

# VULNERABILIDADE EXTERNA E ENDIVIDAMENTO INTERNO:

**uma interpretação keynesiana sobre  
as origens da dívida interna brasileira**

*Carlos Alberto Lanzarini Casa<sup>1</sup>*

## **Resumo**

A associação entre vulnerabilidade externa e endividamento interno, dentro de uma perspectiva keynesiana para o caso da dívida interna brasileira, origina-se das comparações entre as análises de Keynes sobre a crise alemã dos anos 20 e os processos de endividamento externo e interno brasileiro nos anos 80 e 90. Daí a constatação da relação direta entre desequilíbrio interno oriundo de um desequilíbrio externo, conforme afirmado por Keynes. O mecanismo de transmissão desse processo, no caso brasileiro, correspondeu às operações de esterilização, um instrumento da política monetária, cuja prática se dava através de elevadas taxas de juros. A eclosão, nessas décadas, das crises agudas de vulnerabilidade externa estratificou-se como o retrato do estrangulamento das finanças públicas proveniente da incidência cumulativa de juros sobre a rolagem da dívida interna, independente de qualquer motivação concreta de alguma suposta expansão fiscal primária.

**Palavras-chave:** vulnerabilidade externa, política monetária, dívida interna.

---

<sup>1</sup> Professor da Universidade Federal do Pampa e Doutorando em Economia do Desenvolvimento pelo PPGE-UFRGS. E-mail: carloslanzarini@terra.com.br

## Abstract

The association between external vulnerability and internal debt, especially for the Brazilian case, comes from the comparisons around the Keynes's analysis about German crisis in the decade of 20 to the Brazilian external and internal debt processes, observed in the decades of 80 and 90. It's possible to realize a direct connection between internal disequilibrium to a previous external disequilibrium as Keynes affirmed in his theory. The transmission mechanism of that process was the sterilization policy, an instrumental that belongs to the monetary policy which was practiced under high interest rates in times that was also faced a high level of external vulnerability. The significance of the internal federal debt in the decades of 80 and 90, accumulated in short periods, is the obstruction of the public financial without any reason from any public project of investment, but it was caused by the fast increasing of the expenses of real interests. Those expenses were responsible for the constraints of the public budget.

**Key-words:** external vulnerability, monetary policy, internal federal debt.

Classificação **JEL:** E42, F32, H69

## Introdução

A relação de causalidade entre as rotas de endividamento interno explosivo e as respectivas crises de vulnerabilidade externa tem a ver com o embasamento keynesiano a respeito da questão de que os desequilíbrios externos é que determinam os desequilíbrios internos, ao contrário da análise do mainstream. O papel das políticas de esterilização, durante as décadas de 80 e 90, insere-se em conjunturas marcadas pela exacerbação da necessidade de formação de reservas internacionais, motivadas pelas maiores crises de vulnerabilidade externa, vivenciadas pela economia brasileira, tanto durante a crise da dívida externa, na primeira metade dos anos 80, como no período pós-Plano Real, na segunda metade dos anos 90. A dívida interna, em tais momentos, representou a materialização interna desses desequilíbrios de ordem externa, caracterizando a deficiência histórica do balanço de pagamentos brasileiro, diante das crises internacionais, e desencadeando, de tal maneira, um represamento incomensurável da poupança pública face ao crescimento expressivo das despesas com juros reais.

## Teoria do balanço de pagamentos, a crise alemã e sua relevância para o caso brasileiro

A escola keynesiana guarda a tradição de analisar a questão das origens dos processos de endividamento público de forma distinta da teoria convencional. Baseando-se no pressuposto de que as razões pelas quais são determinados esses processos derivam de problemas estruturais concernentes ao balanço de pagamentos, e que se exacerbam em momentos de crise internacional, eclodindo em desequilíbrios internos.

Fato este, vivenciado de forma nítida em economias que apresentam alto grau de vulnerabilidade externa, dependentes de poupança externa como meio único para o fechamento das contas externas. Como exemplo, as economias latino-americanas durante a crise da dívida externa dos anos 80, e também, algumas destas mesmas economias, durante as sucessivas crises ocorridas ao longo da década de 90, com maior ênfase para o Brasil, o México e a Argentina.

A interpretação de crises internas como sendo resultados de abalos externos (sejam estas crises um processo de escalada inflacionária, sejam um descontrole sobre os níveis de endividamento público) vem sendo cristalizada, há décadas, pelos economistas keynesianos. A gênese desta concepção advém dos primeiros relatos de Keynes, a respeito das causas do processo de hiperinflação ocorrido na Alemanha, nos anos 20, conferindo o renome internacionalmente conhecido da Teoria do Balanço de Pagamentos. (MARQUES; REGO, 2002, p. 145) Esta interpretação fundamenta a inversão de causalidade entre desequilíbrio interno e desequilíbrio externo, no momento em que o déficit público por si só, independente de ser apenas primário, ou mesmo operacional, não exerce a responsabilidade absoluta pelos desequilíbrios no balanço de pagamentos e pelas consequentes desvalorizações da moeda doméstica.

