso de demanda no mercado interno e a partir de setembro começou a se registrar sinais de deterioração, o saldo comercial que era de US\$ 1,1 bilhões em média dos oito meses anteriores passou para US\$ 533 milhões, então em outubro o governo descongelou o câmbio com uma política de minidesvalorização em relação ao câmbio/salário, e ao final de 86, pela mudança as reservas cambiais estavam caindo – US\$ 4,5 bi em dez/86 contra US\$ 7,7 bi em dez 85.

Entretanto, a deterioração comercial – a partir do último trimestre de 85 -, a manutenção do congelamento e a intensificação do desabastecimento, reacenderam as pressões inflacionárias. Apesar da instituição de medidas econômicas austeras em novembro, com o destino de reprimir a demanda doméstica e cortar o déficit público em novembro – o Cruzado II, que reajustou preços e tarifas públicas, elevação dos impostos indiretos e fechou 15 agências e empresas estatais – não conseguiu ser suficiente para as vistas dos bancos credores. Paralelamente as negociações com os bancos credores em

torno do acordo plurianual, o governo buscava o mesmo para com as agências governamentais no Clube de Paris. Porém todos tinham como pré-requisito para iniciar as negociações que o país estivesse com um acordo com o FMI, mas em dezembro de 86, após muita insistência, as renegociações iniciaram, e o preço para tal foi: os vencimentos da dívida já reescalada não seriam incluídos na negociação, o período de consolidação dos vencimentos correntes seria de seis meses, o prazo de reestruturação seria reduzido, além da reestruturação ter sido vinculada a certas condições com relação ao FMI, o país deveria continuar pagando os juros correntes às agências, desta forma o país não conseguiu um acordo plurianual com o Clube de Paris, mesmo assim o acordo foi assinado em 1987.

3. COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA

3.1. Dívida Pública e Dívida Privada

A dívida doméstica brasileira tem imposto dois aspectos em relação à Política Econômica: seu crescimento acentuado, nos últimos anos, e sua maturidade extremamente curta. Essas dificuldades levam os economistas a repensarem a experiência brasileira a partir de sua dívida pública doméstica, procurando caminhos que solucionem a questão da dívida em poucos anos.

O Estado é o titular/sujeito ativo da relação tributária; os recursos auferidos serão utilizados pelo Estado na realização de suas despesas; há um interesse público na cobrança dos impostos na realização de políticas sociais; o Fiscal não pode dispor e deixar de recolher o tributo. Em suma, o titular é o Estado; o interesse protegido é da coletividade; as normas tributárias são cogentes.

Quanto ao princípio do *ius imperium* ou da autoridade pública, o Poder Público faz escolhas e atua em benefício do interesse público de toda uma coletividade, tendo assim poder soberano, incidindo muitas vezes na esfera privada do indivíduo cerceando-a. Tal fato justifica, por exemplo, no âmbito tributário a cobrança de impostos,

taxas, contribuições de melhoria ou no âmbito financeiro a escolha de que tipo de despesas deve-se realizar dentro do Estado.

Em relação ao princípio da submissão do Estado à ordem jurídica, " O Estado só pode fazer o que a lei diz e nos limites da lei" e, sob esse aspecto, o Direito Financeiro, no Art. 167, V, estabelece: abertura de crédito suplementar sem autorização legislativa Art. 167, I: início de programas sem disposição na lei orçamentária. Quanto ao Direito Tributário, fica exposto o princípio da estrita reserva de lei - Art. 150, I.

Segundo o princípio da função ou competência, o Estado só pode atuar concretamente quando tem competência. Competência é a área de atuação jurídico-política de um ente estatal . A competência confere poderes para o ente estatal e o administrador público, mas este poder não é uma simples faculdade, mas um dever que tem de atender a uma finalidade, qual seja: o bem público. Agindo com razoabilidade, proporcionalidade e moralidade, o Estado pode, assim, exercer seu papel.

Afirmam I. Goldfajn e A . Paula que " *tradicionalmente pensa-se na função objetivo típica do gestor de política como um minimizador do custo esperado do serviço da dívida*". (GOLDFAJN, I. e PAULA, A., 1999, p. 2). Para eles, a discussão sobre a composição da dívida pública deve ater-se a três aspectos. O primeiro diz respeito à maturidade da dívida, que implica na decisão sobre a emissão de dívida indexada ou não. Também deve-se considerar a dívida sob o ponto de vista da dolarização e, finalmente, sobre a concentração dos vencimentos da dívida. Gerenciar esses três aspectos é a tarefa das instituições governamentais.

Para se compreender a composição da dívida pública é necessário considerar os seguintes fatores, de acordo com os referidos autores:

a) o Risco Orçamentário, tendo em vista que a função da composição da dívida é amortecer a variabilidade dos seus componentes. Quando esses riscos são minimizados, a carga tributária sobre os impostos se torna volátil e distorsiva, isto é, a carga tributária é diminuída. Sob esse aspecto, os gastos e receitas do governo devem ter seus rendimentos condicionados ao ativo. É importante ainda considerar:

- o risco inflacionário, que gera títulos com rendimentos reais não relacionados à inflação;
- o risco de câmbio real, posto que a desvalorização cambial além da inflação implica em um aumento do serviço real da dívida pública;
- a correlação entre gastos e inflação, pois se esta correlação for positiva, deve-se aumentar a emissão de ativos nominais cujos encargos diminuem com o aumento da inflação;
- correlação entre produto e inflação, já que o produto tende a diminuir quando a inflação aumenta, o que faz com que a carga tributária seja atenuada frente às variações do produto;
- e correlação entre câmbio real e gastos, tendo em vista que se os gastos do governos forem correlacionados com a moeda estrangeira, deve-se diminuir a dívida nesta moeda e aumentar a dívida nominal, para que o orçamento não venha a sofrer as variações do câmbio.(GOLDFAJN, I. e PAULA, A ., 1999, p. 4-5)

b) um segundo fator é a Credibilidade, pois a composição da dívida pública desempenha um importante papel ao gerar mecanismos de comprometimento para que a Política Econômica alcance resultados satisfatórios. Assim sendo, deve-se procurar diminuir o prazo da dívida, aumentando a parcela de títulos indexados, observando-se

sempre as políticas futuras e a necessidade de medidas a médio e longo prazo, em detrimento das políticas que solucionam uma situação passageira.

c) A Sinalização é explicada quando o governo é obrigado a explicar medidas a serem adotadas, para que não perca a credibilidade e não comprometa sua Política Econômica.

d) o Risco de Rolagem deve ser diluído na composição da dívida, na medida em que esses riscos de refinanciamento obrigam o governo a emitir títulos curtos que prejudicam sua posição no mercado econômico internacional e internamente. A solução proposta pelos autores é que a dívida seja alongada para que o governo não precise emitir novos títulos com frequência.

e) existe o Risco da Reindexação da Economia, que implicam na adoção de títulos que diminuam os incentivos ao combate à inflação, embora esta seja uma questão polêmica.

