

POLÍTICA FISCAL E POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL: O ESTRANGULAMENTO IMPOSTO PELA DÍVIDA EXTERNA*

Fabício Augusto de Oliveira**

1. INTRODUÇÃO

O fracasso dos programas de estabilização - ortodoxos e heterodoxos - implementados no Brasil nos Anos 80 tem semeado a desesperança na população brasileira e colocado em xeque a capacidade de economistas e Governo de obterem êxito em suas propostas de políticas anti-inflacionárias. A resistência do processo às terapias prescritas e adotadas justifica tal postura, mas a realidade é que ambas as correntes não enfrentaram ou não conseguiram dar uma solução para os problemas que asseguram e potencializam a instabilidade monetária: o desequilíbrio financeiro do setor público e a dramática questão da dívida externa.

Se não se tem obtido sucesso nos programas anti- inflacionários, muita confusão tem sido lançada sobre a eficácia dos instrumentos de política econômica para viabilizá-los. Monetaristas empedernidos lembram com saudade do PAEG, que derrubou a taxa de inflação de 144%, projetada para 1964, para apenas 28%, três anos depois. E, na sua visão, o principal instrumento manejado à época - a política monetária - quando à deriva, explicaria o caos inflacionário. Há, nessa visão, no mínimo, falta de memória e desconhecimento dos problemas atuais enfrentados pela economia brasileira.

A falta de memória deve-se ao fato de algumas experiências de estabilização terem sido tentadas antes de 1964 sem, no entanto, lograrem êxito, mesmo tendo implementado uma política monetária apertada. Isso ocorreu em 1961, no Governo Jânio Quadros, através de seu Ministro da Fazenda Clemente Mariani, quando a inflação, contrariamente ao pretendido, voltou a ampliar-se e, em 1963, com o Plano Trienal que, apesar de mais severo em termos de aperto

* Concluído em agosto de 1989.

** Professor da FACE do CEDEPLAR/UFMG e do Instituto de Economia da UNICAMP. O autor agradece as críticas e sugestões feitas pelos membros do Centro de Estudos de Conjuntura (CECON), da UNICAMP, que, na medida do possível, foram incorporadas ao trabalho.

monetário e creditício do que o PAEG, colheu rotundos fracassos em seus objetivos anti-inflacionários.¹ Na verdade, embora a ortodoxia não deixe isso claro, a mesma causa que explica os fracassos desses dois ensaios de estabilização é a responsável pelo êxito do PAEG: o saneamento financeiro do setor público e a redefinição de seu padrão de financiamento, que constituem, atualmente, um dos nós da economia brasileira.

O desconhecimento dos problemas em que o País se encontra mergulhado, se explica pela crença revelada por essa corrente de que bastaria conceder autonomia às autoridades monetárias para que fosse recuperada a sua capacidade de exercer um controle efetivo sobre a oferta de moeda e, com isso, viabilizar os objetivos de estabilização da economia. Não percebem, assim, que a efetividade da política monetária encontra-se comprometida pelos problemas oriundos de uma gigantesca dívida externa estatizada e pelos desequilíbrios financeiros do setor público por ela provocados, e que somente o seu equacionamento será capaz de criar as condições para a atribuição dessa autonomia.

Este trabalho visa clarificar essas questões e investigar as relações estabelecidas entre dívida externa, desequilíbrio do setor público e política monetária. Busca-se com ele mostrar que a solução dos problemas enfrentados pela economia brasileira e o resgate da efetividade dos instrumentos de política econômica passam necessariamente pelo equacionamento do estoque das dívidas públicas - interna e, principalmente, externa.

O trabalho inicia com uma análise da natureza do padrão de financiamento do setor público estruturado em meados da Década dos 60, acompanhando a sua trajetória e avaliando as causas que provocariam o seu esgotamento, especialmente a partir da exaustão das fontes externas de recursos privados, em 1982. Discute em seguida a crise da dívida externa e suas implicações para a crise fiscal e para a política monetária. Pretende, com isso, identificar as dificuldades de redefinição deste padrão e demonstrar a inocuidade de políticas monetárias para reverter o processo inflacionário, dado que neutralizadas, no quadro atual, pelas características assumidas pelo desajuste financeiro do setor público, pelos encargos da dívida externa e pela própria natureza do processo inflacionário. Mais do que isso, pretende demonstrar que essas políticas não somente se tornaram inefetivas, como são, elas próprias, condicionadas pela forma assumida por este desajuste, e que a reversão do processo exige como pré-condição a superação da fragilidade financeira do setor público, o que passa, necessariamente, por uma solução para os estoques da dívida pública, especialmente de origem externa, e por

1. Para uma análise do período, consultar LARA RESENDE (1982).

reformas tributárias, financeiras e administrativas. Somente dessa forma o Estado terá condições de recuperar o seu poder de arbitragem frente ao mercado, de financiar-se de forma não inflacionária, de resgatar a efetividade de seus instrumentos de política econômica e de viabilizar os objetivos de estabilidade monetária e de crescimento econômico auto-sustentado.

2. O FINANCIAMENTO DO SETOR PÚBLICO NO “MILAGRE”

Em meados da Década dos 60, o mecanismo de financiamento do setor público que predominou à época do Plano de Metas (1957-61), e que se esgotara desde 1959, conheceu uma profunda reformulação. O Governo Federal defrontando-se com déficits orçamentários da ordem de 4% do PIB, apontados como um dos principais focos inflacionários, identificava na baixa carga tributária incidente sobre a sociedade, na grande dependência de recursos do Tesouro por parte das empresas estatais e nos exagerados gastos públicos com pessoal e subsídios, as causas, entre outras, de seus desequilíbrios financeiros e de sua incapacidade de realizar os investimentos requeridos para a reversão da fase descendente do ciclo econômico.

Dado o diagnóstico, três formas se mostraram fundamentais para o novo padrão de financiamento do setor público:

1) A Reforma Tributária de 1966 (que se seguiu à Reforma de Emergência de 1964), que, ao modernizar o sistema fiscal e nele introduzir mudanças de profundidade, ampliando posteriormente inclusive as contribuições parafiscais (FGTS, PIS/PASEP, Salário-Educação etc.), contribuiu para que a carga tributária bruta saltasse de 19,1% do PIB, em 1965, para 25,7%, em 1970, e 26,2%, em 1975, em que pese a forte drenagem de recursos representada pela política de incentivos fiscais implementada no período. Como conseqüência dessa expansão, a carga tributária líquida aumentou de 12,8% do PIB para 15,5%, em 1970, recuando para 15,2%, em 1975, em virtude do crescimento acelerado dos subsídios concedidos pelo Governo a partir de 1973.²

2) A Reforma Administrativa de 1967, que procurou “enxugar” a máquina pública, descentralizar algumas de suas atividades com o intuito de dotá-las de capacidade de autofinanciamento e libertar as amarras das empresas do setor produtivo estatal no tocante à definição de seus investimentos e à contratação de pessoal, permitindo-lhes atuar à semelhança das empresas, de modo a reduzir ou

2. PAULA (1987).

mesmo elidir a sua necessidade de recursos do orçamento fiscal. A implementação da política de “verdade tarifária”, com a qual se abandonava o critério de preços políticos dos bens e serviços das estatais, subordinando-as aos critérios do mercado, constituía uma prova evidente de que se perseguia o objetivo do autofinanciamento do setor público. Na verdade, entre 1964 - início da implantação do realismo tarifário - e 1975, as empresas estatais conheceram, de uma maneira geral e à exceção do Biênio 1968-69, correções de seus preços e tarifas acima da inflação, o que representou um novo alento para sua capacidade de autofinanciamento.³

Não se restringia, entretanto, somente às empresas produtivas os ideais do autofinanciamento perseguidos pelos gestores da política econômica. A reforma administrativa, que fortaleceu a administração descentralizada, trazia, em seu bojo, a crença de ser possível também criar condições para que as políticas sociais conseguissem se autofinanciar, se comprometidas com a gestão, nos moldes empresariais, de fundos governamentais ou mesmo de contribuições parafiscais que seriam para tanto criados. Foi com essa crença que atrelou-se o FGTS ao BNH, para a solução dos problemas de habitação popular, transferiu-se para o INAMPS parte expressiva do atendimento à saúde, criou-se o salário-educação e, como resultado de outras providências adotadas, apostou-se no autofinanciamento das atividades de saneamento, transportes coletivos etc.⁴ A idéia sedutora era que, com isso, os recursos do Tesouro ficariam livres para serem investidos nas frentes exigidas pelo processo de acumulação.