A relação de causalidade tomou um novo formato a partir da constatação de que os pagamentos das reparações de guerra, acima da capacidade de pagamento da economia alemã, estavam gerando uma constante perda de divisas, impulsionando sucessivas desvalorizações do marco alemão e vindo a culminar numa aceleração inflacionária sem limites. O novo desenho da hegemonia internacional fora determinado após o término da 1ª Guerra, conforme o Tratado de Versalhes<sup>2</sup>, revigorando o peso das

<sup>2</sup> No Tratado de Versalhes, fora estipulado que no período de 1918 a 1931, a Alemanha deveria pagar um montante de £ 6,4 bilhões, o equivalente a 132 bilhões de marcos, sendo £ 1 bilhão até 1921. No entanto, a Alemanha transferiu 8 bilhões de marcos (£ 400 milhões) até maio de 1921, tendo

economias francesa e britânica e emergindo, então, uma nova potência mundial, os Estados Unidos. As retaliações e as reparações de guerra impostas à Alemanha pelos países vencedores do conflito mundial faziam parte de uma estratégia de reafirmação das rivalidades históricas da França e da Grã-Bretanha em relação à Alemanha. De acordo com a análise de Keynes, esse tratado continha uma enorme lista de cláusulas consideradas lesivas aos interesses alemães, que iam desde o tratamento da propriedade privada de cidadãos alemães nas ex-colônias e na Alsácia-Lorena, passando pela interferência na operação das ferrovias alemãs, e se estendendo até o volume de entregas de carvão à França. Keynes<sup>3</sup> questionou acertadamente as avaliações sobre os danos provocados pela guerra, que eram cerca de seis vezes maiores do que o razoável. Utilizando material de seus memorandos, quando ainda funcionário do Tesouro, teria estimado, a grosso modo, que os danos causados pelos alemães representavam £ 2 bilhões. (ABREU, 2002, p. 9)

Em 1931, foi decretada a moratória Hoover, que suspendeu o pagamento tanto de reparações quanto de dívidas interaliadas, após várias discussões que permearam a década de 20 quanto à questão do balanço de pagamentos, dada a restrição externa vivida pela Alemanha no pós-guerra. Sob a óptica do balanço de pagamentos havia dois problemas cruciais. O primeiro estaria relacionado à possibilidade de que o pagamento fosse efetivado ou não; o segundo problema tinha a ver com o impacto das reparações sobre os termos de troca do país pagador.

[...] Em um mundo de dois países, França e Alemanha, a renda da Alemanha diminuiria  $T$  com o pagamento das reparações, enquanto a renda da França aumentaria  $T$ . As importações cairiam na Alemanha (de  $mT$  onde  $m$  é a propensão marginal a importar da Alemanha) e cresceriam

na França (de  $m^*T$ , onde  $m^*$  é a propensão marginal a importar da França). O saldo comercial da Alemanha aumentaria  $m^*T + mT$ . Para que a transferência fosse integralmente efetivada seria necessário que  $T = m^*T + mT$ . Se  $T > m^*T + mT$  (ou seja,  $1 > m + m^*$ ), a transferência seria sub-efetuada, ou seja, os valores de  $m$  e  $m^*$  seriam insuficientes para assegurar que o valor total da transferência fosse efetuado, sendo necessária, a mobilização de recursos adicionais tais como transferências de ativos, redução de reservas, ou financiamento externo para assegurar o pagamento inicial de  $T$ . O segundo problema tinha a ver com o impacto das reparações sobre os termos de troca do país pagador. O pagamento inicial de reparações reduziria a demanda por importações na Alemanha em  $mT$ . Se  $m^*$  denota a propensão a gastar em importações na França,  $(1 - m^*)T$  denota a propensão a gastar em exportações naquele país. A França receberia  $T$  em reparações, portanto a sua oferta de exportações diminuiria em  $(1 - m^*)T$ . Se a demanda por importações na Alemanha tivesse caído menos do que a contração da oferta da França,  $mT < (1 - m^*)T$ , ou seja,  $m + m^* < 1$ , o preço das importações alemãs aumentariam, e os termos de troca da Alemanha deteriorar-se-iam. No famoso debate sobre as reparações, em 1929, enquanto Keynes acreditava que  $m + m^*$  era algo próximo de zero, Ohlin acreditava que era próximo de 1. Keynes era, portanto, pessimista quanto à possibilidade de que fosse viável transferir as reparações sem afetar desfavoravelmente os termos de intercâmbio. (ABREU, 2002, p. 13)

fechado o ano com o correspondente a 75% do total devido. O pagamento aquém das obrigações determinadas a partir de maio de 1921 desencadeou uma série de retaliações, sobretudo de ordem política, por parte dos países aliados, com destaque à invasão do Ruhr por tropas francesas e belgas em janeiro de 1923, justamente por conta do descumprimento dos pagamentos de forma integral. Os pagamentos totais da Alemanha entre 1918 e 1931 somaram 22,9 bilhões de marcos, cerca de £ 1,2 bilhão, representando apenas 17,3% das reparações fixadas inicialmente. Essa questão só fora parcialmente resolvida através da atuação de uma série de empréstimos externos concedidos pelos EUA, além da flexibilização de diversas cláusulas.

<sup>3</sup> "Até hoje existem controvérsias a respeito da análise de Keynes sobre a questão do pagamento das reparações de guerra, pois a discussão está centrada se Keynes com isso teria, ou não, ajudado não só a Alemanha a se reerguer após a 1ª Guerra Mundial. Como também teria dado bases técnicas para o fortalecimento do Estado Nazista nos anos 30, dado que o instrumental keynesiano de política econômica abrange o papel central do planejamento estatal, como forma de reestruturação de uma economia capitalista, independente da ideologia que estiver por detrás desse Estado". (GALBRAITH, 1997)

A lógica deste mecanismo consistia em descrever a questão da vulnerabilidade externa a qual se submetera a Alemanha em função do Tratado de Versalhes, ao sair da condição de potência emergente na Europa, no final do século XIX, para uma condição de país arrasado. A Alemanha tivera suas contas externas estranguladas, pois essas passaram a ser direcionadas ao pagamento de reparações de guerra, superiores à capacidade de pagamento, limitada ao fluxo do seu comércio internacional, ora debilitado por razões óbvias: desestruturação produtiva, represálias aos produtos alemães, entre outros.<sup>4</sup>

<sup>4</sup> A questão da vulnerabilidade externa está relacionada ao peso do comércio internacional de uma nação e ao respectivo grau de endividamento externo desta. Sobretudo na dependência de financiamento externo, dadas as restrições expostas no balanço de pagamentos das nações periféricas, ou mesmo de nações subjugadas a condições de inferioridade, como foi o caso da Alemanha pós-1918.

