

# Transferências externas e financiamento do governo federal e autoridades monetárias \*

HÉLIO CÉZAR BONTEMPO \*\*

*O artigo busca mostrar que o processo de ajustamento externo da economia foi realizado basicamente às expensas do setor público e com o sacrifício do desenvolvimento do país. O ajustamento caracterizou-se, dentre outros fatores, pela estatização da dívida externa e pela sua transformação em dívida interna, de maneira que o equilíbrio no balanço de pagamentos significou o desequilíbrio interno na forma de aumento do déficit público.*

## 1 — Introdução

O objetivo deste trabalho é mostrar a evolução do endividamento público externo e sua relação com as necessidades de financiamento do governo federal e Banco Central no período 1970/87.

Os fluxos financeiros das operações externas das autoridades monetárias são relacionados com os componentes da dívida líquida do setor público, de forma a ressaltar o impacto monetário das operações financeiras externas e sua relação com o processo de endividamento do governo federal e Banco Central (GC). A inter-relação entre os fluxos do balanço de pagamentos, impacto monetário e de endividamento do GC é apresentado com base em um modelo simples com três equações básicas, exposto na primeira parte do trabalho.

A seguir são apresentadas as estatísticas relativas ao financiamento externo e interno do GC, e as transferências líquidas ao exterior. As estatísticas relativas à evolução das operações de crédito das autoridades monetárias e de desembolsos do governo federal (Tesouro Nacional)

\* Este artigo é uma versão totalmente revista e atualizada do trabalho *Transferências externas e déficit do governo central*, realizado no âmbito do convênio BACEN-DEPEC-DIPEC/FGV-IBRE-CEMEI e apresentado na XXIV Reunião de Técnicos de Bancos Centrais do Continente Americano, promovida pelo CEMLA em novembro de 1987, em Brasília. O estudo incorpora diversas sugestões dos colegas do Banco Central, da Fundação Getúlio Vargas e da editoria desta revista. O autor assume inteira responsabilidade pelo seu conteúdo e pelas opiniões emitidas.

\*\* Do Banco Central do Brasil.

através das autoridades monetárias não são abertas, mas uma *proxy* do somatório linear dessas variáveis, que fazem parte do conceito de “dívida líquida” do Banco Central, é apresentada paralelamente, de forma a apontar as modificações mais gerais ocorridas no orçamento federal a partir da reversão do processo de transferência de recursos do exterior.

Finalmente, procuramos discutir as possíveis conseqüências sobre a política monetária e fiscal da continuidade do processo de ajustamento adotado nos últimos anos, caracterizado pela acomodação de crescentes despesas com encargos da dívida externa, através do aumento da dívida interna e da base monetária, assim como da redução das operações de crédito do GC.

O modelo que apresentamos a seguir foi desenvolvido a partir das idéias contidas em três trabalhos anteriores [ver Fraga Neto e Resende (1985), Arida (1985) e Lundberg (1986)]. A apresentação do modelo visa explicitar algumas relações entre operações financeiras, externas e internas, do governo central, com destaque para o peso das despesas financeiras externas no processo de endividamento.

## 2 — O modelo

Iniciaremos a análise pelas contas do balanço de pagamentos. As relações do país com o exterior podem ser expressas pela equação (1), que identifica as principais fontes de variação das reservas:

$$dRI = (X - M) - r'DET + r''RI + dDET - RLD + I + OF \quad (1)$$

onde:

- $dRI$  = variação ( $d$ ) das reservas internacionais ( $RI$ );
- $(X - M)$  = superávit ou déficit em transações correntes, exceto juros e remessa de lucros e dividendos;
- $r'$  = taxa de juros pagos mais *spread* e comissões;
- $r''$  = taxa de aplicação das reservas;
- $r$  = taxa de juros média entre pagamentos e aplicações;
- $r'DET - r''RI$  = pagamento líquido de juros ao exterior, que superamos =  $rDEL$ ;
- $DEL$  = dívida externa líquida =  $DET - RI$ ;
- $dDET$  = variação ( $d$ ) do endividamento total;
- $RLD$  = remessa de lucros e dividendos;
- $I$  = investimento externo líquido em moeda; e
- $OF$  = outros fluxos líquidos de recursos e capitais.