3) A Reforma Financeira, através da qual se procurou, com a criação do Banco Central, acabar com a promíscua convivência Banco do Brasil/SUMOC, que tornava impossível o controle de oferta de moeda da economia e da expansão dos agregados monetários. Apesar desse objetivo, a instituição de uma conta de movimento, que deveria registrar as operações mantidas entre o Banco Central e o Banco do Brasil, mantida mesmo após o primeiro estar apto a desempenhar seu papel, terminou por reproduzir a mesma estrutura a que se procurou pôr cobro.

Com a Reforma Financeira instituiu-se, também, o mecanismo da dívida pública, via lançamento de Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN), objetivando cobrir os déficits do Tesouro de forma não inflacionária. A partir de 1970, com o início efetivo das operações do *open market*, surgiram as Letras do Tesouro Nacional (LTN) - instrumento da política monetária - e a dívida

3. WERNECK (1986).

4. Para um exame aprofundado dessa questão ver: FAGNANI, BRAGA, BARROS SILVA (1986).

pública se transformaria, a partir de 1971, com a transferência de sua administração para o Banco Central, em um elemento permanente e potencial de perturbação das contas públicas.

A essas reformas, que reestruturaram o mecanismo de financiamento do setor público e da economia, somou-se a adoção de medidas com vistas a abrir o País para a entrada de recursos externos. Neste sentido, regulamentou-se a Lei 4131, de 1962, que disciplina a contratação direta de empréstimos pelas empresas - públicas e privadas - no exterior, e promulgou-se, em 1967, a Resolução 63, criando, para as instituições financeiras do País, condições legais e concretas para a captação de recursos externos e o seu repasse doméstico.

Os resultados dessas reformas para o setor público podem ser avaliados através da análise de alguns indicadores. O déficit do Tesouro, que atingiu o expressivo percentual de 4,2% do PIB, em 1963, declina para 3,2%, em 1964, e segue a sua trajetória de queda, atingindo 1,6%, em 1965, e 1,1%, em 1966. A forma de seu financiamento, por outro lado, se altera radicalmente. Entre 1960-64, foi feito, em sua quase totalidade, através das emissões de papel-moeda. Em 1965, 55% do déficit foi financiado através da venda de títulos da dívida pública e apenas 45% através das autoridades monetárias. Em 1966, o déficit foi integralmente financiado pela colocação de títulos junto ao público.⁵

O expressivo crescimento econômico conhecido pelo País entre 1968-74 propiciou à estrutura de financiamento montada no período - de natureza essencialmente pró-cíclica - mostrar todas as suas virtualidades. A carga tributária, assentada basicamente sobre os impostos indiretos, por um lado, e sobre a folha de salários, no tocante aos fundos sociais (FGTS, Previdência etc.), por outro, expandiu-se consideravelmente. Com isso, e com o bom desempenho operacional e financeiro alcançado pelo setor produtivo estatal, o setor público, considerado globalmente, não encontrou problemas para participar de forma ativa e importante na formação bruta de capital da economia ao longo de toda a Década dos 70. Com sua capacidade de autofinanciamento revitalizada, sustentou essa participação em níveis elevados mesmo quando, na segunda metade da década, os investimentos do setor privado caíram, em virtude da desaceleração do crescimento iniciada em 1974.

As informações contidas no Quadro I não deixam dúvidas sobre essa questão. Como se percebe, entre 1973-75, a participação do setor público (Governo e empresas) na formação bruta de capital fixo (FBKF) da economia oscilou entre

5. LARA RESENDE (1982), p. 781.

21 e 27%, o correspondente a 5,7 e 8,6% do PIB, respectivamente. Mais importante, entretanto, foi o fato de os investimentos do Governo terem sido quase integralmente financiados com a poupança por ele gerada, sem a necessidade, portanto, de recurso ao endividamento. De fato, em 1973, a poupança estatal representou 166% dos investimentos governamentais e nos dois anos seguintes houve praticamente uma equivalência entre ambos.

QUADRO 1

POUPANÇA E INVESTIMENTO PÚBLICOS E FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO DA ECONOMIA BRASILEIRA

Ano	FBKF	Invest. Público	Poupança Públ.	(Em %)	
	% do PIB = A	% do PIB = B	% do PIB = C	B/A	C/B
1973	27,2	5,7	9,5	21,0	166,7
1974	30,2	8,0	8,1	26,5	101,3
1975	31,7	8,6	8,2	27,1	95,3
1976	27,1	10,5	7,1	38,7	67,6
1977	25,7	9,4	7,6	36,6	80,9
1978	26,5	10,7	7,6	40,4	71,0
1979	22,0	14,0	5,7	63,6	40,7
1980	23,3	9,0	2,9	38,6	32,2
1981	21,1	10,1	1,0	47,9	9,9
1982	21,1	8,9	0,3	42,2	3,4

FONTE: PEREIRA (1987), p. 5-22.

A partir de 1976, entretanto, à redução da poupança pública, contrapõe-se uma expressiva elevação dos investimentos, o que somente se viabiliza com o crescente endividamento do Estado. De fato, entre 1979-82, as Necessidades Financeiras do Setor Público (NFSP) mantendo-se em média em torno de 7% do PIB, indicam que o padrão de financiamento estruturado na Década dos 70 caminhava celeremente para o colapso, após o êxito alcançado até meados da década.

A indagação que se pode fazer a essa altura é: que causas explicam essa rápida deterioração das contas públicas e que consequências acarretam para a economia e para o processo inflacionário? Detenhamo-nos na primeira questão.

3. 1974-79: AS FRATURAS DO PADRÃO DE FINANCIAMENTO

À medida que a economia brasileira adentrou no ramo descendente do ciclo, a partir de 1974, e o fantasma da inflação passou a alternar sua aparição com a não menos atemorizante ameaça de uma crise cambial, estava montado o

cenário para que tivesse início a peça que, apresentada em vários atos, culminaria com a fragilização das finanças do setor público e a conseqüente geração, de sua parte, de déficits crescentes.

Em primeiro lugar, a própria crise econômica se incumbiria de erodir, paulatinamente, os recursos tributários cuja estrutura se assentava predominantemente nos impostos indiretos. Assim, a carga tributária bruta, que atingiu seu nível máximo entre 1973-74, entra em ligeira mas persistente regressão no ano seguinte para situar-se no patamar de 23,3% do BIP, em 1979. E a grande responsabilidade por essa redução caberia aos impostos indiretos, que se, em 1974, representaram 15,5% do PIB encontravam-se, em 1979, quatro pontos percentuais abaixo desse nível, ou seja, em 11,5%.

Em segundo lugar, à redução da carga tributária bruta contrapôs-se um aumento das transferências realizadas pelo Governo e a manutenção de um elevado nível de subsídios (conta petróleo, comercialização do trigo, política de preços mínimos etc.), que haviam sofrido expressivo aumento em 1974-75. O primeiro componente - as transferências - eleva-se de 7,5% do PIB, em 1974, para 9,35%, em 1979, enquanto o segundo - os subsídios - que havia atingido 2% do PIB, em 1974-75, fecha o ano de 1979 com 1,8%. Com isso, a carga tributária líquida - a variável que espelha a capacidade de investimento e de consumo do Governo - se reduz de 16,6%, em 1974, para 12,2%, em 1979.