Os empréstimos norte-americanos passaram então a exercer um papel vital, na tentativa de se estabelecer um desfecho definitivo para esse impasse. De fato, entre 1925 e 1928, os empréstimos dos EUA à Alemanha superaram folgadoamente os pagamentos de reparações por parte da Alemanha. De uma forma indireta tornou-se concreta a ideia de Keynes que, de alguma forma, os EUA pagariam a conta. (ABREU, 2002, p.14) Com isto, ficou claro que, quem passa a exercer a hegemonia (nesse caso os EUA), acaba por assumir o ônus das nações fragilizadas e subjugadas, em razão desta mesma hegemonia, e de certo modo impondo a estas nações um processo permanente de endividamento e de monitoramento.

A associação entre a crise alemã dos anos 20 e 30 e as sucessivas crises dos países em desenvolvimento (com destaque para a América Latina), pode ser feita sob a perspectiva de que a questão da dependência de financiamento externo sempre foi, e continua sendo, uma característica intrínseca destas economias, apesar das transformações econômicas de ordem financeira e produtiva ocorridas nas últimas décadas. É exatamente neste ponto que se fundamenta a utilização da Teoria do Balanço de Pagamentos como meio de explicação para a origem de crises internas, sejam de endividamento, sejam de surto inflacionário advindas de máximas desvalorizações cambiais. O surgimento destes tipos de crises costuma ser nítido diante de crises internacionais como foi o caso dos choques do petróleo e dos juros, nos anos 70, e também diante da série de ataques especulativos às moedas dos países emergentes, nos anos 90.

Em ambas as situações, foi observado que a principal conta do ajuste internacional foi paga pelos países em desenvolvimento, nos anos 70 e 80, quando esses países passaram a ser exportadores líquidos de recursos em meio à crise da dívida externa. (BATISTA JR., 1988) O mesmo ocorreu nos anos 90, quando os ataques especulativos às moedas locais produziram uma subida vertiginosa das taxas de juros dessas economias, no intento de continuar atraindo capitais de curto prazo para a manutenção de um patamar básico de reservas. Esse foi o caso do Brasil, durante as crises mexicana de 1995, asiática em 1997 e russa em 1998, até ser finalmente forçado a liberar o câmbio no início de 1999, quando se tornou insustentável a manutenção artificial da taxa de câmbio, face à explicitação de um quadro incontrolável de déficit em conta corrente, sendo a desvalorização o único remédio para as contas externas no curto prazo.

---

Estes aspectos envolvem acima de tudo o papel de quais nações exercem a hegemonia internacional, e de como esta influencia diretamente a estrutura do balanço de pagamentos dessas nações devedoras.

## Vulnerabilidade externa e desequilíbrios internos

os exemplos de crises de balanço de pagamentos de nações em desenvolvimento, que provocaram desajustes internos em suas economias, vêm demonstrar a relevância da questão da hegemonia internacional e, sobretudo, da vulnerabilidade externa vivenciada por essas nações. O ajuste dos fluxos internacionais de capitais durante períodos de crise baseara-se no retorno de capitais (com destaque aos especulativos de curto prazo) para os mercados tradicionais, em função da elevação das taxas de juros destes mercados, e, como repercussão direta, da elevação ainda maior das taxas de juros nos mercados ditos emergentes. Constituinte agravante para as finanças públicas, dado que a remuneração paga aos títulos públicos costuma estar vinculada a essa taxa.

A origem do problema está na necessidade de captação de capitais externos, por várias razões, geralmente associadas à continuidade de projetos de desenvolvimento, como o exemplo do milagre econômico (1967-1973) e do II Plano Nacional de Desenvolvimento (1974-1979), ou à implantação de planos de estabilização como o Plano Real. Em ambos os casos, a formação prévia de reservas internacionais é a peça-chave por conta do fator “déficit em conta corrente do balanço de pagamentos”. Déficit este que é exatamente o principal efeito colateral de um processo de crescimento econômico, por razão ou do crescimento do consumo, sobrecarregando a balança comercial, ou do crescimento da renda líquida enviada ao exterior, sobrecarregando a balança de serviços. Define-se assim, a restrição externa, isto é, o limite para a captação de recursos externos que servirão de capitais compensatórios, como o limite ao crescimento econômico, tornando essas economias suscetíveis às oscilações internacionais, dado o respectivo grau de vulnerabilidade externa.

O conceito de vulnerabilidade externa define-se como a probabilidade de resistência a pressões, fatores desestabilizadores e choques externos; quanto mais baixa essa probabilidade, maior é a vulnerabilidade externa. A questão da vulnerabilidade externa não se restringe à capacidade de resistência. Há também os problemas referentes às opções e aos custos de se contrapor à influência das variáveis externas. A vulnerabilidade tem, então, duas dimensões igualmente importantes. (GONÇALVES, 2005, p.19) Desequilíbrios internos têm origem em desequilíbrios externos, pela justificativa de que as condições de deterioração do balanço de pagamentos acabam impondo uma condição de eterno devedor para o país que apresenta, de forma crônica, déficits em conta corrente no balanço

de pagamentos. A consequência mais grave das crises de balanço de pagamentos começa nas rodadas ininterruptas de desvalorizações cambiais, propagando-se sob a forma de inflação, e às vezes de hiperinflação. Os trabalhos de Keynes à época da crise alemã<sup>5</sup> frisavam a importância de se estabilizar a moeda local, o marco, por que, conforme Keynes, o equilíbrio orçamentário e o equilíbrio das contas externas não iriam ser alcançados de forma automática num ambiente em que a moeda perdia o valor real a cada dia. Keynes defendia que a taxa de câmbio nominal deveria ser transformada na variável essencial de ajuste. A taxa de câmbio nominal deveria ser fixada, e a partir daí os outros preços iriam gravitar ao redor deste novo vetor da economia, e aí sim é que se alcançaria o equilíbrio fiscal e externo.<sup>6</sup>

Neste ponto é que se observa com clareza a importância dos empréstimos norte-americanos, pois em conjunto à suspensão do pagamento das reparações é que se pôde constituir um colchão básico de reservas internacionais, as quais possibilitaram a estabilização do marco alemão, na posição defendida por Keynes, numa espécie de retorno ao padrão-ouro. No momento em que o mecanismo de contração automática de liquidez (conforme qualquer perda de divisas), aliado à prática de altas taxas internas de juros, viabilizaria o estabelecimento de uma ordem para os preços de maneira provisória.