O nosso interesse no balanço de pagamentos se deve ao objetivo de evidenciar o impacto monetário do setor externo. Numa economia em que o governo se limita a intermediar a compra e venda de divisas,

o impacto monetário do setor externo é dado pela variação das reservas internacionais. Para que isto seja verdade, é necessário que todas as operações em moeda estrangeira (que afetam as reservas) envolvam compra ou venda da moeda do país. No caso brasileiro, porém, uma parcela considerável das operações cambiais são conduzidas exclusivamente pelo Banco Central (BACEN), em seu nome ou do Tesouro Nacional (TN), sem afetar o estoque interno de moeda. As autoridades monetárias (AM) realizam pagamentos ou recebem recursos sem realizar as operações correspondentes de contração ou expansão de moeda. Embora o impacto do setor externo seja dado pela variação das reservas, o impacto monetário efetivo é permeado por operações das AM, decorrentes do seu endividamento externo próprio. Assim, para se obter o impacto efetivo das operações externas sobre a base monetária, é necessário subtrair e/ou adicionar da variação das reservas as operações conduzidas exclusivamente pelas AM.

Nesse sentido, vamos decompor a dívida externa total em dívida externa das AM e do governo federal (*DEAM*) e dívida externa do setor privado (*DEPR*), onde também se inclui a dívida das empresas estatais. Para efeito da análise do impacto monetário e do déficit público, não é necessário distinguir a empresa estatal (equilibrada e com autonomia financeira) do setor privado, desde que ambas tenham o mesmo perfil de demanda por fundos das AM e do Tesouro Nacional (TN). O que interessa distinguir efetivamente é entre os juros pagos pelo Banco Central (AM) e/ou pelo governo federal (*rDEAM*), aqui denominados governo central (GC), e os juros pagos com recursos do setor privado. No entanto, como parte das empresas produtivas estatais, incluídas no “setor privado” nas contas nacionais, não paga a totalidade do serviço de sua dívida externa, as AM, como avalistas, honram esses compromissos e passam a ser credoras da empresa do setor público. No momento em que este fato ocorre, os pagamentos desses encargos são incluídos como encargos externos pagos pelas AM ou governo central (GC). Este critério decorre do fato de que os créditos a essas empresas — para cobertura do serviço de suas dívidas externas — somente são pagos com transferências do TN (governo federal), isto é, com recursos fiscais. Os demais encargos pagos são atribuídos ao setor privado, uma vez que não oneram os recursos fiscais nem implicam expansão monetária. Destacando esses setores, a equação (1) toma a seguinte forma:

$$dRI = (X - M) - rDEAM - rDEPR + rRI + dDEAM + dDEPR - RLD + I + OF$$

Retirando da variação de reservas as operações das AM que não afetam o meio circulante interno e fazendo  $RLD, I, OF = 0$ , teremos o impacto monetário das operações externas das AM (*ISE*):

$$(ISE) = E (dRI - dDEAM + rDELAM) \quad (2)$$

e:

$$(ISE) = E [(X - M) + dDEPR - rDEPR]$$

onde:

- $E$  = taxa de câmbio;
- $DELAM$  = dívida externa líquida do governo federal e Banco Central (AM);
- $DEAM$  = dívida externa e do governo federal e BACEN;
- $rDELAM$  =  $rDEAM - rRI$  = pagamento líquido de encargos ao exterior, de responsabilidade do governo central;
- $DEPR$  = dívida externa do setor privado e do setor público equilibrado; e
- $rDEPR$  = pagamento de juros externos do setor privado e do setor público equilibrado.

Se adicionarmos à equação (2) o resultado líquido dos demais fatores que influenciam a base monetária (BM) e a dívida mobiliária federal (DMF), como as receitas e despesas fiscais, as despesas com encargos da dívida pública mobiliária fora do BACEN e as operações de crédito, teremos uma identidade contábil para a variação da BM e da DMF, ou seja, para as necessidades de financiamento interno líquido do Banco Central e Tesouro Nacional (GC). Dessa forma, a expansão da base monetária e da dívida interna é dada por:

$$d(BM + DMF) = E (dRI - dDEAM + rDELAM) + iDMF + dHL \quad (3)$$

onde:

- $BM$  = base monetária;
- $DMF$  = dívida mobiliária federal;
- $E (dRI - dDEAM + rDELAM) = ISE$
- $iDMF$  = encargos ( $i$ ) da dívida mobiliária federal (DMF); e
- $HL$  = haveres líquidos do governo central = despesas fiscais, exceto financeiras + aplicações de crédito rural, repasses ao sistema financeiro e outras aplicações e despesas — recursos fiscais e outros recursos não-monetários.