A esse respeito, cumpre assinalar que existem vários fatores que devem ser analisados para a composição da dívida pública, conforme explicamos anteriormente. Entretanto, Goldfajn e Paula destacam que:

"Analogamente, governos deveriam evitar títulos cambiais quanto maiores forem as flutuações do câmbio real e quanto maior for a correlação do câmbio real com os outros gastos do governo. (...)

Por outro lado, governos que necessitam aumentar a credibilidade da sua política monetária deveriam aumentar a parcela indexada da sua dívida, com a finalidade de reduzir as dúvidas quanto ao uso oportunista da inflação. (...)

Nesta linha de argumentação, o encurtamento da maturidade média da dívida tem o mesmo efeito sobre a credibilidade (...).

O segundo trade-off considera a concentração ótima de vencimentos da dívida. Por um lado, a necessidade de aumentar a liquidez da dívida pública requer concentrar a dívida em poucos títulos com mesmo

vencimento. Por outro lado, o risco de rolagem diminui quanto menor for a proporção da dívida rolada a cada período.

Para o caso do Brasil, não há dúvidas de que, no longo prazo, as considerações de liquidez e minimização de volatilidade sugeririam alongar a dívida em títulos pré-fixados em moeda nacional e concentrar vencimentos. No entanto, as considerações de credibilidade, sinalização e risco de rolagem tornam-se mais relevantes nesta transição para uma economia mais estável e, portanto, sugerem uma transição lenta para uma dívida mais longa, uma emissão maior de dívida cambial e cuidados na concentração de vencimentos." (GOLDFAJN, I. e PAULA, A., 1999, p. 11)

3.2. Moeda

Deve-se procurar analisar a Política Econômica recente a partir do estudo sobre o Plano Real e suas implicações nos novos rumos da economia do país. O Plano Real começou a ser elaborado em maio de 1993, pelo então Ministro da Fazenda Fernando Henrique Cardoso. Ele e sua equipe econômica criaram um projeto que se pretendia desenvolver por etapas, para que pudesse ser melhor assimilado. Esse programa econômico tinha como objetivo combater a inflação, o que resultaria no alinhamento de aspectos centrais da política econômica nacional com o modelo de estabilização e de integração internacional.

Em 1994, Fernando Henrique foi eleito Presidente e começou a colocar em prática o Plano Real, que se daria em três etapas. Esse foi um fator decisivo para que o plano fosse implantado com eficiência, pois todos os planos anteriores haviam sido impostos de maneira súbita, sem que houvesse uma perfeita assimilação deles por parte dos diversos setores da população. Assim, o Plano Real contava que essa população seria uma

aliada, colaborando no sentido de que cada etapa dependia da compreensão e da colaboração de todos, para que pudesse chegar ao seu final com sucesso. Naquele momento, o plano apresentou-se de maneira bastante eficiente como eliminador da inflação, calando as críticas que questionavam até que ponto o seu custo seria o desemprego em massa.

Essas três fases correspondiam à necessidade de realizar um ajuste fiscal, à criação da URV e à instituição de uma nova moeda. Somente com essas etapas sucessivas é que o plano mostrou-se articulado com a conjuntura nacional. Além disso, havia ainda a necessidade de realizar mudanças constitucionais, visando, sobretudo, a quebra dos monopólios estatais, abrindo assim a economia. A venda dessas empresas estatais gerou muitos debates no seio da sociedade, pois são uma bandeira das esquerdas a sua manutenção. A máquina governamental não poderia, entretanto, deixar de fazer esses ajustes para impedir os excessivos gastos públicos.

Outras medidas adotadas foram a renegociação das dívidas dos estados e dos municípios com a União, proibindo-se ainda a emissão de títulos públicos para criar dívidas novas. Nessa fase inicial do plano, buscava-se o equilíbrio orçamentário do Estado, centrado na questão da âncora fiscal, necessária a qualquer plano de estabilização. Uma política fiscal austera garantiria à sociedade e aos agentes econômicos que o governo não emitiria moedas nem títulos públicos para financiar suas operações. Apresentando nessa primeira fase a parte possível de ser realizada pelo governo, o plano poderia então passar à fase seguinte, da qual toda a população participaria, na medida em que se tratava da implantação de uma nova moeda que iria conter a inflação.

A segunda fase do Plano Real teve início em 1º de março, com a criação da Unidade Real de Valor, e esta fase terminou com sua extinção e a criação do Real como

nova moeda. A URV foi um índice de inflação, construído através dos cálculos da média aritmética de três outros índices: o IGP-M da Fundação Getúlio Vargas, o IPCA do IBGE e o IPC da FIPE/USP. Esses índices foram selecionados pelo fato de que a evolução passada observada na média deles se aproximava da evolução histórica do câmbio.

Dessa forma, se conseguiria amarrar a URV ao dólar, preparando-se a âncora cambial da nova moeda que seria posta em prática na fase seguinte. Não se pode, entretanto, desvincular esse indexador econômico de sua função não apenas econômica e financeira, mas também política, posto que, ao equiparar a nova moeda ao dólar, o retorno político seria inevitável, garantindo o apoio da população e dos setores produtivos ao futuro governo de Fernando Henrique. Isso daria respaldo da sociedade ao plano como um todo, como se viu acontecer.