Essa lógica baseava-se em atrair capitais de curto prazo em função do diferencial de juros em relação às demais economias.<sup>7</sup> No entanto, Keynes

<sup>5</sup> Neste período, Keynes escreveu diversos artigos sobre a crise alemã, mas a obra que mereceu destaque foi sem dúvida *As consequências econômicas da paz*, publicada em 1919, a qual relatava as consequências deixadas pelo Tratado de Versalhes, sobretudo na questão das reparações impostas à Alemanha, que propiciavam um desequilíbrio na correlação de forças na Europa em favor da Inglaterra e da França. Transformando-se, na verdade, no embrião de um novo conflito de proporções internacionais.

<sup>6</sup> “Para Keynes não interessava apenas as condições necessárias no médio, ou no longo prazo, mas, sobretudo, o processo de transição para a estabilidade e a sequência de medidas requeridas para sanear o marco. Primeiro, repetia ele, era preciso fixar a taxa de câmbio, sem o que não seria possível equilibrar nem o orçamento e nem as contas externas. Em linha com o que já havia sido argumentado no parecer apresentado ao governo alemão. Keynes frisava, portanto, que a estabilização teria que preceder o equilíbrio fiscal e o equilíbrio externo. E o ‘próprio significado da palavra estabilização’ exigia a fixação da taxa de câmbio nominal, como ele afirmaria na carta a Harvenstein. A fixação do câmbio inauguraria, na verdade, uma estabilização provisória, um período de transição durante o qual seriam tomadas as providências necessárias para reequilibrar o orçamento e o balanço de pagamentos, garantindo, assim, a durabilidade da estabilização”. (BATISTA JR., 1999, p. 354)

<sup>7</sup> O mecanismo de atração de capitais de curto prazo na intenção de solidificar as reservas internacionais (esboçado por Keynes) servira de base teórica para a formulação de planos de estabilização em diversas partes do mundo. No entanto, a ressalva que precisa ser feita é que esse processo se referia à formulação de uma etapa inicial, que visaria cobrir as necessidades urgentes de um balanço de pagamentos deficitário, muito diferente do ocorrido em planos de estabilização latino-americanos, como o Plano Real, e ainda mais grave no caso da dolarização adotada na Argentina, com o Plano Cavallo; onde esses planos prolongaram excessivamente o uso da poupança externa como mecanismo único de estabilização.

deixara nítido que essa estratégia só valeria para os primeiros meses da fixação da taxa de câmbio nominal, por que a prática de juros elevados acarretaria um processo constante de elevação ainda maior desses, caso não fosse equacionado o desequilíbrio orçamentário, podendo haver um colapso das reservas cambiais nove meses ou um ano depois, advindo de uma crise de confiança no marco alemão, resultado da ausência de sérios ajustes. (BATISTA JR., 1999, 357)

O processo de estabilização do marco alemão, em 1923, diferiu em parte das propostas de Keynes, havendo uma desvalorização cambial prévia, como forma de reduzir o estoque de moeda como proporção das reservas. O que de fato se estabeleceu foi uma moeda paralela ao marco, impedindo de tal modo qualquer movimento especulativo na direção das reservas internacionais. Esse processo impediu a adoção da conversibilidade, e propiciou o surgimento de uma nova modalidade de vetor de estabilização, adotado posteriormente em planos semelhantes, tendo como exemplos o Pengo Fiscal, na Hungria, em 1946<sup>8</sup>, e também a Unidade Real de Valor (URV) na fase inicial do Plano Real. (SIMONSEN, 1995)

A lição que pode ser extraída da crise do balanço de pagamentos alemã dos anos 20 se faz mediante a constatação de que o desempenho negativo do balanço de pagamentos, obrigando o país a recorrer à constante utilização de poupança externa, pode representar um sério indicativo de desequilíbrio interno. No caso brasileiro, os dois principais momentos de crise do balanço de pagamentos acabaram por eclodir num processo de descontrole sobre o endividamento público, sobretudo interno, devido à emissão de títulos públicos com a função de enxugar a moeda emitida, relativa à conversão em moeda nacional das divisas adquiridas pelo Banco Central.

A questão da moratória brasileira de 1987 (sem falar, obviamente, da moratória mexicana de 1982, por razões bastante semelhantes) é outra semelhança entre as crises alemã e brasileira. No aspecto em que, da mesma forma que o pagamento das reparações de guerra debilitou o balanço de pagamentos alemão, o pagamento da conta de juros da dívida externa brasileira também debilitou o balanço de pagamentos brasileiro. (FRAGA, 1986) Este fato obrigou o governo a acelerar as minidesvalorizações cambiais diárias, empurrando, de tal modo, o setor produtivo da economia brasileira para as exportações e vindo a desencadear uma aceleração inflacionária sem precedentes na história brasileira, a qual perduraria por mais de uma década

<sup>8</sup> Plano de estabilização adotado na Hungria, o qual serviu de referência teórica para a formulação de planos de estabilização, inclusive o Plano Real, ao introduzir a URV como moeda paralela ao cruzeiro real, na primeira fase do plano.

e serviu de laboratório para o teste de inúmeros planos de estabilização.<sup>9</sup>

Os episódios que mostraram a violação da dinâmica política da Alemanha, por parte de ingleses e franceses, representaram nitidamente a perda da soberania alemã nesse período, ao mesmo tempo em que a tutela do FMI, por diversas vezes, representou a perda da soberania latino-americana.