O “resultado líquido dos demais fatores que influenciam a BM e a DMF” —  $dHL$  na equação (3) — inclui outras formas de financiamento das AM e TN como empréstimos compulsórios e recursos do SBPE, em 1987, o que prejudica a análise do comportamento das despesas não-financeiras naquele ano e sua comparação com períodos anteriores. Na apresentação dos resultados empíricos tentaremos minimizar essa deficiência do modelo, separando esse endividamento “adicional” dos demais recursos computados com as demais aplicações das AM.

Considerando que o objetivo deste trabalho é destacar o papel das transferências externas do governo federal sobre as suas necessidades de financiamento, podemos simplificar a equação (3) passando para o primeiro membro os encargos da DMF, pagos e a pagar, com o que obtemos:

$$dBM + CLR = E [dRI - dDEAM + rDELAM] + dHL \quad (4)$$

onde  $CLR = dDMF - iDMF =$  captação líquida de recursos com as operações da dívida mobiliária federal em poder do público.

A verificação empírica das equações (1), (2) e (3) ou (4) será a base da descrição das linhas gerais do processo de financiamento externo do governo federal e AM e de suas implicações sobre a política monetária, que faremos a seguir.

### 3 — Financiamento externo do setor público — 1969/83

#### 3.1 — Período 1969/73: aumento de reservas

Do final dos anos 60 até o primeiro choque do petróleo (1973), o país acumulou elevado volume de reservas em virtude da captação de empréstimos externos, tanto pelo setor privado quanto pelo setor público. Embora as captações do setor público como um todo fossem elevadas (cerca de 50% do total, até meados da década de 70), as captações diretas do governo federal e BACEN não eram significativas. Na verdade, o saldo da dívida do governo central (BACEN e TN) é inferior ao saldo de suas reservas, ou seja, o governo central é credor de recursos externos (ver Anexo, Tabela A.1). A variação positiva das reservas ( $dRI$ ) — que chegou a representar 50% da dívida externa bruta do país em 1973 — exercia elevado impacto monetário expansionista, compensado, principalmente, pela colocação líquida de títulos públicos. Inicia-se aí a estreita vinculação entre as dívidas externa e interna. A dívida interna federal apresenta crescimento real médio de cerca de 30% a.a. no período 1970/78 (Tabelas 1 e 2).

A contrapartida, em cruzados, dos recursos obtidos com as captações externas financiava parte dos grandes projetos públicos e privados, enquanto os recursos fiscais decorrentes da colocação líquida de títulos públicos e da expansão monetária subsidiavam as exportações, a agricultura, outros projetos privados e a aquisição de reservas. O aporte de recursos às AM com operações de endividamento interno e externo foram de tal magnitude que levou o orçamento monetário do governo central a assumir dimensão às vezes superior à do orçamento fiscal.

Estimamos que no período 1969/74 o impacto monetário das operações externas das AM ( $ISE$ ) tenha sido expansionista em cerca de US\$ 4,0 bilhões. Esse impacto foi compensado por captações internas de recursos aproximadamente equivalentes através da expansão da dívida mobiliária federal. Visto dessa forma, o aumento de cerca de 200% para a base monetária no período resultou das operações de crédito subsidiado e dispêndios das AM e TN junto aos setores privado e público.