A finalidade da URV era, a princípio, alinhar os preços relativos, incluindo-se aí os salários, para que quando a nova moeda fosse criada, a inflação não fosse repassada. Como se pôde verificar, o que aconteceu foi que os salário e, mais tarde, os preços foram convertidos em URV, a partir do cálculo da média dos salários reais dos meses de novembro a fevereiro. O salário real foi calculado dividindo-se o respectivo salário nominal pelo valor da URV do último dia do mês. Nessa passagem do salário de cruzeiro para URV, houve um debate no setor econômico, pois questionava-se se haveria perdas salariais para os trabalhadores. De acordo com Figueiras,

“A experiência dos outros planos demonstra que a questão fundamental no que se refere às perdas salariais, não reside na conversão em si dos salários para a nova moeda. O problema essencial é que, depois da conversão, a inflação volta a subir, sem que os salários tenham mais qualquer política de reajuste. A consequência é que, na nova situação, o salário real médio da situação anterior passa a ser o salário real do pico e,

portanto, com a aceleração da inflação, tem-se um novo salário real médio bem mais baixo do que quando foi feita a conversão. Contudo, no atual plano, diferentemente dos anteriores, os preços não vieram juntos com os salários para a nova moeda. Portanto, enquanto os salários eram reajustados mensalmente pela URV e a maioria dos preços continuava em cruzeiros, o poder aquisitivo dos trabalhadores estava relativamente protegido. O problema aparece, de fato, quando da substituição da URV pelo Real, com a criação da nova moeda. Aí sim, as perdas começam a acontecer por menor que seja a inflação de cada mês, uma vez que os salários não têm mais qualquer regra de reajuste.” (FILGUEIRAS, L., 1994, p. 40)

Dessa forma, o passo seguinte ao da conversão dos salário em URV, foi a conversão dos preços para essa nova moeda. Essa passagem se deu de maneira gradativa, pois o objetivo era que a nova moeda, o Real, só fosse instalada quando toda a economia estivesse trabalhando com base na URV. A proposta é que, nessa situação, os preços relativos da economia estariam todos alinhados.

O terceiro momento da instauração do Plano Real foi a criação da nova moeda, o real, associada a uma queda da inflação para índices próximos a zero. Como disse Delfim Neto, para uma população que não sabia o que era a ausência de inflação há quarenta anos, a medida recebeu total apoio de todos os setores da população. Os objetivos dessa terceira fase eram que, quanto mais alinhados estivessem os preços na fase da URV, menores seriam os resíduos inflacionários, mantendo-se a inflação perto do zero nos primeiros meses do real.

“No entanto, a criação do Real não seguiu estritamente a lógica econômica de combate à inflação. A adoção dessa nova moeda três meses antes das eleições, independentemente da certeza do ajuste fiscal e da inexistência de inflação em URV, completa o objetivo político-eleitoral do plano FHC. No

1º. de julho, a inflação despenca e, mesmo que haja pressões inflacionárias derivadas da velha moeda, os índices só voltarão a subir para níveis significativos depois das eleições presidenciais.” (DELFIM NETO, apud FIGUEIRAS, L., 1994, p. 36)

No decorrer do ano, não aconteceram mudanças substanciais na política econômica, mas foi possível observar-se que ao chegar ao final de 1994, havia um quadro de restrição de liquidez. A política monetária criou um impulso contracionista para compensar a pressão de expansão que a redução da inflação pressionava.

Com o Plano Real, ficou estabelecido que haveria uma abertura progressiva da economia nacional, com medidas de apoio à modernização de empresas. De uma maneira geral, o plano continuou apresentando excelentes resultados no combate à inflação, sem, contudo, conseguir solucionar a questão do desemprego pois, se esse for eliminado, haverá um aumento do consumo e um conseqüente retorno a índices de inflação alta.

Ao completar um ano, em julho de 1995, o Plano Real apresentava uma taxa de inflação em torno de 2% ao mês, um sinal incontestável de que este foi o plano de estabilização mais bem sucedido entre todos até aqui tentados no país. A taxa de inflação, que em junho de 1994 estava ao redor de 50% ao mês, baixou para taxa mensal em torno de 1,7% nos primeiros seis meses de 1995.

Tomando-se a média dos cinco índices publicados por diferentes institutos de pesquisa, a taxa de inflação acumulada havia chegado a 758,59% no primeiro semestre de 1994. Isto representou uma inflação média mensal de 43,1%, equivalente a uma taxa anual de 7.271,84%.

No segundo semestre de 1994, a taxa de inflação acumulada foi de 18,72% (uma média mensal de 2,9% entre os cinco índices mais conhecidos). Deve-se considerar, ao analisar a evolução das taxas, que os índices de julho e de agosto de 1994 ainda estavam contaminados pela inflação do cruzeiro real observada em junho e até em maio imediatamente anteriores.

A taxa de inflação acumulada em julho e em agosto de 1994 foi de 9,66% mas isto não refletia, de forma alguma, o tamanho da perda do poder aquisitivo do Real naqueles dois primeiros meses do plano. A partir de setembro de 1994, quando se teve a primeira inflação descontaminada do efeito estatístico, verificou-se que a taxa acumulada do último quadrimestre de 1994 foi de 8,31%, com a taxa mensal tendo se situado no nível de 2,02%. No primeiro semestre de 1995 a taxa média acumulada dos cinco índices de preços chegou a 10,57%, equivalendo a uma inflação média mensal de 1,69% no período.

A questão relevante que se colocava para o Governo e para os mercados - que operam sempre na base do “forward-looking”, olhando para frente - diz respeito não ao fato de que a inflação acumulada nos primeiros seis meses de 1995 foi da ordem de 10,57% mas à tendência para os meses seguintes.

Sempre que um determinado índice de preços mostra uma taxa mensal mais elevada do que o mês imediatamente anterior, alguns analistas projetam tendência altista de inflação que nem sempre se confirma. Isto aconteceu em outubro e em novembro de 1994, quando as taxas de inflação apresentaram-se ligeiramente acima do resultado de setembro. Vários analistas chegaram a prever taxas de inflação de 5% para dezembro e até maiores para janeiro de 1995. Um aumento que não se materializou. Do mesmo modo, as projeções de inflação mais alta para maio, de até 3% ou além disto, não se confirmaram. A partir das informações disponíveis sobre a inflação ocorrida até junho, verificou-se que era

da ordem de 22%, em termos de média acumulada dos diferentes índices de preços, a taxa de inflação projetada para todo o ano de 1995. Não se deve tomar aquela projeção, no entanto, como uma meta do Governo, mas como um objetivo plausível, dependendo de uma série de ações necessárias à continuidade do programa de estabilização, como as reformas constitucionais, a retomada do programa de privatização e a reestruturação do Estado que garantissem a melhor eficiência da economia brasileira e um profundo e definitivo ajuste fiscal.