Isto posto, evidenciou-se que o conceito de vulnerabilidade externa implica num fator decisivo de uma nação em dificuldades nas suas contas externas, e que vai além da razão Dívida Externa Líquida/Exportações. Assim, não é somente a capacidade de pagamento, implícita no balanço de pagamentos, que determina o grau de submissão das políticas públicas à esfera da intervenção de organismos internacionais. Este fator envolve, ainda, todo um espectro de aceitação ou não de receituários de ajuste, que têm, como única missão, a prescrição de políticas de cunho contracionista, com a finalidade de assegurar o fluxo de pagamentos devidos de uma nação, em tese monitorada, impedindo que possíveis etapas do crescimento econômico viessem gerar quaisquer riscos de default na dívida pública, ou mesmo alguma escassez de divisas para o pagamento dos compromissos externos, dado o grau de vulnerabilidade externa em questão.

### **Captação externa e endividamento interno: o papel das operações de “esterilização”**

Na seção anterior, discorreu-se a respeito da tese que correlaciona os desequilíbrios internos como resultados de desequilíbrios externos. No entanto, o mecanismo de transmissão que determina o endividamento interno a partir de uma deficiência do balanço de pagamentos é o objeto desta seção. O que se convencionou chamar por política de esterilização é o mecanismo pelo qual o Banco Central, ao adquirir divisas, no processo de formação de reservas internacionais, emite, de forma paralela, títulos públicos para enxugar a moeda emitida anteriormente na conversão das divisas em moeda nacional. Impede-se assim a expansão da base monetária

<sup>9</sup> A inflação brasileira, que já vinha se tornando crônica devido à indexação generalizada nos contratos da economia brasileira, através do mecanismo de correção monetária desde a década de 60, sofreu uma brusca mudança de patamar com as duas máximas desvalorizações cambiais de 30%, em 1979 e 1983, e acrescida da política de minidesvalorizações diárias a partir da segunda máxi, consequência da crise da dívida externa. Corroborando a tese de que choques externos se propagam internamente, seja sob a forma inflacionária, seja sob a forma de endividamento público, nesse caso se a moeda emitida pelo Banco Central, no processo de aquisição de divisas, vier a ser esterilizada por meio de títulos públicos.

e dos meios de pagamentos no intuito de se manter o controle da inflação.

Com isso, o crescimento da dívida pública interna passa a ser o principal efeito colateral da entrada de recursos estrangeiros, mais ainda se o prazo de maturação dos títulos públicos for muito curto, e se as taxas internas de juros que remuneram esses títulos públicos apresentarem patamares proibitivos, o que fatalmente produzirá uma trajetória explosiva para a dívida interna. Os dois maiores picos de crescimento da dívida pública interna foram exatamente os dois maiores períodos de crise do balanço de pagamentos da história brasileira, na primeira metade da década de 80, durante a crise da dívida externa, e na segunda metade da década de 90, após o Plano Real.

Conclui-se que, em ambos os períodos, a necessidade de compra de divisas representou o mecanismo direto de formação de dívida pública, ao contrário do que afirma o *mainstream*, que correlaciona toda e qualquer forma de endividamento público como sendo unicamente gerada por meio de déficits públicos. A única diferença entre esses dois períodos, no que se refere à crise do balanço de pagamentos, está no fato de que, nos anos 80, a falta de poupança externa obrigou o país a recorrer à prática de sucessivas desvalorizações cambiais para a geração de divisas via exportações, enquanto que, na segunda metade dos anos 90, a poupança externa é que garantiu a obtenção de divisas para a cobertura do rombo das contas externas, dado o fraco desempenho das exportações. Porém, a semelhança quanto à dívida pública está na velocidade de crescimento do estoque da dívida interna, e, quanto à fragilidade das contas externas, está no fato de que a intervenção do FMI foi o desenrolar de ambas as crises, pois este passara a exercer a preponderância na formulação das políticas públicas, impondo a lógica do ajuste para o setor público, tanto em 1982, como também em 1998.<sup>10</sup>

A vulnerabilidade externa ficou bem clara como campo de demarcação entre os processos de endividamento público nos anos 80 e 90. Observou-se, em ambos os processos, a questão da compra de divisas por parte do Banco Central face à necessidade, ou de remessas para o pagamento de juros, ou de formação de reservas internacionais sob a lógica do sistema de câmbio fixo, nos primeiros anos do Plano Real. Mas o que realmente importa frisar é a presença das crises internacionais de forma concomitante aos maiores

<sup>10</sup> A concessão de empréstimos de regularização, por parte do FMI, foi uma demonstração nítida do peso que a vulnerabilidade externa exerce sobre a economia brasileira, determinando a perda da soberania sobre a execução das políticas públicas. Vulnerabilidade esta que condiciona o desempenho da economia nacional às condições da oferta externa de crédito, e, acima de tudo, às respectivas oscilações dos fluxos de capitais nos mercados internacionais.

picos de crescimento da dívida pública, tanto externa como interna.

A associação entre os conceitos de vulnerabilidade externa e a Teoria do Balanço de Pagamentos dos anos 20 resulta da interpretação a respeito da relação de causalidade entre desequilíbrios externos e desequilíbrios internos. Refuta-se a noção de que os déficits públicos originados “de forma independente”, ou seja, através de uma política ostensiva de gastos governamentais, teriam (em tese) a responsabilidade pela deterioração do balanço de pagamentos (via balanças comercial e de serviços) e pelo mecanismo de formação da dívida pública, sobretudo interna. Algo que a experiência brasileira nos últimos 20 anos tem refutado explicitamente, dados os movimentos de crescimento acelerado do passivo público interno, durante os períodos de crise internacional ao longo dessas décadas, os quais possibilitaram corroborar a aplicação da Teoria do Balanço de Pagamentos, quanto ao pagamento dos juros da dívida externa nos anos 80, e pela formação de reservas internacionais na segunda metade dos anos 90.