TABELA I

## Endividamento e receita do governo federal e BACEN (CC)

(Saldos em milhões) <sup>a</sup>

Anos	Dívida mobiliária federal em poder do público (DMF) <sup>a</sup>		Dívida externa líquida de CC (DELA) <sup>b</sup>		DMF + DELAM		Saldo atípico nos depósitos dispersos no BACEN		Haveres líquidos das AMAs		Dívida líquida das AMAs		Haveres líquidos exceto empréstimos-jointve		Receita fiscal (fluxos) <sup>c</sup>		
	Cz\$	US\$	Cz\$	US\$	Cz\$	US\$	(C) = (A) + (B)	(D)	(E)	(F)	(G) = (C) + (D) + (E) + (F)	(H)	(I)	Cz\$	US\$		
1970	10	2.009	-4	-747	6	1.262	13	2.842	-	-	-	-	-	19	4.205		
1971	14	2.423	-10	-1.723	4	700	17	3.026	-	-	-	-	-	27	5.135		
1972	24	3.875	-21	-3.392	3	483	20	3.236	-	-	-	-	-	38	6.397		
1973	33	5.407	-33	-5.372	0	35	28	4.531	-	-	-	-	-	53	8.684		
1974	47	6.402	-29	-3.897	19	2.505	37	5.003	-	-	-	-	-	77	11.378		
1975	81	8.918	-20	-2.189	61	6.721	50	5.543	-	-	-	-	-	95	11.932		
1976	146	11.852	-50	-4.075	96	7.777	79	6.436	-	-	-	-	-	166	15.682		
1977	204	12.785	-17	-1.038	187	11.747	130	8.150	-	-	-	-	-	243	17.269		
1978	314	15.101	-9	-444	304	14.657	194	9.338	-	-	-	-	-	369	19.423		
1979	397	9.389	173	4.078	397	13.466	268	8.846	-	-	-	-	-	510	19.113		
1980	616	9.391	525	8.683	616	17.054	520	8.900	-	-	-	-	-	1.219	23.172		
1981	2.144	16.882	1.405	11.082	3.549	27.944	870	7.628	2.195	17.283	2.324	18.289	2.141	16.770			
1982	4.527	18.036	3.942	15.707	8.469	33.743	1.944	7.745	4.510	17.869	5.993	28.519	4.510	17.869			
1983	15.142	41.823	26.673	27.285	42.415	42.069	3.488	3.570	10.950	9.807	35.060	35.812	9.826	4.618	25.732		
1984	63.380	20.005	81.780	25.809	145.140	45.814	12.725	4.017	21.723	8.751	130.142	41.080	18.468	8.761	11.305	19.634	
1985	276.259	29.469	299.801	25.843	545.136	52.312	45.468	4.355	143.631	13.777	447.773	42.880	73.078	5.826	33.768	18.429	
1986	400.684	26.955	559.207	37.619	959.891	64.574	178.995	12.035	30.710	2.066	947.519	57.214	151.684	10.205	394.026	29.003	
1987*	2.282.652	31.754	3.608.116	50.188	5.890.968	81.942	509.986	7.064	587.849	8.173	1.188.895	16.534	5.769.908	680.719	9.470	1.202.387	30.574

(NOTES: 1970/80 — Relatório BACEN (saldos das OTN corrigidos pela correção monetária); e 1981/86 — Brasil, Programa Econômico (saldos das OTN corrigidos pela correção cambial).

a. Cruzados convertidos em dólares pela taxa de compra final do período.

b. O sinal negativo indica haveres externos ao invés de dívida. Os valores para o período 1970/78 são estimados.

c. Incluídos em 1986 e 1987 devido à variação atípica do saldo do item "depósitos, diversos", decorrentes principalmente da inclusão dos depósitos remunerados do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos (SBPE). O saldo desses depósitos em 1985 era de apenas Cz\$ 3,3 milhões, correspondente a US\$ 320 milhões, inferior em 37% ao saldo em dólar de 1984.

d. Inclui Avisos MF-30 e similares. Cruzados convertidos em dólares pela taxa de compra final do período.

e. Os empréstimos-jointve ("Avisos") estão incluídos em "suprimentos específicos" no quadro de dívida líquida. Esses valores excluem as transferências do Tesouro Nacional para "Avisos" e são inferiores aos discriminados na Tabela 3.

f. Cruzados convertidos em dólares pela taxa média anual de compra.

\* Estimativa.

TABELA 2

## Indicadores do nível de endividamento do governo federal e BACEN (GC)

Anos	DMF + DELAM		DMF <sup>b</sup>	DMF em poder do público <sup>c</sup>	DMF + BM <sup>b</sup>	CLR <sup>b</sup>
	PIB <sup>a</sup>	Receita fiscal <sup>a</sup>	Haveres financeiros não-monetários <sup>b</sup>	Haveres financeiros não-monetários <sup>c</sup>	Haveres financeiros	Receita fiscal
1970	3,0	30,0	35,7	35,7	36,5	75
1971	1,4	13,6	31,2	29,8	33,7	100,0
1972	0,8	7,6	33,3	38,7	32,4	70,0
1973	0,0	0,0	30,8	30,0	30,4	77,8
1974	2,4	22,0	28,7	28,3	29,1	-21,4
1975	5,4	56,9	34,1	30,1	31,8	97,0
1976	5,1	49,7	35,3	34,1	34,0	16,9
1977	6,8	68,0	35,7	32,0	36,4	37,9
1978	7,3	75,4	33,8	30,9	35,8	8,2
1979	5,9	70,5	30,0	24,6	34,4	-4,8
1980	7,3	75,3	29,1	23,0	32,9	26,6
1981	10,5	114,5	38,2	29,6	38,4	59,7
1982	12,6	131,1	40,8	26,0	41,0	28,0
1983	20,6	214,3	43,0	32,5	42,3	-21,1
1984	21,7	217,0	42,9	31,5	42,2	23,6
1985	23,0	241,0	48,0	34,4	49,2	14,5
1986	23,8	222,6	60,3	23,3	54,6	-23,5
1987 <sup>d</sup>	27,3	269,0	57,0	33,0	55,9	18,1

FONTES: Tabela 1 e Tabela A.6 do Anexo.