Vale notar que, considerando-se as séries históricas para o IGP-DI, a taxa de inflação para o primeiro semestre de 1995 foi a mais baixa desde 1973. Nos últimos 35 anos - entre 1961 e 1995 - a economia brasileira havia vivenciado taxas de inflação inferiores aos níveis atuais para o primeiro semestre do ano somente em 1969, 1970, 1972 e 1973.

O Governo cumpriu, dentro do programado, as metas monetárias fixadas em lei. A pressão de demanda por moeda, como consequência natural da monetização, foi muito forte nos primeiros meses do Real. Passados os primeiros seis meses do plano de estabilização, o processo de remonetização começou a mostrar sinais de arrefecimento, com a base monetária apresentando queda entre janeiro e abril de 1995.

O critério de fixação de metas foi substituído pelo processo de submissão ao Senado Federal de uma programação monetária que seria previamente definida para cada trimestre. Assim, o Banco Central remeteu no início do ano à consideração dos Senadores o programa monetário para o trimestre janeiro-março de 1995, que foi totalmente cumprido com folga.

A balança comercial acusou déficits nos últimos meses, como consequência da rápida abertura ocorrida na economia brasileira. Houve importações maciças de bens de consumo duráveis, principalmente de automóveis, com impacto negativo no movimento do comércio externo do país e então medidas foram tomadas pelo governo, para frear aquele movimento.

Nos primeiros cinco meses de 1995, as exportações físicas acumularam receita de US\$ 17,329 bilhões, enquanto que as importações revelaram despesa de US\$ 20,821 bilhões. No mercado de câmbio, os contratos de exportação acumularam receita de US\$ 21,895 bilhões entre janeiro e maio. Os contratos de fechamento de câmbio envolvendo importações representaram, no mesmo período, US\$ 17,899 bilhões.

3.3. Credores

Uma questão relevante a respeito da Dívida Externa envolve as negociações com os credores. Em 1992 foi criado um Comitê Assessor de Bancos Credores, que representava a primeira etapa de cinco que deveriam ser apresentadas e aprovadas pelo Senado Federal, propondo, em síntese, a adesão de 95% dos créditos a serem transformados em dívida nova.

Essa dívida implicava na garantia de juros que incidiria sobre o pagamento de juros no período de um ano. No entanto, essa garantia poderia ser prorrogada. Os negociadores brasileiros, atentos, previram um acordo, conseguindo a concessão de um

prazo maior para a rolagem da dívida. A partir dessa data, a dívida pôde ser parcelada em diversas etapas.

Com isso, o governo brasileiro teve que criar um novo papel para substituir, ainda que a título provisório, os bônus, surgindo assim, no mercado nacional, os chamados *phase-in-bond*, que se referem ao bônus ao par e ao bônus de descontos. Quanto aos bônus de desconto, garantem-se os juros em pagamentos semestrais, sendo eles convertidos em bônus a par à medida em que novas garantias de pagamento possam ser apresentadas.

Os recursos que deveriam fomentar essas garantias deveriam vir de cinco fontes: o Fundo Monetário, o Banco Mundial, o BID, Bancos credores e as reservas cambiais brasileiras.

Para que esse processo tivesse sucesso, foram previstas várias etapas e diferentes formas de pagamento das garantias. Entretanto, os problemas políticos por que passou o país no início dos anos 90, com o *impeachment* presidencial, acabou por adiar a efetivação das medidas.

Assim sendo, o FMI suspendeu os desembolsos acordados com o Brasil ainda em 1992, devido ao não cumprimento de algumas metas previstas. No entanto, por outro lado, o país não conseguiria cumprir as metas sem o refinanciamento dessas instituições internacionais, o que criou um impasse. Como solução, ofereceu-se US\$ 1 bilhão das reservas internacionais do país, de maneira incondicional, contando-se que o restante dos recursos proviessem dessas instituições financeiras internacionais.

Nesse contexto, o governo vem oferecendo diferentes opções como garantia, embora alguns instrumentos sejam títulos que não proporcionam nenhuma redução de

dívida para o país, já que não oferece garantia real ao pagamento principal da dívida externa.

Com isso, o governo brasileiro evita um grande desembolso de recursos externos na hora de fechar acordos, preservando o nível das reservas internacionais de que dispõe o país, sua principal fonte de recursos para a concessão de garantias.

A partir desse dilema, o acordo brasileiro consegue alcançar seu objetivo maior, que é o de restaurar a credibilidade e inserir o país na comunidade financeira internacional.

4. DÍVIDA EXTERNA E NOVO REGIME CAMBIAL

4.1. O Regime Cambial

Entre 1986 e 1990 o país teve sete planos econômicos e dezenas de ajustes, alterações e complementações nas políticas monetária, fiscal, salarial e cambial. Todos tinham como objetivo estabilizar a economia através do controle da inflação, da renegociação da dívida externa e da retomada do crescimento auto-sustentado.

Em 1986 foi criado o Plano Cruzado, um programa considerado heterodoxo, ou seja, que combinava medidas monetárias tradicionais com medidas intervencionistas. O Cruzado combinou medidas com a preocupação de elevar a renda real dos assalariados. A moeda passou de cruzeiro para cruzado, houve congelamento de preços e salários, extinção da correção monetária, criação do gatilho salarial, reajuste automático de salário quando a inflação mensal acumulada atingia um nível pré-estabelecido, que “disparava” o aumento de salário.

O governo decretou a moratória em fevereiro de 1987, depois de tentativas frustradas de chegar a algum acordo aceitável com os banqueiros internacionais. O congelamento de preços durou pouco; o programa de estabilização, apesar da intensa mobilização popular, fracassou: em pouco tempo, a inflação já ultrapassara novamente os 20% ao mês. O fracasso se deu pela incapacidade do governo de controlar o déficit público e ao excesso de consumo provocado pelo crescimento real de salários. O Plano

Cruzado foi lançado em fevereiro de 1986, no ano das eleições, e mais tarde foi acusado de “estelionato eleitoral”.