Por seu lado, também os Estados e os Municípios viam agravadas as suas finanças e ampliada a sua dependência das operações de crédito para o atendimento de suas necessidades orçamentárias. Penalizados pela estrutura tributária, que se montou em meados da Década dos 60, altamente concentrada na órbita federal, muitas dessas esferas ainda se lançaram arrojadamente, no período do "milagre", ao sonho contagiante de promover a sua industrialização interna. Para tanto, os governos que percorreram esse caminho abriram mão, por um lado, de parcela importante de sua arrecadação com a concessão de subsídios e incentivos e comprometeram, por outro, seus dispêndios com a montagem da infra-estrutura econômica para as indústrias atraídas e mesmo com participações acionárias em seu capital. O desequilíbrio potencial entre suas receitas e despesas, agravou-se com a crise detonada a partir de 1974, instabilizando ainda mais suas situações financeiras e abrindo definitivamente as portas para o aprofundamento de seus endividamentos.

Em terceiro lugar, o Governo, inicialmente com o propósito de implementar os ambiciosos projetos de II PND, lançaria as empresas do setor produtivo estatal num processo de forte endividamento, principalmente de origem externa, que teria sérias implicações para as suas situações financeiras futuras. Inicia-se, com este movimento, o conhecido processo de estatização da dívida

externa, que será o principal responsável, nos Anos 80, pelos profundos desequilíbrios das contas públicas internas.⁶

Para agravar ainda mais a situação dessas empresas, os gestores da política econômica, perseguindo o objetivo de conter o ímpeto inflacionário, passaram a utilizá-las como instrumentos macroeconômicos de curto prazo, reajustando seus preços e tarifas abaixo das variações dos índices de preços e abandonando a bem sucedida política de realismo tarifário. Entre 1975 e 1979, à exceção dos derivados do petróleo que tiveram seus preços reajustados acima do IGP-DI calculado pela Fundação Getúlio Vargas, os demais preços e tarifas das empresas públicas foram sistematicamente sub-reajustados.⁷ Fragilizavam-se, com isso, suas receitas operacionais e aumentava a sua dependência de recursos de empréstimos para a realização de seus investimentos.

Como se não bastasse, o Governo, objetivando acumular reservas para desembaraçar-se do fantasma da crise cambial e tendo em vista o pouco interesse do setor privado na contratação de empréstimos externos - já que seus níveis de investimentos vinham-se reduzindo desde 1974 - , passaria, também, a utilizá-las como instrumento de captação de recursos externos que não guardavam, muitas vezes, correspondência com seus projetos específicos e nem refletiam a sua real necessidade de recursos. Com isso, o setor público que, em 1972, foi responsável por 25% da captação de empréstimos externos em moeda, ao amparo da Lei 4131, já, em 1975, respondia por 50% de sua captação e, em 1979, por 77% de seu total.⁸

As implicações desse movimento para o desempenho financeiro das empresas estatais eram por demais evidentes. A compressão deliberada de seus preços e tarifas comprometia a sua capacidade de autofinanciamento, o que, por si só, já abria as portas para o seu endividamento. A orientação da política econômica para que esse fosse realizado com empréstimos externos - dada a política de acúmulo de reservas - promoveria uma crescente "dolarização" de seus passivos, submetendo-os às vicissitudes da política cambial e do comportamento das taxas externas de juros.

Estreitamente vinculados ao objetivo de acúmulo de reservas cambiais e de enfrentamento dos desequilíbrios do Balanço de Pagamentos, dois outros mecanismos seriam postos em marcha nesse período para revelarem, alguns poucos anos mais tarde, o seu potencial desequilibrador das finanças públicas internas.

6. CRUZ (1984).

7. AFONSO (1985)

8. CRUZ (1984), p. 96.

O primeiro, a dívida mobiliária interna passaria a aumentar de forma atemorizante desde meados da Década dos 70, como resultado da execução de uma política monetária que procurava manter as taxas internas de juros superiores às externas, com o intuito de incentivar e garantir demanda por empréstimos externos, e, com isso, viabilizar a acumulação de reservas. Com a sua administração sob a responsabilidade do Banco Central, delegada pela Lei Complementar nº 12 de 1971, seus encargos, embora crescentes, não revelariam, se bem prenunciassem, as dificuldades financeiras em que o Governo gradativamente mergulhava. Política inócua para sensibilizar o setor privado, coube ao setor público, como visto anteriormente, a principal responsabilidade de carrear os recursos externos.

O segundo mecanismo refere-se à criação de instrumentos que permitiriam ao setor privado e, em tese, ao próprio setor público, a possibilidade de defender-se dos riscos dos empréstimos externos decorrentes das variações cambiais e das oscilações das taxas de juros: a Circular 230 e a Resolução 432, ambas do Banco Central. A Circular 230, datada de 1974, foi instituída para incentivar a captação de recursos externos pelos bancos sediados no País, através da Resolução 63, de 1967, facultando a estes a possibilidade de mantê-los depositados no Banco Central - que assumiria a responsabilidade pelos seus encargos (juros, comissões e variações cambiais) - até que fossem definidos os tomadores finais internos dos recursos. A Resolução 432 foi instituída em 1977 com os mesmos propósitos, só que contemplando os recursos contratados através da Lei 4131 de 1962. Com ela se passava a oferecer ao tomador de crédito **externo** a possibilidade de mudar sua posição de uma dívida corrigida pela correção cambial e onerada pelos juros externos por outra reajustada pela correção monetária. Para tanto, bastava ao devedor realizar - à semelhança do sistema bancário - depósitos no Banco Central que seriam registrados em moeda estrangeira. Facultava-se ainda ao devedor, uma vez desfeitas as expectativas pessimistas em relação à política cambial e ao quadro externo, os saques de seus depósitos no BACEN.⁹ Este, como é fácil concluir, bancava os custos dos empréstimos a qualquer mudança no quadro externo, ao passo que via instabilizada, com a existência desses mecanismos, a execução da política monetária.

Utilizados para incentivar e algumas vezes para desestimular a captação externa de recursos, através da retenção de seu contravalor no Banco Central por um determinado período, o mecanismo de Depósitos Registrados em Moeda Estrangeira (DRME), embora de pouca importância até o final da Década

9. BIASOTO Jr. (1987).

dos 70, revelaria todo o seu potencial desequilibrador das finanças internas quando da maxidesvalorização de 30% promovida pelo Governo em dezembro de 1979 e da reversão do quadro externo com o choque dos juros. Como o diabo correndo da cruz, o setor privado celeremente transferiu para o Banco Central a responsabilidade de parcela expressiva de sua dívida externa, socializando o ônus da crise cambial e aprofundando o processo de estatização da dívida. Com isso, o Governo se tornou vítima de seus financiamentos e o peso dos encargos da dívida externa se transformaria em um dos mais sérios pontos de estrangulamento para o saneamento das finanças públicas e para o crescimento econômico.

Foi neste contexto de fragilização das finanças públicas - carga tributária em retração, debilitamento das finanças das empresas estatais, expansão da dívida mobiliária, estatização da dívida externa etc. - que, no final da década, o processo inflacionário se acelerou: a taxa de inflação salta de 40,8%, em 1978, para 77,2%, em 1979, ganhando força a versão que apontava a existência de um déficit gerado pelo setor público como a sua causa básica. A partir daí, com distintos graus de intensidade, este passaria ao papel de principal elemento norteador da política econômica, sendo, ao mesmo tempo, apontado como o grande responsável pelos desequilíbrios da economia.

4. 1979-82: A AMPLIAÇÃO DO DESEQUILÍBRIO DO SETOR PÚBLICO

Ao assumir o centro do cenário como expressão do desequilíbrio do setor público e como principal causa das disfunções do organismo econômico, o déficit público - cuja existência encontrava-se obliterada pela cortina de fumaça que envolvia a questão orçamentária no País - passa a ser a principal preocupação da política econômica a partir de 1979. Todavia, ao contrário do pretendido pelas autoridades econômicas, o período seria profundamente devastador para as finanças do setor público, ao mesmo tempo em que ficou claro o potencial desequilibrador dos mecanismos que haviam sido criados na Década dos 70.