A análise sobre as condições que deram origem ao quadro atual de endividamento interno da economia brasileira, baseada na correlação entre desequilíbrios externos e desequilíbrios internos, perfaz, dos pontos de vista teórico e operacional, os aspectos da captação de recursos externos e do mecanismo de esterilização, respectivamente. A questão da poupança externa fez-se presente na captação de recursos externos e na sua repercussão sobre o endividamento interno, seja no sentido da captação de empréstimos, seja na atração de investimentos diretos estrangeiros para a viabilização da expansão da capacidade produtiva interna, além da captação de empréstimos de regularização e da atração de investimentos estrangeiros em portfólio. Em todas essas situações, o que se evidencia é o papel do déficit em conta corrente do balanço de pagamentos, explicitando a vulnerabilidade externa e a constante dependência quanto às condições de liquidez dos mercados internacionais.<sup>11</sup>

Antes mesmo do que se convencionou chamar por “globalização financeira e produtiva” nos anos 90, os modelos de desenvolvimento, implementados na economia brasileira até os anos 70, preconizavam a absorção de recursos externos como mola essencial. Sobretudo, após o choque do petróleo de 1973, que veio a encarecer as importações brasileiras, dada a então dependência estrutural da economia brasileira diante do petróleo importado, aumentando, assim, o déficit em conta corrente

<sup>11</sup> Após a queda do padrão Bretton Woods, em 1971, a liquidez internacional jorrou na direção dos países em desenvolvimento, em função da queda das taxas de juros internacionais, além de ter sido uma estratégia de reduzir a pressão inflacionária nos países centrais, empurrando para fora o excesso de liquidez proveniente dos dólares emitidos para financiar a guerra do Vietnã.

do balanço de pagamentos à época. Por isso, para o cumprimento das metas do II PND, a partir de 1974, o recurso da tomada de empréstimos externos se mostrara a saída automática para tais entraves, dada a então inexistência de um mercado de capitais, como nos moldes atuais, para a atração de capitais financeiros. Além disso, a mobilidade desses capitais, observada nos dias de hoje, só se cristalizou de fato a partir dos anos 80, e essa divisão internacional de mercados financeiros (entre tradicionais e emergentes) só se cristalizou nos anos 90, não apenas pela estrutura montada pela globalização, mas, sobretudo, em função das inovações tecnológicas e das mudanças na legislação dos países receptores, facilitando e dando suporte à mobilidade de capitais financeiros, com destaque aos voláteis e de curto prazo e criando, por extensão, um agravante no que tange à formação de bolhas e à exposição a ataques especulativos.

No entanto, a opção de captação externa, vigente durante os anos 70, pautava-se em empréstimos voluntários e de regularização. A utilização de empresas estatais como tomadoras de empréstimos, devido aos seus aportes de capitais, era o mecanismo mais comumente utilizado pelo governo para a efetivação de seus investimentos, e também funcionava como instrumento de intermediação para os empréstimos contraídos pelo setor privado. Esse período representou o início de um processo gradual de deterioração das finanças públicas.<sup>12</sup>

O que se extrai como afirmação a respeito da dependência quanto à poupança externa está no fato de que a razão estrutural para as economias latino-americanas apresentarem déficits em conta corrente se refere à baixa

<sup>12</sup> “Segundo Coutinho e Belluzzo (1982), no contexto da política de ajuste monetário do balanço de pagamentos (praticada após 1976), a elevação da taxa interna de juros visava a reduzir a absorção doméstica e, pela ampliação do diferencial de juros, a incrementar a tomada de recursos externos. O acúmulo de reservas decorrente dessa política criava um excesso de liquidez não desejado que, no contexto da política de então, teria de ser suprimido pela emissão de dívida pública. Dessa forma, a política de esterilização, e não a de gastos ativos teria sido a responsável pela deterioração das finanças públicas. Essa questão é vista por Tavares e Belluzzo (1982), como decorrência da ampliação das dívidas após 1974, em particular da dívida pública, que não implicou gastos adicionais de investimento e consumo. Assim, a ampliação da relação haveres financeiros/PIB, e particularmente da dívida pública/PIB, apenas espelharia a reciclagem das dívidas públicas e privadas a uma taxa de juros mais elevada. Ou seja, a elevação da taxa nominal de juros teria criado a necessidade de reciclagem do débito de vários setores produtivos, além de aumentar as necessidades de recursos para a rolagem da dívida pública preexistente. O objeto da ciranda financeira seria, dessa forma, a reciclagem das dívidas dos setores deficitários e da dívida pública. Esta, além do crescimento decorrente da rolagem do estoque anterior, era ampliada em razão da política de acumulação de reservas. Os autores fazem ainda referência ao processo de generalização da carta de recompra, que transformou os saldos monetários líquidos dos agentes em aplicações em títulos públicos. Dessa forma, o setor público bancou o refinanciamento do passivo do setor privado preponderantemente pela expansão da dívida pública. A acumulação de reservas internacionais constituiu um fator de pressão adicional sobre a expansão da dívida pública em razão da política de contenção de liquidez, que visava a manter elevadas as taxas de juros domésticas”. (CARNEIRO, 2002, p. 102,103)

participação de suas exportações no total do comércio internacional, apesar de países, como México, Brasil e Argentina, apresentarem um consolidado parque industrial. Estes, no entanto, não possuem ainda condições estruturais internas para vislumbrar um processo de crescimento econômico com crescimento do consumo em massa, sem gerar pressões significativas sobre o balanço de pagamentos. Com isto, a poupança externa aparece correntemente como suporte às contas externas, seja para cobrir déficits comerciais, seja para reforçar o estoque de reservas internacionais, no intento de produzir uma blindagem contra ataques especulativos.