Em 1987 foi criado o Plano Bresser, voltado mais para o saneamento das contas públicas do que para a retomada do crescimento. As principais medidas era o congelamento de preços e salários, elevação das tarifas públicas, vigilância sobre os cartéis e oligopólios, para controlar os preços. O plano foi incapaz de conter a inflação, e acarretou perdas salariais.

Em 1989 foi criado o Plano Verão, no qual se substituía o cruzado pelo cruzado novo, criando-se ainda nova forma dos reajuste salariais, de desvalorização cambial e com o anúncio de privatização de empresas estatais. O ano terminou com forte recessão e a inflação passou dos 50% em dezembro.

Sarney lutou para conseguir cinco anos de mandato, e foi acusado de distribuir concessões de rádio e televisão aos constituintes, em troca do quinto ano. No último mês de governo, a inflação do período de 15 de fevereiro a 15 de março de 1990 atingiu 84,32%. Quem saiu bastante prejudicado foram os assalariados, mais ainda os que recebiam mensalmente, pois o valor real chegava a ser metade do valor nominal. Nas eleições de 1989, todos os candidatos fizeram oposição a Sarney, já que a credibilidade do governo havia despencado.

Em 1990 entrava em vigor o Plano Collor, cujo programa tinha inspiração neoliberal. Collor ambicionava modernizar o Estado e estabelecer plenamente a economia de mercado no país, além de eliminar a inflação de uma só vez. Nesse plano houve um confisco temporário de grande parte do dinheiro depositado nas contas correntes,

cadernetas de poupança, etc. A moeda nacional voltou a ser o cruzeiro e houve um congelamento de preços e salários.

Não houve resultado satisfatório, a reforma administrativa não arrancou, a produção estancou e a inflação voltou a subir; quanto às dívidas externas não houve negociações.

Em 1993 assumiu o Ministério da Fazenda Fernando Henrique Cardoso, visando eliminar a inflação e estabilizar a economia. As novas medidas consistiram na criação da Unidade Real de Valor (URV), um indexador que iria corrigir preços, salários e serviços diariamente, como uma espécie de moeda.

A década de 80 foi marcada por anos tido como medíocres e infelizes, nos quais o país ficou mais pobre. O setor industrial, hoje responsável pela maior parte das exportações nacionais, e que havia crescido 8% na década anterior, parou: não passou de 0,4%. A brutal recessão foi acompanhada de altas taxas de desemprego, contração salarial e uma queda nas exportações, menos de um décimo do PIB, uma das mais baixas entre as economias de base industrial. Em 1990, a participação do trabalho na renda nacional caiu para 32%, taxa baixíssima no mundo capitalista.

Deve-se recordar que entre o início de 1960 e 1985 fracassaram várias e sucessivas estratégias tentadas para enfrentar os desequilíbrios estruturais: planos ortodoxos (monetaristas, liberais e neoliberais) ou heterodoxos (mistura de receitas monetaristas com idéias populistas). Isto mostra que a crise brasileira é maior que os problemas da inflação ou da dívida externa. Ela não é somente econômica, mas também é social, política e institucional. É a crise de uma sociedade recém-saída do autoritarismo,

que busca novo modelo de desenvolvimento, necessariamente mais aberto, mais democrático e mais justo.

Em 1990 a economia brasileira ocupava o 9º lugar de acordo como mapeamento do sistema capitalista internacional, feito pelo Banco Mundial. A produção industrial mantinha-se nos níveis de 1979-80, exportações ficaram em 10% do PIB e as importações não chegaram nem a 5% de seu valor. O quadro era de estagnação, baixa produtividade e baixa competitividade.

No novo momento da política nacional, o plano teria que enfrentar altos índices de inflação. Portanto, para que se atingisse a estabilização monetária, teria que se usar a taxa de câmbio com o dólar como âncora cambial. Essa medida implicaria em assumir compromissos pré-determinados com a taxa de câmbio nominal, evitando utilizá-la enquanto instrumento de ajuste do balanço de pagamentos. Sobre esse assunto, existem várias correntes que pregam abordagens diferentes: a mais comum é a que propõe o ajuste ao mercado internacional, embora exista ainda a que opta pelo padrão monetário, que procura limitar as flutuações da taxa de câmbio.

De um ponto de vista prático, o câmbio nominal serviu como um fator de repressão à alta dos preços do mercado interno, na medida em que ele procurava disciplinar os reajustes dos importados e, nesse sentido, se teria a estabilização cambial. A preparação do Plano Real previa essas medidas de reservas cambiais, sem as quais não seria possível sustentar um plano dessa magnitude.

Além dessas medidas que se referem às reservas cambiais, havia também a necessidade de se adotar políticas monetárias e tributárias que fossem compatíveis com a entrada de capitais internacionais. Esse item implica numa abertura da economia, no

sentido de que seria necessária ainda uma estabilidade política que permitisse ao governo colocar em prática a venda de empresas estatais gigantescas ou deficitárias, permitindo a concorrência e a entrada de capitais estrangeiros em áreas antes tidas como privativas do Estado. A gestão privada e a ativação do mercado só podem ser compreendidas num contexto macro-econômico, já que essa venda de empresas estatais provocam reações da população e geram dúvidas quanto à necessidade de desnacionalização de alguns setores da economia.

Além desse fator, há ainda a política fiscal, cuja função seria a de respaldar a âncora cambial. Para tanto, era necessário que houvesse um equilíbrio entre a liquidez da moeda e as reservas cambiais do Banco Central, para evitar que este fosse obrigado a praticar altas taxas de juros, abrindo caminho dessa maneira para ataques especulativos que fizessem com que o plano se tornasse inviável.

Tratava-se de uma visão política neo-liberal, como já vinha ocorrendo com algumas sociais democracias no mundo inteiro, como na França, na Espanha, no México e na Argentina. A ideologia tendeu mais para o liberalismo, e sua manutenção provoca, nos dias atuais, as maiores críticas ao governo de Fernando Henrique, por parte dos setores de esquerda. Assim, que subiu ao poder, o governo de Fernando Henrique assumiu um discurso mais alinhado com as elites neo-liberais, posicionando-se contra as esquerdas e os movimentos populares, contra o corporativismo e o nacionalismo que estes apresentavam como propostas, classificando-os como responsáveis pelo atraso do país.