Entre as fontes de financiamentos do setor público, muito provavelmente a que apresentou comportamento mais razoável no período foi, apesar da crise, a relativa à tributação. De fato, a carga tributária bruta, que, em 1979, representou 23,3% do PIB, praticamente reeditou esse nível nos dois anos seguintes, para atingir 25,1%, em 1982. Isso se explica mais pela política de arrocho fiscal, que aumentou os impostos diretos (IRPF e IRPJ), eliminou ou reduziu incentivos fiscais (extinção do Fundo 157, taxação sobre ganhos reais de algumas aplicações financeiras etc.), ampliou impostos indiretos (IOF principalmente) e contribuições parafiscais (majoração das alíquotas da Previdência) além de ter criado novas con-

tribuições, como o FINSOCIAL, por exemplo, do que pelo comportamento da economia.¹⁰

Todavia, se a carga tributária bruta conheceu essa expansão em relação ao PIB - apesar de suas bases serem erodidas pela recessão - a carga tributária líquida conheceu trajetória distinta. De 12,2% do PIB, em 1979, ela declinaria para 10,7%, em 1980, para atingir 11%, em 1981, e novamente 10,8%, em 1982. A explicação desse fato encontra-se na manutenção de um elevado patamar de subsídios de 3,5% do PIB, em 1980, 2,6%, em 1981, e 2,5%, no ano seguinte - contrariando a retórica de austeridade das autoridades governamentais e confirmando o descontrole sobre as contas públicas - e de um continuado e acentuado crescimento das transferências, que saltam de 9,3% do PIB, em 1979, para 11,8%, em 1982, determinado principalmente pela expansão dos encargos da dívida pública.

A política de ativo e proposital endividamento interno iniciada em meados da Década dos 70 foi retomada com vigor pelo Ministério Delfim Netto, a partir de meados de 1980, depois de tê-la rejeitado, ao assumir o cargo, como estratégia para o fechamento do balanço de pagamentos. Às primeiras dificuldades, entretanto, voltou-se a utilizá-la, e o Governo Federal viu expandir-se celeremente o total da sua dívida mobiliária interna e, conseqüentemente, os seus encargos. Assim, a dívida mobiliária federal que, em 1980, havia correspondido a 4,6% do PIB, atinge 8,4%, em 1981, e 9,3%, no ano seguinte. Com isso, o peso de seus encargos (juros e amortizações), que são contabilizados no componente de “transferências”, aumenta de 1,9 para 6,6% do PIB, reduzindo drasticamente a carga tributária líquida e, portanto, a capacidade de consumo e de investimento do Governo.¹¹

Não era, entretanto, somente no âmbito mais estritamente fiscal que as contas públicas se fragilizavam. Também no espaço das autoridades monetárias e, portanto, da administração central, seria detonado um mecanismo, com a explosão das taxas externas de juros, a partir de 1979 e com a condução imprevisível da política cambial pelos gestores da política econômica do País, que rapidamente aprofundaria o processo de estatização da dívida externa - qualitativamente distinto do movimento anterior - engendrando efeitos altamente perversos para as finanças públicas de uma maneira geral. Isso porque, para defender-se dos riscos cambiais e da elevação das taxas de juros, o setor privado, utilizando-se da possibilidade de realizar depósitos no Banco Central, registrados em moeda estrangeira, conforme estabelecido pela Circular 230 e pela Resolução 432, transferiu

10. PAULA (1987), OLIVEIRA (1985).

11. OLIVEIRA (1985).

parcela expressiva de sua dívida externa para as autoridades monetárias, que passavam, dessa forma, a assumir seus encargos, socializando os prejuízos da crise cambial. Os depósitos registrados em moeda estrangeira (DRME) que, em 1978, corresponderam a 3,8% do PIB saltaram para 5,4%, em 1979, 5,7%, em 1981, e atingiram 8,9%, em 1983.¹² Para ressarcir-se dos encargos por eles representados, o Banco Central inflaria a sua Carteira de Títulos do Tesouro, transferindo para este o ônus dos DRME. Assim, este mecanismo, além de seus efeitos desequilibradores sobre as finanças públicas, tornava-se altamente desestabilizador da política monetária, à medida que se deixava de deter o controle sobre o movimento de saques/depósitos dessa conta, agora determinado pelas vicissitudes da política cambial, das taxas externas de juros e das expectativas de seus titulares.

A isso se somava a evidência crescente de que, em virtude do papel de autoridade monetária exercido pelo Banco do Brasil e da existência da conta-movimento, que registrava as operações entre este e o Banco Central, tinha-se um mecanismo que acionava automaticamente a emissão de moeda para cobrir aplicações do Governo que não contassem com disponibilidade de recursos ou com dotações específicas. Como as contas de programas eram em boa medida “abertas”, no sentido de que não havia limites específicos de recursos, a conta-movimento sancionava facilmente sua expansão, e o Governo, por mais que procurasse adotar medidas de contenção e racionalização de seus gastos, via, por essa brecha, seus propósitos se frustrarem. Aqui, portanto, mais uma das causas do descontrole das contas governamentais e de seu desconhecimento da crítica situação financeira em que se encontrava mergulhado.

Também no âmbito das empresas estatais, este período confirmaria toda a perversidade da política econômica adotada a partir de meados da Década dos 70 e revelaria o seu potencial desequilibrador de sua performance. Como foi visto, a política de compressão de tarifas, aliada à utilização das estatais como instrumento de captação externa de recursos, acabaria por reduzir a sua capacidade de autofinanciamento e a conduzi-las a um alto endividamento, predominantemente de origem externa.

Werneck,¹³ em pesquisas sobre os 20 maiores grupos das empresas estatais produtivas - responsáveis por 95,1% das receitas operacionais das empresas, como tal consideradas no orçamento SEST, e por 98,6% de seus investimentos - confirma, de forma preocupante, o grande avanço dos encargos financeiros na com-

12. LUNDBERG (1985).

13. WERNECK (1985).

posição de suas despesas correntes. Considerados em conjunto, os encargos teriam evoluído de 7,84%, em 1980, para 11,86%, em 1981, e 16,07%, no ano seguinte, para atingir 16,61%, em 1983. Vistos isoladamente, alguns grupos encontravam-se em uma situação ainda mais crítica e preocupante. O Grupo Siderbrás teve seus encargos financeiros aumentados de 9,7%, em 1980, para 34,6%, em 1983. O Grupo Eletrobrás de 26,23 para 52,29%, no mesmo período. A comparação entre 1980 e 1983 não deixa dúvidas sobre a deterioração das finanças das empresas estatais produtivas: no primeiro ano apenas quatro grupos tinham encargos financeiros que representavam mais de 20% de suas despesas correntes: Siderbrás, Telebrás, Nuclebrás e Infraero. Em 1983, dez grupos tinham encargos financeiros superiores a 20% de suas despesas correntes, sendo que cinco haviam ultrapassado os 30% e em três - Eletrobrás, Nuclebrás e Infraero - estes encargos já superavam os 50%.

Nesse quadro de profunda deterioração de sua situação financeira, as empresas estatais tornaram-se crescentemente incapazes de honrar seus compromissos externos e começaram a lançar mão, de forma rotineira, de transferência da responsabilidade de seus pagamentos para as autoridades monetárias e para o Tesouro, escudadas no Aviso GB-588, que expressa o aval do último às suas dívidas. Além desse, outros instrumentos - o Empréstimo-Ponte MF-30, mais tarde MF-09 - que transfere para o Banco do Brasil a responsabilidade pelo pagamento da dívida externa até que a entidade pública - empresa, autarquia, tesouro estadual ou municipal - consiga negociar os recursos para resgatá-la, passaram, especialmente a partir de 1983, a serem utilizados também de forma crescente.

Embora esses mecanismos não configurem desembolso do Tesouro a fundo perdido - os empréstimos-ponte são supostamente temporários - é inequívoco que passaram a pressionar fortemente as contas das autoridades monetárias e do Tesouro e, portanto, o seu desequilíbrio financeiro, especialmente a partir de 1983 quando são firmados acordos com o FMI e exaurem-se as fontes externas de recursos.