De certo modo, essa blindagem vem sendo, nas últimas décadas, uma das metas dos países em desenvolvimento no âmbito das contas externas, pois o avanço do capital financeiro, que começou com força no período pós Bretton Woods e se solidificou na virada dos anos 80 para os 90<sup>13</sup>, acabou por estabelecer normas para o funcionamento da política econômica dos países que apresentam dependência considerável em relação a esses fluxos de capitais.<sup>14</sup> A absorção de recursos externos tem sido uma espécie de contrapartida à adoção de programas de reformas liberalizantes nas diversas esferas econômicas, tanto produtivas, quanto financeiras, algo evidente após o Consenso de Washington.<sup>15</sup> Porém, o efeito reverso desta absorção não tem apenas sido a perda da soberania quanto à formulação de políticas públicas nos países receptores, mas, no caso brasileiro, o crescimento da dívida interna.

[...] Um dos aspectos essenciais desses fluxos é que têm implicado maior absorção financeira do que real. Assim, até 1996, quando os fluxos líquidos estavam crescendo, cerca de metade dos novos fluxos transformou-se em reservas, levando a que proporção semelhante das reservas mundiais pertencesse aos emergentes. As razões apontadas para isso são: a política de esterilização, que visa a evitar ex-

cessiva apreciação do câmbio, e a constituição de um colchão de segurança contra fuga de capitais. A rigor, o crescimento das reservas está intimamente relacionado com a mudança na natureza dos fluxos – acentuação do caráter de curto prazo ou volátil – e constitui um pedágio pago pelos países subdesenvolvidos para se inserirem na globalização. A acumulação de reservas dá origem a um mecanismo triangular. A atração de capitais pelos emergentes deve-se em grande medida ao referencial de taxa de juros. Uma absorção financeira superior a real implica acumulação de reservas e sua aplicação a uma taxa de juros inferior à da captação. A diferença de remuneração constitui uma transferência adicional de renda equivalente a um imposto ou pedágio cobrado dos emergentes. Do ponto de vista doméstico, a política de esterilização dá origem ao chamado déficit quasi-fiscal, que decorre do diferencial entre taxa de juros obtida na aplicação das reservas e aquela paga aos detentores dos títulos públicos. Outra dimensão relevante do custo da absorção de capitais diz respeito ao financiamento da saída dos investimentos de residentes. A globalização é uma via de mão dupla e implica a saída de capitais para o exterior correspondente às aplicações financeiras dos residentes. Se o país que remete os fluxos não está produzindo um superávit comercial, e se obriga a manter as reservas em patamar elevado, a saída de capitais é financiada pela própria entrada. Na prática, isso reduz ainda mais a capacidade de absorção de recursos reais decorrentes dos fluxos e aumenta de maneira implícita o seu custo. (CARNEIRO, 2002, p. 248)

A poupança externa fundamentou-se mais como um elemento causador de desequilíbrios do que necessariamente um complemento à tão falada ausência de poupança interna, da forma pela qual defende a ortodoxia. A exposição das economias nacionais às oscilações dos fluxos de capitais internacionais tem demonstrado que estas se inseriram em processos de desequilíbrios internos oriundos da debilidade de seus balanços de pagamentos, ao invés de terem, em tese, sido conduzidas a processos de desenvolvimento por meio da absorção desses capitais, conforme o prometido pelo receituário liberal.

[...] Uma entrada excessiva de fluxos de capitais geralmente costuma estar associada com pressão inflacionária, apreciação cambial e deterioração da conta corrente do

<sup>13</sup> “O crescimento espetacular das transações financeiras foi um dos fatos mais significativos das décadas de 80 e 90. Efetivamente, a esfera financeira representa a ponta-de-lança do movimento de mundialização da economia; é nessa esfera que as operações do capital envolvem os montantes mais elevados; é aí que sua mobilidade é maior; é aí que, aparentemente, os interesses privados recuperaram mais completamente a iniciativa em relação ao Estado”. (CHESNAIS, 1998, p.11)

<sup>14</sup> A partir desse período, a lógica de estabilização se sobrepôs à questão da promoção do desenvolvimento, sob os moldes cepalinos, e, para isso, passou-se a inserir a absorção de recursos externos como necessidade para a adoção de programas de estabilização inflacionária.

<sup>15</sup> A agenda de privatizações na América Latina já vinha sendo apresentada nos anos 80. Contudo, o Consenso de Washington marcou o divisor de águas na implantação de reformas liberais. Em conjunto ao Plano Brady (de reestruturação da dívida externa dos países em desenvolvimento), impôs a aceitação dessas medidas, como forma de troca dos antigos passivos por títulos de longo prazo no mercado internacional. Os “bradies” são um exemplo disso, no caso da dívida externa brasileira.



balanço de pagamentos. Como prova disto, a História da América Latina nos dá uma ampla evidência de que a entrada de fluxos de capitais pode ao mesmo tempo contribuir para a formação de bolhas especulativas nos mercados financeiros, e também vir a conduzir a expansão excessiva do crédito doméstico, assim desestabilizando o sistema financeiro local. Capitais de curto prazo, por sua vez, intensificam muito mais este problema, pelo fato de que a alta probabilidade de uma ruptura do processo de entrada destes mesmos venha a causar ataques cambiais; ataques assim denominados, em função da capacidade de reversão abrupta dos fluxos de entrada e de saída, causada acima de tudo pela forte exposição das economias dependentes destes investimentos, quanto às decisões especulativas de diversos fundos de investimento. (CALVO; LEIDERMAN; REINHART, 1994, p. 54)

## Conclusões

A aceitação da tese que correlaciona os desequilíbrios internos à existência prévia de desequilíbrios externos reside na verificação do peso real da vulnerabilidade externa em uma determinada economia em relação às suas principais variáveis, entre as quais é possível incluir a questão do endividamento público interno. No exemplo brasileiro, as constantes oscilações do balanço de pagamentos, sobretudo na nevrálgica dependência da poupança externa, marcaram as décadas de 80 e 90, e foram as principais catalisadoras da origem da dívida interna em sua rota explosiva.