Nesse contexto, o Plano Real iria ser o divisor de águas que marcaria o ingresso do país no contexto da globalização mundial, que requeria mudanças na infraestrutura nacional. Propondo o avanço da economia baseado na estabilidade monetária e no fim da inflação, terminou por receber o apoio de todos os setores.

No campo fiscal, a queda abrupta da inflação provocou um nítido alívio para o equilíbrio das contas do governo. A receita líquida do Governo Federal aumentou 11,5% em 1994, trazendo a arrecadação para o valor de US\$ 63,2 bilhões. Em junho de 1995, a arrecadação atingiu R\$ 7,412 bilhões. Entre janeiro e junho, a arrecadação acumulada somou R\$ 41,746 bilhões, o que representa aumento de 42,11% sobre a receita do mesmo período do ano anterior, equivalente a R\$ 29,375 bilhões.

Três fatores contribuíram para a melhoria do desempenho da Receita Federal: o aquecimento da economia, as medidas de ordem fiscal que ampliaram a participação das contribuições na fonte e, ainda, a maior eficiência no sistema de arrecadação. Nos primeiros doze meses do Real, o Tesouro Nacional apresentou superávit acumulado de R\$ 1,708 bilhão.

Depois de quinze anos, o país voltou a captar recursos diretamente no mercado financeiro internacional em operações bem sucedidas. A política cambial brasileira continuou sendo guiada pelas premissas definidas na elaboração do Plano Real e o governo optou por um regime de banda cambial. O nível das reservas internacionais do país foi praticamente recuperado em fins de maio, depois dos efeitos da crise cambial mexicana que abalaram o sistema financeiro internacional no início de 1995.

4.2. As Novas Mudanças no Regime Cambial

O outro grupo de medidas do governo se constitui no pacote fiscal que foi editado em outubro de 1998. O país negociou com organismos internacionais de crédito

um volumoso empréstimo da ordem de US\$41,5 bilhões, um dos maiores que já se conseguiu. A vulnerabilidade do Brasil à crise internacional se deve ao duplo desequilíbrio da economia brasileira, que, no plano externo, se faz representar pela dependência ao capital estrangeiro, enquanto que no interno, se mostra pela precária situação das contas do setor público.

Entretanto, chegando-se ao final de 1998, os índices medidores da inflação apontaram para uma das menores variações das últimas décadas, chegando mesmo a se ver registros de deflação. Segundo o INPC do IBGE, a inflação ficou, entre janeiro e novembro, na ordem de 2,06%, enquanto que a variação de preços registrada em São Paulo registrou uma deflação de 1,67% no mesmo período. A deflação que vem ocorrendo nos últimos meses acontece relacionada à recessão e às taxas de desemprego, demonstrando que a queda nos preços significa redução nas vendas e redução do consumo.

O pacote fiscal - chamado Programa de Estabilidade Fiscal -, lançado no final do ano, foi criado pela necessidade de se reconquistar a confiança dos investidores estrangeiros, logo depois das eleições presidenciais. O conjunto de medidas tinha dois objetivos: o primeiro, conter a crescente saída de dólares, e o segundo, mais ambicioso, a transformação do regime fiscal brasileiro para reduzir as causas estruturais do déficit público. Na raiz do problema, estava o descontrole financeiro e administrativo. Com o pacote, o governo esperava aumentar a receita fiscal em R\$15,8 bilhões e reduzir os gastos em R\$12,2 bilhões, totalizando um esforço fiscal de R\$428 bilhões, ou 3,08% do PIB em 1999.

A análise da crise que ocorreu nos primeiros meses de 1999 só pode ser feita à luz do que é publicado pela imprensa, sem que se tenha ainda o respaldo dos estudos

mais aprofundados dos economistas, por se tratar de um período cujas transformações ainda não se encerraram.

Nesse sentido, tentar interpretar as mudanças que estão sendo vividas no presente momento torna-se um exercício perigoso, por faltarem fundamentos para se saber com clareza os novos rumos que o governo de Fernando Henrique irá tomar na área da política econômica.

Pode-se afirmar, entretanto, que o Plano Real foi uma medida ousada de estabilização da economia, e que obteve excelentes resultados, conseguindo conter a inflação desde que foi instalado, em 1993, até o presente ano.

Em termos estritamente econômicos, o Plano Real foi saudado como uma medida eficiente e que deu credibilidade ao país e por isso deve-se lutar para que ele permaneça, fazendo os reajustes necessários na economia, porque o país conheceu, depois de tanto tempo, o fim da inflação. Estabilizado, agora pode tentar solucionar as outras questões que afligem a nação.

4.3. Implicações do Novo Regime Cambial e a Dívida Externa

Goldfajn, em sua análise sobre *inflation targeting* trimestral, destaca que:

"No momento, somos o único país do mundo com metas trimestrais de inflação. Apesar das metas se referirem ao acumulado dos últimos 12 meses, o BC é obrigado a ter atuação excessiva para que sejam atingidas as metas trimestrais. (...) Nesse contexto, é interessante analisar como

chegamos a este arranjo onde inovamos num aspecto que torna o programa de metas de inflação mais estrito. No afã de conseguir a redução do limite quantitativo às reservas internacionais, que permitiu o sucesso atual com a valorização do câmbio, argumentou-se, corretamente, contra o uso das metas monetárias no contexto da inflation targeting. O FMI concordou em abandonar o limite para o crédito doméstico líquido em troca de indicadores antecedentes de inflação. Entre eles, a inflação acumulada nos últimos 12 meses. (...) Uma economia que não atinge o limite do crédito doméstico em determinado trimestre pode sempre argumentar contra a estabilidade da relação deste agregado com a inflação e obter facilmente o waiver sem perda de reputação, desde que a inflação esteja sob controle." (GOLDFAJN, I. , 1999, p. 1)

O referido autor observa, sob esse aspecto, que o Brasil não tem uma projeção para as necessidades de recursos que irá precisar para o ano 2000. Entretanto, um regime de câmbio flutuante bem sucedido requer uma certa estabilidade do câmbio, pois com isso se pode evitar um risco cambial elevado que faça com que as empresas reduzam seus passivos em dólar o que teria como consequência um ajuste forte nas contas externas do país . Eliminando-se a possibilidade de intervenção no mercado de câmbio, a solução que o governo pode encontrar para a estabilidade do câmbio é explicada por Goldfajn :

"Uma resposta simples é: aumentar as informações que o mercado possui sobre as contas externas do país. Desta forma, os agentes podem antecipar momentos de pressão sobre o câmbio e se proteger, levando naturalmente a um ajuste automático: momentos de excesso de demanda por dólares, se antecipados, induzem a uma maior oferta de dólares, e o simétrico ocorre quando há excesso de oferta.