Essa deterioração da situação financeira do setor público e esse “imbróglío” das contas governamentais, se bem revelassem de forma inequívoca seu potencial desequilibrador da economia e mesmo o esgotamento do padrão de financiamento do setor público, não eram suficientemente transparentes e não apareciam, em toda a sua dimensão, nos resultados apresentados pelo Governo. Isto porque, até 1982, com as autoridades econômicas utilizando-se de um conceito do déficti destituído de significado econômico e restrito ao setor público federal não-financeiro, obliterava-se a amplitude de seus desequilíbrios.¹⁴

14. OLIVEIRA (1986).

Esses somente começaram a tornar-se mais transparentes a partir de 1983, quando foram estabelecidos os acordos com o FMI e uma nova metodologia para a mensuração do déficit público entrou em cena sob a forma de Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP). Ademais, a crise da dívida de 1982, ao provocar a exaustão das linhas de recursos externos com os quais o Estado vinha cobrindo parcela expressiva de seu déficit, compeliu-o a se voltar exclusivamente para as fontes internas de financiamento, via emissão maciça de títulos da dívida pública - inclusive para honrar os compromissos externos de sua responsabilidade - e para o imposto inflacionário.

5. A CRISE DA DÍVIDA EXTERNA E A CRISE FISCAL

O Quadro 2 mostra a evolução do déficit do setor público medido no conceito operacional (inclusive encargos externos do Banco Central) desde o ano de 1983. Sua persistência em patamares elevados constitui a manifestação mais concreta do esgotamento do padrão de financiamento do setor público, que se rompeu, de vez, com a crise da dívida em 1982 e com o aprofundamento do processo de estatização da dívida externa nos Anos 80. A necessidade de honrar seus compromissos externos, sem contar com aportes de dinheiro “novo” dos credores, levaria o Governo Central (autoridades monetárias e Governo Federal) a financiar-se internamente através da emissão primária de moeda e da colocação de títulos da dívida pública. Este processo, conhecido como de substituição da dívida externa pela dívida interna, tem sido o principal responsável pelo desequilíbrio financeiro do Governo e pela perda de autonomia da política monetária.¹⁵ Expliquemos melhor essa questão.

QUADRO 2

DÉFICIT GLOBAL DO SETOR PÚBLICO
- CONCEITO OPERACIONAL -

ANO	DÉFICIT COMO % DO PIB
1983	4,4
1984	3,1
1985	4,3
1986	3,6
1987	5,5
1988	4,3

FONTE: DEPEC/BACEN.

15. CAVALCANTI (1988).

Um dos pilares do padrão de financiamento da economia (e do setor público), os empréstimos externos fluíram para o País até o final dos Anos 70, de forma a permitir a cobertura de seus déficits comerciais e o pagamento de juros de sua dívida externa.

Todavia, a partir do final da década, contrai-se o financiamento externo, exigindo que parcela dos compromissos externos do Governo Central fossem honrados com a redução das reservas internacionais e com o aumento real da dívida privada externa. De fato, as reservas do País que haviam atingido US\$ 12 bilhões, em dezembro de 1978, reduziram-se para US\$ 3,5 bilhões em 1982.¹⁶

A este movimento de retração dos recursos externos contrapõe-se, à época, um aumento brutal dos juros internacionais provocado pela política monetária restritiva implementada pelos EUA. Diante disso, o setor privado, utilizando-se de mecanismos criados em meados da Década dos 70 (Circular 230 e Resolução 432) transfere para as autoridades monetárias a responsabilidade por parcela de sua dívida externa realizando no Banco Central depósitos que são registrados em moeda estrangeira, o que aprofunda o processo de estatização da dívida iniciado nos Anos 70. Com juros crescentes em relação aos empréstimos externos e com a maior parcela da dívida sob sua responsabilidade, o Governo Federal e BACEN conseguiram honrar o pagamento dos compromissos externos, até 1983, complementando a entrada de recursos externos com a redução das reservas internacionais e com os depósitos registrados em moeda estrangeira efetuados pelo setor privado.¹⁷

A partir de 1983, entretanto, dada a forma assumida pelo processo de renegociação da dívida externa, comandado pelas autoridades monetárias, aprofunda-se a sua estatização com a criação dos depósitos de projeto. Através destes, os setores privado e público transferem a sua dívida para as autoridades monetárias, realizando depósitos em moeda doméstica no Banco Central, que se transforma no agente responsável pelo seu pagamento. Com isso, a dívida de responsabilidade do setor público rapidamente ultrapassaria a casa dos 80% do total da dívida externa, cabendo 50% dessas obrigações ao Governo Federal e Banco Central. Enquanto existia um fluxo de recursos externos, que garantia o pagamento de seus encargos (juros e amortizações), a questão para as finanças públicas não se colocava. Todavia como, a partir de 1983, somente a rolagem do principal passou a ser garantida pelos credores, surgiu a necessidade de se encontrar novas formas de financiamento para os juros. E aí a questão da dívida externa mostrou toda a sua gravidade para as finanças públicas.

16. BONTEMPO (1988).

17. BONTEMPO (1988).

A opção feita pelo País diante da exaustão das fontes externas de recursos foi, como se sabe, o ajustamento da economia com o objetivo de gerar expressivos saldos na balança comercial para o pagamento dos juros. Exitoso, o ajustamento logrou resultados positivos do lado externo, mas acarretou, em contrapartida, um profundo desequilíbrio das finanças internas, substituindo o problema cambial por uma crise fiscal. Isto porque, sendo o setor privado superavitário nas relações externas, e o setor público o grande devedor, a este não restou outra alternativa senão a de financiar-se internamente para honrar os compromissos externos através da base monetária, colocação de títulos da dívida pública, ampliação de seu passivo externo (DRME e depósitos de projetos) e, mais recentemente, através dos depósitos das Sociedades Brasileiras de Poupança e Empréstimo (SBPE) e depósitos dos exportadores via Resolução 1208, de 1985, no Banco Central. O resultado disso tem sido, nos Anos 80, uma brutal elevação da dívida interna líquida do setor público, com a dívida mobiliária federal assumindo crescente importância no seu total.¹⁸

Neste processo, a dívida líquida do setor público, que, em 1982, correspondia a 29% do PIB, acabaria atingindo, em 1983, o nível de 45%, mantendo-se sempre em patamares próximos aos 50%, a partir de 1984. Por seu turno, a dívida interna, que, em 1983, representava 36% da dívida total evoluiu para 40%, em 1987, e 45%, em 1988, confirmando o processo de substituição da dívida externa pela interna. A dívida mobiliária federal, que se transformou no principal mecanismo de financiamento do setor público, após 1982, apresentaria trajetória semelhante: tendo representado 11% do PIB, em 1982, o seu total médio (no qual se inclui a Carteira de Títulos do BACEN) atinge, também como proporção do PIB, 23,6%, em 1986, recuando para 18,7%, em 1987, e voltando a situar-se em torno de 20%, em 1988. Já a dívida junto ao público evoluiu de 6,8% do PIB, em 1982, para 9,4%, em 1986, superando a casa dos 11%, em 1987-88.¹⁹

São os encargos desse crescente endividamento os principais responsáveis pela geração dos magníficos déficits do setor público e pelas dificuldades de equacionamento das contas governamentais, dado o seu caráter estrutural. As estimativas realizadas por Rodrigues Alves sobre os encargos financeiros decorrentes deste estoque de obrigações - nelas também incluídos os depósitos dos exportadores (Resolução 1208), do Sistema Financeiro Habitacional (SFH) e os resultados dos Avisos MF-20 - mostram bem a sua importância no dese-

18. TEIXEIRA, BIASOTO Jr. (1988).

19. Esses números, que constam do trabalho de TEIXEIRA, BIASOTO Jr. (1988), foram obtidos tomando-se os saldos da dívida em dezembro e multiplicando-os pelo coeficiente dado pela divisão da média geométrica das OTN pela OTN de dezembro, para neutralizar o efeito da correção monetária.

quilíbrio financeiro do setor público.²⁰ Os resultados por ele obtidos encontram-se dispostos no Quadro 3 e confrontados com o déficit operacional do setor público registrado nos anos em tela.