Apesar de pouco explorada, especialmente pela literatura neoclássica, as políticas de esterilização foram as maiores responsáveis por esse modelo de endividamento. Isso ocorreu no momento em que a emissão de títulos públicos, por meio de elevadas taxas reais de juros, propiciou um acúmulo rápido e desordenado de um passivo público interno, e acima de tudo uma deterioração das finanças públicas, resultante dessas despesas de ordem financeira.

A definição deste formato de metodologia para a compreensão das origens e da estrutura da dívida interna brasileira implica na refutação do conceito de que o déficit público, de forma autônoma, é sempre o responsável exclusivo pela formação da dívida pública. A incorporação da relação

de causalidade entre desequilíbrios externos e desequilíbrios internos, a partir da avaliação do grau de vulnerabilidade externa em que se encontra uma economia, é de suma importância para a averiguação de como o impacto externo é absorvido internamente, seja pela via inflacionária, dada à expansão monetária sancionada, seja pela via do endividamento interno, com a colocação de títulos públicos, por meio do mecanismo de esterilização, ou por meio de títulos cambiais, no intuito de evitar a especulação com a moeda estrangeira, como o exemplo de 1999, após a ruptura do regime de bandas cambiais, quando passou a vigorar o câmbio flutuante.

O que de fato deve ser lembrado é que, tanto na crise da dívida externa, nos anos 80, como no período pós-Plano Real, a dívida interna foi o resultado final das crises cambiais e o respectivo reflexo para as finanças públicas transformando-se no principal entrave para a execução de políticas públicas. Assim, solidificou-se como a maior obstrução à própria questão do desenvolvimento econômico, dada a obrigatoriedade dos contingenciamentos orçamentários face ao inerente processo de rolagem, dentro das tentativas de sustentabilidade de seu estoque e da razão Dívida/PIB. O cerne de toda a análise aqui produzida está na identificação da política monetária (através das operações de esterilização) como motor do endividamento público interno em contraponto ao diagnóstico convencional do mainstream, que tem na política fiscal a resposta clássica para todo e qualquer formato de dívida pública.

## Referências

- ABREU, Marcelo de Paiva. *Keynes e as consequências econômicas da paz*. Rio de Janeiro: PUC, Departamento de Economia, 2002. (Texto para discussão n. 454).
- ALMEIDA, Júlio Gomes de; BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Melo. *Depois da queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.
- BATISTA JR., Paulo Nogueira. *Ajustamento das contas públicas na presença de uma dívida elevada: observações sobre o caso brasileiro*. Rio de Janeiro: fundação Getúlio Vargas; Instituto Brasileiro de Economia, 1989.
- \_\_\_\_\_. *O Brasil e a economia internacional: recuperação e defesa da autonomia nacional*. São Paulo: Campus, 2005.
- \_\_\_\_\_. Keynes e a estabilização do marco alemão. In: LIMA, Gilberto Tadeu; SICSÚ, João; DE PAULA, Luiz Fernando (Org.). *Macroeconomia mod-*

erna – Keynes e a economia contemporânea. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

\_\_\_\_\_. *Novos ensaios sobre o setor externo da economia brasileira*. São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, 1988.

CALVO, G. A.; LEIDERMAN, L.; REINHART, C. M. The capital inflows problem: concepts and issues. *Contemporary Economic Policy*, v. 12, n. 3, p. 54-66, 1994. Disponível em: <[http://mpa.ub.uni-muenchen.de/13902/1/MPRA\\_paper\\_13902.pdf](http://mpa.ub.uni-muenchen.de/13902/1/MPRA_paper_13902.pdf)>. Acesso em: 18 ago. 2005.

CARNEIRO, Ricardo. *Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX*. São Paulo: Fundação UNESP, 2002. (Coleção Economia Contemporânea).

CHESNAIS, François. Mundialização financeira e vulnerabilidade sistêmica. In: CHESNAIS, François. *A mundialização financeira – gênese, custos, e riscos*. São Paulo: Xamã, 1998.

COUTINHO, Luciano; BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Melo. Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 7, 1997.

DOBB, Maurice. *Collected Keynes*. New statesman, 18 de junho de 1971.

FRAGA, Armínio. German reparations and Brazilian debt: a comparative study. *Essays in International Finance*, Princeton, n 163, 1986.

GALBRAITH, John Kenneth. *Moeda: de onde veio, para onde foi*. São Paulo: Ed. Pioneira, 1997.

GONÇALVES, Reinaldo. *Economia política internacional: fundamentos teóricos e as relações internacionais do Brasil*. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 2005.

KEYNES, John Maynard. *The collected writings of John Maynard Keynes: activities 1922-1932: the end of reparations*. London and Basingstoke: Elizabeth Johnson, Macmillan St Marin' Press for the Royal Economic Society, 1978. v. 18.

\_\_\_\_\_. *The collected writings of John Maynard Keynes: the economic consequences of peace*. London; Basingstoke: Macmillan for the Royal Economic Society, 1971. v. 2.

\_\_\_\_\_. *As conseqüências econômicas da paz*. Tradução de Sérgio Bath; prefácio Marcelo de Paiva Abreu. São Paulo: Imprensa Oficial do Estado; Brasília: Editora Universidade de Brasília, 2002. (Clássicos IPRI ; v. 3)

\_\_\_\_\_. *A teoria geral do emprego, do juro, e da moeda (1936)*. São

Paulo: Ed. Atlas, 1992.

MARQUES, Rosa Maria; REGO, José Márcio (Org.) *Economia brasileira*. São Paulo: Atlas, 2002.

PLIHON, D. Desequilíbrios mundiais e instabilidade financeira: a responsabilidade de políticas liberais: um ponto de vista keynesiano. In: CHESNAIS, François. *A mundialização financeira – gênese, custos, e riscos*. São Paulo: Xamã, 1998.

SIMONSEN, Mário Henrique. *Trinta anos de indexação*. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 1995.