A divulgação ampla destas informações ajudaria na estabilidade do câmbio, fator fundamental para evitar o repique inflacionário e possibilitar a reabilitação da economia brasileira com juros menores e maiores taxas de crescimento."(GOLDFAJN, I., 1999, p. 2)

Evidencia-se, pelas análises econômicas, que a necessidade de estabilizar o câmbio deve ser vista juntamente com a preocupação da volta da inflação e com a manutenção das metas estabelecidas. Segundo Goldfajn (1999, p. 6), se o câmbio for depreciado de forma contínua e, concomitantemente, a inflação for reduzida, isso pode resultar na necessidade de uma apreciação cambial que pode levar ao aumento da inflação. Outras análises convergem seus resultados para o alerta de que, como o índice de preços subiu demasiadamente, pode haver um repasse do câmbio aos preços, dependendo da subvalorização do câmbio real:

"No fundo, a preocupação é que, caso o equilíbrio no mercado cambial necessite de um câmbio real mais depreciado, isto poderia não ser consistente com o lado real da economia (salários e lucros), e acarretaria uma retomada da inflação.

Portanto, podemos concluir da atual negociação do acordo com o FMI que: i) o programa de metas de inflação veio para ficar; ii) o problema no mercado cambial está sendo interpretado como temporário e iii) há preocupações de que uma maior depreciação nominal acarrete mais inflação, e não uma depreciação do câmbio real." (GOLDFAJN, I, 1999, p. 6)

Sob esse aspecto, encerramos nossas observações com as informações prestadas pelo Banco Central em seu Site na Internet:

Análise do Mercado de Câmbio
Relatório Trimestral - Outubro a Dezembro 1999

1. INTRODUÇÃO

Nesta edição, que analisa os números do quarto trimestre de 1999 e os consolidados do ano, o destaque é a forte valorização da moeda nacional que, contudo, voltou a apresentar movimentos oscilatórios, inibindo a antecipação do câmbio de exportação, uma das principais alternativas de financiamento do exportador brasileiro. A seguir, apresentamos alguns dos principais assuntos de cada um dos capítulos desta edição.

POLÍTICA CAMBIAL – recuperação da moeda nacional, que acumulou valorização de 6,93%, no trimestre, e desvalorização anualizada de 48%; redução de US\$ 2 bilhões no piso das reservas, acordado como FMI, contribuindo para assegurar maior poder de ação ao Banco Central na contenção de eventuais movimentos desordenados da taxa de câmbio; continuidade da política de oferta de títulos cambiais, embora com clara tendência à estabilidade na exposição; e as reservas internacionais fechando o ano com saldo de US\$ 36,3 bilhões, no conceito de liquidez internacional.

MERCADO DE CÂMBIO – aumento no volume total de negócios frente ao período anterior, insuficiente contudo para recuperar o fluxo dos anos anteriores, que, medido em termos anuais, recuou 21% em 1999; mudança no nível de alavancagem do interbancário, que teve volume de negócios 39% inferior ao do ano precedente e registrou o menor valor consolidado desde 1994; novas ilustrações trazem os rankings de compras e vendas financeiras e oferecem alternativas adicionais de análise do interbancário.

BALANÇA COMERCIAL CAMBIAL – encolhimento nos consolidados anuais de exportação e de importação, tanto na balança cambial quanto na física, não obstante o crescimento, generalizado,

dessas rubricas no trimestre em análise; aumento de 129,6% no saldo da balança comercial e queda de 81,8% no déficit da balança física em 1999; acanhada participação do ACC, em face de certa cautela dos exportadores em antecipar o câmbio; e as quedas no prazo médio de liquidação dos contratos de câmbio de exportação e nos saldos de linhas de crédito, desta feita em decorrência de menor demanda do tomador interno.

MOVIMENTO FINANCEIRO – o resultado deficitário de US\$ 500 milhões no trimestre e de US\$ 13,8 bilhões no ano, o primeiro desde 1994, determinado basicamente pelo primeiro trimestre, quando as saídas líquidas chegaram a US\$ 12,8 bilhões; pelo sexto trimestre consecutivo, tivemos *Investimentos Diretos* pontuando as rubricas de ingresso, com resultado líquido de US\$ 6,3 bilhões no período e US\$ 26,3 no ano, vindo a seguir *Commercial Papers, Bonus e Notes*. Em sentido inverso, o destaque é *Amortizações de Financiamentos a Importação*, que respondeu por remessas de US\$ 4.9 bilhões no trimestre e de US\$ 21,2 bilhões no ano, vindo em seguida *Juros*.

SEGMENTO FLUTUANTE – a ocorrência das menores remessas anuais líquidas, desde 1996, tanto em "Operações com Clientes" quanto em "Operações entre Instituições", não obstante aumento significativo no saldo líquido negativo, no trimestre. Nesse contexto, as remessas líquidas para instituições financeiras no exterior alcançaram seu recorde no ano ao atingirem US\$ 3,4 bilhões, com o fluxo líquido mensal voltando a ultrapassar o valor referencial de US\$ 1 bilhão nos últimos meses do ano. Comportaram-se no mesmo sentido as rubricas elencadas em "Operações com Clientes", com destaque para as remessas a título de Serviços Diversos e Cartões de Crédito. (Site do Banco Central: www.bcb.gov.br)

5. CONCLUSÃO

Tendo em vista as recentes mudanças econômicas, é preciso verificar-se os níveis de interferência do novo regime cambial e seu impacto sobre a dívida externa. Tendemos a observar que a dívida externa vem aumentando de forma considerável nos últimos anos, o que faz com que novas perspectivas políticas tenham que ser efetivadas em relação ao endividamento externo.