QUADRO 3
ENCARGOS FINANCEIROS DO SETOR PÚBLICO
(% do PIB)
(Estimativas)

ANO	CUSTOS DÍVIDA			Déficit Público D	CUSTOS DÍVIDA/DÉFICIT		
	Interna A	Externa B	Total C		Interna A/D	Externa B/D	Total C/D
1983	3,01	3,70	6,71	4,4	0,68	0,84	1,52
1984	3,30	3,89	7,19	3,1	1,06	1,26	2,32
1985	3,44	3,47	6,91	4,3	0,80	0,81	1,61
1986	2,23	2,89	5,12	3,7	0,60	0,78	1,38
1987	2,17	2,62	4,79	5,5	0,39	0,48	0,87
1988	2,88	2,85	5,73	4,3	0,67	0,66	1,33

FONTES: ALVES (1989).

Como se percebe, à exceção do ano de 1987, os encargos da dívida superaram, entre 1983-88, os déficits gerados pelo setor público. Vale notar que entre 1983-87 - à exceção de 1985 - os custos do endividamento externo estiveram em torno de 55-60% dos custos totais do endividamento. Em 1985, devido à política de juros reais elevados, os encargos da dívida interna se equipararam aos externos. Mas em 1986 e 1987, em virtude dos ganhos obtidos com os programas de estabilização (extinção da correção monetária e remonetização da economia), com a substituição das OTNs pelas LBCs e a queda da *libor*, os custos da dívida interna e externa reduziram-se sensivelmente, chegando, em 1987, inclusive, a serem inferiores ao déficit. Em compensação, à redução do componente financeiro do déficit, contrapôs-se, neste último ano, uma forte elevação dos gastos de natureza fiscal, que responderam por volta de 15% do déficit. Em 1988, dada a evolução do estoque da dívida interna e a política de juros altos, os custos do endividamento voltam a ser superiores ao déficit, com os encargos internos sobrepondo-se, pela primeira vez na década, aos externos.²¹ Essa evolução do estoque e dos encargos

20. ALVES (1989).

21. TEIXEIRA, E., BIASOTO Jr. (1989).

da dívida pública, especialmente da de origem interna, revela as crescentes dificuldades que têm se colocado para o financiamento do déficit e para a estabilidade da economia. Explica-se a razão.

Ironicamente, se não bastasse a inexistência de recursos externos, têm se fragilizado no processo as fontes internas de financiamento público. A carga tributária bruta, em virtude da desaceleração da economia e do estreitamento da base de tributação com o peso crescente das exportações e da agricultura na geração do produto interno, e, ainda, com a aceleração inflacionária, tem regredido para níveis equivalentes aos atingidos antes da reforma de 1966. A carga líquida, com o crescente aumento dos juros da dívida interna, tem se situado em patamares ínfimos, insuficientes para garantir níveis mínimos de consumo e de investimento público.

As empresas estatais, em que pesem os planos de recuperação elaborados e demarrados para os setores siderúrgico e elétrico, continuam tendo seus preços e tarifas manipulados pelos gestores da política econômica para a obtenção de resultados anti-inflacionários de curto prazo, o que as impede de melhorar a sua capacidade de autofinanciamento e de reduzir suas pressões sobre o Tesouro.

Nessa situação, e na ausência de linhas externas de recursos, a forma de financiamento do setor público torna-se indiscutivelmente problemática e instabilizadora. Isto porque, ao ter de recorrer ao endividamento interno para cobrir suas necessidades - via emissão de moeda e colocação de títulos no mercado - o Governo termina alimentando o processo inflacionário. Em relação à emissão de base, porque numa economia altamente indexada como a brasileira tornam-se inócuas as tentativas do Governo de financiar-se via imposto inflacionário, em virtude dos mecanismos que possuem os agentes econômicos para defenderem seus rendimentos da inflação. Em relação aos títulos públicos, dado o temor que o tamanho da dívida tem despertado junto aos agentes econômicos, exigindo crescentes e elevadas remunerações para viabilizar a sua colocação. Nessa situação, torna-se necessário um profundo ajuste fiscal, que não se restrinja a equacionar os fluxos de recursos, mas que enfrente também o problema dos estoques das dívidas externa e interna. Porque, sem isso, sequer a política monetária conseguirá eficácia. É o que se discute em seguida.

6. DÍVIDA EXTERNA, CRISE FISCAL E POLÍTICA MONETÁRIA

Para entender a problemática atual de política monetária no Brasil convém averiguar, inicialmente, as contas de balanço das autoridades monetárias,

que se encontram dispostas no Quadro 4. Como se percebe, suas contas ativas compõem-se de reservas externas e de um conjunto de aplicações realizadas junto aos setores público e privado. Entre estas cabe destacar, na rubrica "Suprimentos ao Banco do Brasil", os dispêndios realizados com a consolidação de dívidas de empresas estatais e com os empréstimos-ponte para o setor público oriundos de sua incapacidade de honrar os seus compromissos externos. Nas contas passivas, identificam-se fontes de financiamento dessas aplicações. Entre as que integram o passivo não-monetário incluem-se as obrigações externas - com destaque para os depósitos de projetos vinculados à renegociação da dívida - e os depósitos diversos, que abrigam os DRME, os vinculados às Cadernetas de Poupança (SBPE), os oriundos do DL 1208 (exportadores) etc. A indagação que se faz é: por que essa estrutura compromete a execução da política monetária e onde reside o seu principal nó?

QUADRO 4
BANCO CENTRAL: CONTAS DE BALANÇO

Ativo	Passivo
1. Crédito a Instituições Financeiras	1. Passivo Monetário . papel moeda . reservas bancárias
2. Adiantamentos a Fundos Programas	2. Recursos de Fundos Programas
3. Operações com o Tesouro Nacional	3. Depósitos diversos . DRME . Emp. Compulsório (DL 2288) . SBPE . SFH . Dep. Exportadores (DL 1208)
4. Suprimentos ao Banco do Brasil . Crédito rural . Estoques reguladores . Consolidação de dívidas de empresas estatais . Empréstimos-ponte (Aviso MF-030)	4. Obrigações Externas . Clube de Paris . Bônus . Dep. Organismos Internacionais . Outros
5. Operações Especiais com o setor público	5. Letras do Banco Central (LBC)
6. Haveres Externos . Ouro . Moeda estrangeira . Outros	6. Outros
7. Outros	

Antes de responder a essa pergunta, consideremos a natureza das operações realizadas pelas autoridades monetárias. Em relação ao setor externo, suas atividades não mais se restringem à compra/venda de cambiais decorrentes do movimento de exportação/importação e da demanda de divisas para a liquidação de compromissos externos dos setores público e privado. Este papel encontra-se ampliado não somente pelos depósitos registrados em moeda estrangeira (DRME) e os vinculados aos contratos de câmbio (DL 1208), que o Banco Central passou a receber, mas principalmente pela responsabilidade que esse assumiu no processo de renegociação da dívida externa brasileira a partir de 1983. Como comandante do processo, passou ele a receber depósitos em moeda nacional dos projetos da dívida que estavam sendo renegociados, transformando-se no seu devedor junto aos credores externos.

Em relação às suas operações internas com o setor privado, o quadro também foi alterado. Além das operações tradicionais (redesconto, execução de programas por conta do Tesouro etc.) somaram-se, com vistas a atender a demanda de setores que atravessavam dificuldades conjunturais para a colocação de seus recursos (SBPE, SFH etc.) - e também para ampliar suas fontes de financiamento -, os depósitos que a eles passaram a ser permitidos realizar no BACEN e ainda os empréstimos incidentes sobre os combustíveis e veículos (DL 2288). No tocante ao setor público, também ampliaram-se as operações por conta do Tesouro, principalmente para a cobertura de compromissos externos não honrados por seus segmentos - empresas estatais, autarquias, estados, municípios etc. - com a concessão de empréstimos-ponte (Aviso MF-30 e sucessores).