O saldo resultante é uma dívida cada vez mais complexa, que obriga o país a pegar empréstimos para atender às obrigações de pagamento das parcelas. As instituições internacionais, como o FMI e o BID impõem exigências cada vez maiores ao país. Conforme assinala a informação oficial do Banco Central, com a redução de US\$ 2 bilhões no piso das reservas, fica assegurado maior poder de ação ao governo brasileiro, no sentido de evitar grandes oscilações na taxa de câmbio. Entretanto, tendo em vista que o governo oferecendo títulos cambiais, essa política não pode ser definida como totalmente estável, mas apenas que caminha nesta direção.

A continuar a utilizar o câmbio flutuante, o governo está assim atendendo às metas propostas pelas instituições financeiras internacionais, ao mesmo tempo em que consegue, através do Plano Econômico, assegurar que a política interna se mantenha também estável, com a inflação em níveis controláveis, embora possa-se questionar o crescimento econômico. A estabilidade econômica é, portanto, a meta a ser alcançada, e a política cambial visa atingir esse resultado, sem comprometer além dos limites a dívida externa.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ABREU, Marcelo de Paiva. **Brasil, 1824 - 1957: bom ou mau pagador?** Rio de Janeiro: PUC-RJ/ Departamento de Economia, ago. 1999.
- _____. **O Brasil e a Economia Mundial. 1930-1945.** Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, s.d.
- BEVILAQUA, Afonso S. e GARCIA, Márcio G. P. **Debt Management in Brazil: Evaluation of the Real Plan and Challenges Ahead.** Rio de Janeiro: PUC-RJ/Departamento de Economia, nov. 1999.
- BURTON, David e GILMAN, Martin G. **Políticas Cambiais e o FMI. Finanças e Desenvolvimento.** Washington DC: [s.ed.], v.11, n. 3, p. 18-21, set. 1991.
- CÂMARA, José Gomes. B. **Subsídios para a História do Direito Pátrio.** Rio de Janeiro: Livraria Brasileira, 1964.
- CARDOSO DE PINA, Mário Jorge Fróes. **Dívida Externa: internalização de deságios, conversão de dívida, importância e crescimento econômico - uma estratégia dominante.** Rio de Janeiro: [s.ed.], 1989. Tese. Escola de Pós-graduação de Economia.
- CARNEIRO, Dionísio D. e WERNECK, Rogério L. F. **Obstacles to Investment Resumption in Brazil.** [s.l.], [s.d.]
- CHÂTELET, François et al. **História das Idéias Políticas.** Rio de Janeiro: Zahar, 1985

- COSTA, Fernando Nogueira da. **Política de Câmbio e Juros Versus Dolarização Programada e Banco Central Independente.** Campinas: Instituto de Economia/Unicamp, 1992.
- DUAYER, Mário. **Atualidade de Economia Política.** Niterói, UFF, 1996.
- EICHENGREEN, Barry e PORTES, Richard. **After the Deluge: Default, Negotiation, and Readjustment During the Interwar Years.** [s.l.], [s.d.]
- FILGUEIRAS, Luiz A . M. **O Plano Econômico-Político FHC e as Eleições Presidenciais.** Cadernos do CEAS , Salvador: n. 152, p. 32-41, jul-ago. 1994.
- _____. **Vencer ou Vencer: o real e as eleições.** Cadernos do CEAS , Salvador: n. 153, p. 6-12, set/out. 1994
- FRANCO, Gustavo. **Plano Real.** Rio de Janeiro, Francisco Alves, 1995.
- GOLDFAJN, Ilan. **Textos.** In: Informe Semanal Galanto. Rio de Janeiro; [s.l.], 1999.
- GOLDFAJN, Ilan e PAULA, Áureo de. **Uma Nota Sobre a Composição Ótima da Dívida Pública - Reflexões para o Caso Brasileiro.** PUC_RJ/Departamento de Economia, 1999.
- GOMES, Carlos Thadeu de Freitas. **Ensaio sobre Economia e Política Econômica.** Rio De Janeiro: IBMEC, 1985
- MEYER, Arno e MARQUES, Maria Sílvia Bastos. **Mecanismos de Redução da Dívida Externa nos Países em Desenvolvimento.** Rio de Janeiro: IBRE/CEMEI, 1988 .
- MOTA, Carlos Guilherme. **Brasil em Perspectiva.** Rio de Janeiro: Difel, 1976.
- OSER, Jacob. **História do Pensamento Econômico.** São Paulo, Atlas, 1989.
- ROCHA, Katia Maria Carlos e MOREIRA, Ajax R. Bello. **Credibilidade da Política Cambial e as Opções Cambiais.** Rio de Janeiro: Ipea, 1998.
- ROCHA, Paulo de Medeiros. **Limitações impostas pelo processo de globalização nas políticas sociais nacionais.** Rio de Janeiro: UERJ / IMS, 1994.

- SABINE, George H. **A History of Political Theory**. Illinois: Dryden Press, 1973.
- SADER, Emir. **O Brasil Pós - Real : mudou o país ou mudamos nós?** Tempo e Presença. Rio de Janeiro, Koinonia, ano 18, no. 285, jan./fev. 1996, p. 5 - 7.
- SIMONSEN, Mário Henrique. **Dívida Externa e Teoria dos Jogos**. São Paulo: USP/Instituto de Pesquisas Econômicas, 1989
- SINGER, Paul. **Atualidade da Economia Política**. S.l., s.ed., s.d.
- SINGER, Paul . **O Brasil na Crise: perigos e oportunidades**. São Paulo, contexto, 1999.
- TEIXEIRA, Aloísio. **O Ajuste Impossível: um estudo sobre a desestruturação da ordem econômica mundial e seu impacto sobre o Brasil**. Rio de Janeiro, UFRJ, 1994.
- VALLADÃO, Haroldo. **História do Direito Especialmente do Direito Brasileiro**. Rio de Janeiro: s.ed., 1972.
- WORLD BANK BOOK. **World Debt Tables. External Finance for Developing Countries**. Vol. 1.[s.l.], [s.d.]

Sites da Internet:

www.ipea.gov.br

www.bcb.gov.br