O que precede indica que as autoridades monetárias ampliaram, diversificando, tanto suas aplicações quanto suas fontes de financiamento, à medida que minguaram as fontes de recursos - especialmente as de origem externas - para o financiamento do setor público. O instrumento que permite uma melhor leitura da amplitude de suas operações atuais corresponde às "Necessidades de Financiamentos do Banco Central" (NFBC), que é, com pequenas diferenças, o antigo Déficit de Caixa das Autoridades Monetárias. Através dele torna-se possível identificar tanto a origem das principais pressões por recursos que estão sendo exercidas, bem como identificar as fontes que têm sido utilizadas para atendê-las.

No Quadro 5 encontram-se retratadas as Necessidades de Financiamento do Banco Central para o período 1984-87. De seu exame constata-se que, no Biênio 1984-85, foram fortes as pressões por recursos junto ao Banco Central, tanto por parte do setor público como, em menor grau, por parte do setor privado. Com isso, as NFBC superaram ligeiramente a casa dos 6% do PIB com o setor público financiando a totalidade de suas necessidades de recursos junto à instituição. No Biênio 1986-87, enquanto o setor público continua financiando a maior

parte de suas necessidades de recursos no BACEN, o setor privado passa à condição superavitária nas relações financeiras com o mesmo. Como, e por que isso ocorre?

QUADRO 5
NECESSIDADE DE FINANCIAMENTO DO BANCO CENTRAL
1984-1987

(Cz\$ MIL)

	1984		1985		1986		1987	
	Val	% do PIB	Val	% do PIB	Val	% do PIB	Val	% do PIB
A. Setor Público N. Financ.	12.549	3,23	65.362	4,65	132.528	3,60	595.877	4,84
B. Setor Privado	10.754	2,77	21.592	1,54	-62.957	-1,71	-17.450	-0,14
Operações Externas	-2.058	-0,53	-12.818	-0,91	-82.490	-2,24	20.976	0,17
Saques do DRME	3.072	0,79	5.918	0,42	25.466	0,69	59.361	0,48
Outras oper. externas	5.130	-1,32	-18.736	-1,33	-107.956	-2,93	-38.385	-0,31
Operações internas	8.696	2,24	34.410	2,45	19.533	0,53	-38.426	-0,31
Suprimentos ao B. Brasil	2.798	0,72	22.731	1,62	21.724	0,59	74.348	0,60
Crédito rural	-	-	-	-	8.445	0,23	64.690	0,53
Suprimentos	-	-	-	-	16.314	0,44	123.834	1,01
Subsídios implícitos	-	-	-	-	-7.869	-0,21	-59.144	-0,48
Não específicos	2.798	0,72	22.731	1,62	13.279	0,36	9.658	0,06
Fundos e progr. (financ.)	2.068	0,53	11.997	0,85	18.504	0,50	72.222	0,59
Compulsórios s/comb. e veic.	-	-	-	-	-13.754	-0,37	-43.819	-0,36
Compra de ouro	748	0,19	1.470	0,10	3.331	0,09	21.523	0,17
Empréstimo de liquidez	3.734	0,96	1.571	0,11	4.503	0,12	-56.111	-0,46
Depósitos vincul. ao SBPE	-	-	-	-	-6.579	-0,18	-187.686	-1,53
Emp. a micros e peq. empres.	-	-	-	-	-	-	19.529	0,16
Subscrição de obrig. do FND	-	-	-	-	-	-	66.399	0,54
Compulsório s/desp. a prazo	-	-	-	-	-	-	8.507	0,07
Outras operações	3.464	0,89	-3.359	-0,24	-8.196	-0,22	-13.338	-0,11
C. Total	23.303	6,01	86.954	6,18	69.571	1,89	578.427	4,70
Base Monetária	9.230	2,38	32.743	2,33	133.427	3,62	324.637	2,64
Colocação LÍq. de Títulos	14.073	3,63	54.211	3,86	-63.056	-1,73	253.790	2,06
Captação líq. de recursos	9.831	2,53	30.591	2,18	-92.530	-2,51	217.045	1,76
Custo da div. mobiliária	4.242	1,09	23.620	1,68	28.674	0,78	36.745	0,30

FONTE: TEIXEIRA, BIASOTO Jr. (1988).

Nos Anos 1984-85 as pressões por recursos exercidas pelo setor privado junto ao BACEN originaram-se de operações internas com ele realizadas pela instituição e do movimento de saques dos DRME. As operações externas mantidas com o setor tiveram um comportamento contracionista, reduzindo as NFBC. Isto se explica pelo crescimento dos depósitos de projeto - transformados em fonte de financiamento do BACEN - que compensou a variação positiva das reservas externas - resultado dos superávits obtidos na balança comercial - e os saques realizados nos DRME.

Nos Anos 1986-87 o resultado das operações do setor privado com o BACEN tornou-se contracionista, reduzindo as NFBC. Nas operações externas, os saques dos DRME continuam expansionistas em 1986 e 1987, sendo mais que compensados, no primeiro ano, pela redução das reservas ocorridas e pelos depósitos de projetos. Já em 1987 elas seriam ligeiramente expansionistas (0,17% do PIB) porque, estabilizado o nível de reservas, os depósitos de projetos não foram suficientes para compensar o movimento dos DRME. Em compensação, nas operações internas com o setor privado realizadas no biênio, o resultado foi altamente favorável para as NFBC. Isto porque à redução dos créditos do Banco do Brasil ao setor e dos empréstimos de liquidez às instituições financeiras, três novas fontes de recursos entraram em cena para o BACEN: os depósitos vinculados às SBPE, o compulsório sobre combustíveis e veículos e os depósitos dos exportadores (Resolução 1208).

Apesar do desempenho favorável para as NFBC das operações do setor privado com o BACEN, ainda assim ele teve de recorrer, de forma expressiva, aos canais tradicionais de financiamento, que são acionados sempre que as suas aplicações superam os recursos disponíveis: a base monetária e a colocação de títulos da dívida pública no mercado. Em 1987, foi emitida base correspondente a 2,64% do PIB, enquanto o volume de títulos colocados no mercado alcançou 2,06%, também do PIB. Isto, para financiar o setor público não-financeiro, cujo déficit, anualmente gerado, origina-se, como visto, principalmente dos encargos relativos às dívidas interna e externa. Nunca é demais repisar que sem as novas fontes de financiamento surgidas - SBPE, compulsório sobre combustíveis, depósitos de projetos etc. - as NFBC seriam superiores, o que exigiria maior emissão da base monetária e colocação de títulos no mercado com todos os impactos inflacionários que essas fontes provocam no contexto atual da economia brasileira.

Todavia, se a estrutura tem contribuído para reduzir as necessidades de utilização das formas clássicas de financiamento do BACEN - emissão de base e colocação de títulos - ela não só torna altamente instável como compromete a execução de política monetária. Essa a pergunta levantada no início dessa seção, que, somente agora, estamos em condições de responder. Para tanto, analisemos o Quadro 6, onde estão dispostos os principais fatores condicionais (expansão/contração) da base monetária em 1988.

Como se percebe, foram as operações com o setor externo as que predominantemente explicaram a expansão da base monetária no ano. Isto se deve ao impacto gerado pelos megasuperávits obtidos na balança comercial, aos saques nos DRME e dos exportadores (Resolução 1208) e também ao processo de conversão da dívida em investimento. Somente o expressivo volume de depósito de projetos realizado no ano impediu uma maior expansão da base.

QUADRO 6

PRINCIPAIS FATORES CONDICIONANTES DA BASE MONETÁRIA
(+) Expansão - (-) Contração

(Fluxos em NCz\$ mil)

Item	1988
1. Operações do Setor Externo	1.366.601
. Depósitos Vinculados a contratos de Câmbio (Res. 1208)	997.259
. Conversão de Dívida em Investimento	607.396
. Depósito de Projetos	-1.857.576
. Demais Contas (1)	1.619.522
2. Depósitos Vinculados a Caderneta de Poupança	851.947
3. Saques de Depósitos de Microempresas	66.422
4. Operações do Banco Central c/títulos federais	2.899.440
5. Dep. Comp. Vinc. Operações Crédito Rural	343
6. Assistência Financeira de Liquidez	-175.402
7. Empréstimo Compulsório s/combustíveis e lubrificantes (DL 2288)	-256.395
8. Recursos do Tesouro Nacional	-1.662.724
. Execução Financeira - Déficit do O.G.U.	4.992.326
. Financiamento - Operações de Crédito	-7.083.437
. Defasagem contábil(2)	428.387
9. Outras Contas	43.389
BASE MONETÁRIA	3.133.621
Papel-moeda em circulação	2.012.851
Reservas Bancárias	1.120.770

FONTE: BACEN. Brasil Programa Econômico, Brasília, vol 20, março 1989.

NOTAS: (1) Inclui contas cambiais, depósitos registrados em moedas estrangeiras, etc.

(2) Defasagem entre os dados da Secretaria do Tesouro Nacional e os registros contábeis do Banco Central.

Em relação às operações internas, os saques realizados pelos agentes do SBPE foram expansionistas, assim como os das microempresas. Em contrapartida, os empréstimos compulsórios continuaram tendo um papel contracionista e também os retornos dos empréstimos de liquidez. Nesse aspecto, os recursos do Tesouro teriam contribuído para reduzir as exigências de expansão da base devido às operações de crédito realizadas em nível bastante superior às necessidades de cobertura do déficit do Orçamento Geral da União (OGU). Por que essa estrutura dificulta a execução da política monetária?

Consideremos as operações do setor externo. É evidente que ali se encontram vários fatores que pressionam a base monetária. Um é derivado da absorção dos superávits comerciais. Outro do movimento de saques dos DRME. Também os depósitos dos exportadores foram expressivamente expansionistas no período, muito devido à extinção desse mecanismo a partir de agosto de 1988. O processo de conversão da dívida surge como mais um novo fator expansionista da base. Somente os depósitos de projeto têm contribuído para atenuar os impactos monetários dos demais fatores. Isso, entretanto, pode estar comprometido, por algumas importantes razões. Para continuar honrando o pagamento dos juros externos, os megasuperávits na balança comercial terão de continuar sendo obtidos e, sua monetização, continuará exercendo pressões sobre os recursos das autoridades monetárias. Em relação aos DRME, seu movimento de saques/depósitos oscila ao sabor das vicissitudes da política cambial, das taxas de juros interna e externa, sem que o Banco Central tenha controle sobre o mesmo. No tocante ao processo de conversão da dívida, sua manutenção consta do último acordo fechado pelo País com os credores externos e não pode, portanto, ser descartada. Já os depósitos de projetos, que têm sido contracionistas, podem ter seu papel reduzido com a retomada dos reempréstimos (*relending*) desses recursos, conforme o que também foi acordado com os bancos privados e que só foi postergado para o final de 1989 devido às negociações realizadas para implementação do Plano Verão. O controle do Banco Central sobre a base monetária é, nessa situação, indiscutivelmente precário, com as operações com o setor externo podendo criar condições concretas para a sua explosão que pode vir acompanhada de um derrame de títulos de dívida pública.

Essa pressão por recursos poderia ser contrabalançada caso as operações internas fossem contracionistas. Todavia, não somente o Governo continua gerando magníficos déficits, como algumas fontes internas de financiamento - SBPE, por exemplo, são altamente instáveis por balizarem seu comportamento de saques/depósitos de acordo com as expectativas de seus agentes em relação aos rumos da economia brasileira. Com isso, é natural que as autoridades monetárias sejam surpreendidas por movimentos contrários aos pretendidos para a obtenção de suas metas. Na verdade, essas fontes heterodoxas de financiamento das

autoridades monetárias somente não seriam problemáticas para a política monetária caso fossem estabelecidos prazos de carência para o movimento de saques dessas contas que, considerados na programação monetária, não inviabilizassem as metas estabelecidas.²²

7. CONCLUSÃO

Como é fácil perceber, a política monetária também teria perdido, com o problemático processo de financiamento do setor público e com as exigências para honrar os compromissos de uma dívida externa estatizada, sua capacidade de exercer algum controle efetivo sobre os agregados monetários. Na questão, portanto, do financiamento do setor público e da dívida externa residem os seus principais nós. Equacioná-los é vital para que se retome o seu manejo e ainda para que possam ser trilhados os caminhos da estabilidade e do crescimento. Os que propõem a execução de uma política monetária austera, sem que se realize um profundo ajuste fiscal e se enfrente o problema da dívida externa, de duas uma: ou agem com má fé, ou desconhecem inteiramente a dimensão dos problemas econômicos em que se encontram mergulhados o setor público e a sociedade brasileira.

22. Em 1989, apesar da suspensão/desativação de algumas dessas contas, as pressões oriundas do setor externo continuaram exercendo um papel altamente instabilizador da política monetária.

BIBLIOGRAFIA

- AFONSO, José Roberto Rodrigues. *A empresa estatal produtiva no Brasil : um instrumento de política econômica de curto prazo e uma abordagem setorial dos principais grupos*. Brasília : [s.n.], 1985. (mimeo).
- ALVES, S. Rodrigues. *O plano verão, o déficit público e o setor financeiro*. São Paulo : [s.n.], 1989. (mimeo).
- BIASOTO Jr., G. Dívida externa e desequilíbrio financeiro no setor público. *Análise & Conjuntura*. Belo Horizonte : Fundação João Pinheiro, v. 2, n. 1, p. 25-39, jan./abr. 1987.
- BONTEMPO, H. C. *Transferências externas e financiamento do governo federal e autoridades monetárias*. São Paulo : ESP/ FUNDAP, 1988. (Texto para discussão ; 17).
- CAVALCANTI, C. B. *Transferência de recursos ao exterior e substituição da dívida externa por dívida interna*. Rio de Janeiro : BNDES, 1988.
- CRUZ, Paulo Davidoff. *Dívida externa e política econômica*. São Paulo : Brasiliense, 1984.
- FAGNANI, E., BRAGA, J. C., BARROS SILVA, P. L. *Recessão e financiamento das políticas sociais*. São Paulo : IESP/FUNDAP, 1986. (Texto para discussão ; 7).
- LARA RESENDE, A. A política brasileira de estabilização : 1963/68. *Pesquisa e Planejamento Econômico*. Rio de Janeiro : IPEA/INPES, v. 12, n. 3, p. 757-806, dez. 1982.
- LUNDBERG, Eduardo Luis. O orçamento monetário e a socialização dos prejuízos da crise cambial. *Revista de Economia Política*. São Paulo : Brasiliense, v. 5, n. 1, p. 148-153, jan./mar. 1985.
- OLIVEIRA, Fabrício Augusto de. *A crise do sistema fiscal brasileiro (1965-1983)*. Campinas : UNICAMP, 1985. 293p. (Tese doutorado) - Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Filosofia.
- . A questão do déficit público no Brasil. *Análise & Conjuntura*. Belo Horizonte : Fundação João Pinheiro, v. 1, n. 1, p. 201-214, jan./abr. 1986.
- PAULA, Tomás Bruginshi de. *Estrutura e evolução das contas fiscais*. São Paulo : FUNDAP, 1987.

- PEREIRA, L. C. Bresser. Mudanças no padrão de financiamento de investimento no Brasil. *Revista de Economia Política*. São Paulo : Brasiliense, v. 8, n. 4, p. 5-22, out./dez. 1987. T
- TEIXEIRA, E., BIASOTO Jr., G. *Setor público nos anos oitenta : desequilíbrios e ruptura do padrão de financiamento*. Campinas : CECON/IE/UNICAMP, 1988. 115p. (Estudo especial).
- WERNECK, R. L. F. Uma análise do financiamento e dos investimentos das empresas estatais federais no Brasil : 1980-83. *Revista Brasileira de Economia*. Rio de Janeiro : FGV, v. 39, n. 1, p. 3-26, jan./mar. 1985.
- . Empresas estatais, controle de preços e contenção de importações. *Revista Brasileira de Economia*. Rio de Janeiro: FGV, v. 40, n. 1, p. 37-62, jan./mar. 1986.