NOTA: DMF = dívida mobiliária federal; DELAM = dívida externa líquida do GC; BM = base monetária; CLR = captações líquidas de recursos com operações da DMF (conceito das NFSF).

<sup>a</sup> Medidos em dólares correntes. Numerador: saldos em fim de período; denominador: fluxos anuais.

<sup>b</sup> Medidos em dólares correntes. Numerador e denominador: saldos em fim de período.

<sup>c</sup> Exclui títulos em carteira do BACEN.

<sup>d</sup> Estimativa.

### 3.2 — Período 1974/80: crescimento com endividamento

No período 1974/80, ocorrem algumas mudanças importantes nas contas externas. O país acumula déficits comerciais elevados e persistentes, pela primeira vez desde a II Guerra, e o endividamento externo público cresce a taxas muito superiores às do setor privado, que, ao final da década, praticamente se retira do mercado de recursos externos. Dessa forma, a maior parcela dos recursos externos novos financiam o déficit comercial e não mais o aumento de reservas, como no período 1969/73.

Dentre os fatores que explicam os déficits comerciais nesse período, podem ser citados a deterioração dos termos de intercâmbio, ocorrida em 1974/75 e retomada a partir de 1978, e o crescimento industrial acelerado (embora decrescente) e ainda dependente de insumos importados.

A deterioração dos termos de troca pode ser vista como um dos fatores mais importantes na determinação dos déficits comerciais, uma vez que não houve aumento no *quantum*, nem na qualidade dos produtos importados. No entanto, os investimentos das empresas estatais continuam elevados, contribuindo decisivamente para a manutenção da demanda por importações. Deve-se ressaltar, todavia, que os referidos investimentos foram decisivos para a redução e reversão do déficit comercial a partir de 1980 e para a sustentação do processo de crescimento adotado [ver Castro (1985)].

O setor público, ao mesmo tempo que investe na reversão do déficit comercial, financia-o, aumentando seu nível de endividamento externo, que passa a ter um risco cambial enorme, devido ao inusitado aumento das taxas de juros internacionais, à deterioração dos termos de intercâmbio e às medidas protecionistas dos países credores [ver Marques e Batista Jr. (1986, Cap. I)].

Do final de 1974 até 1980, o aumento da dívida externa líquida (*dDEL*) é de US\$ 45,2 bilhões, enquanto o pagamento de juros externos líquidos (*rDEL*) é de US\$ 18,6 bilhões e o déficit comercial ( $X - M$ ), entendido como o déficit em transações correntes, exceto juros, é de US\$ 26,6 bilhões. O impacto monetário das operações externas das AM (*ISE*) (de 31-12-74 a 31-12-80) é contracionista em US\$ 12,4 bilhões. Esse valor é dado pela diferença entre as captações líquidas (computada a variação de reservas) de recursos externos pelo governo central ( $dDELAM = US\$ 12,0$  bilhões) e o pagamento dos juros de sua dívida ( $rDELAM = - US\$ 0,4$  bilhão) (Tabela 4 e Tabela A.4 do Anexo).

A variação dos saldos da base monetária e da dívida mobiliária em poder do público, no mesmo período, foi de US\$ 6,9 bilhões (Tabela 1), bastante inferior ao financiamento externo do governo central (*ISE*) (Tabela 4), o que mostra a importância do financiamento externo para as operações de crédito e fomento conduzidas no período pelas AM.

O financiamento externo das operações internas do governo central ocorre quando as divisas dos empréstimos externos são utilizadas para pagamento dos encargos externos e quando são vendidas ao setor privado,



sendo os cruzados correspondentes devolvidos ao sistema financeiro através das operações de crédito do governo central aos setores privado e público, ou do pagamento de despesas.

### 3.3 — Período 1980/83: estatização da dívida

A partir do final da década de 70, o financiamento externo líquido do governo central apresenta um declínio considerável. Inicialmente, as captações externas cobrem todo o déficit comercial e o pagamento de juros da dívida externa, passando, em seguida, a cobrir apenas parte dessas despesas, provocando redução nas reservas e nas aplicações internas e um maior incremento nominal da base monetária, não obstante parcela substancial das despesas financeiras ser ainda coberta com o aumento real da dívida externa, principalmente sob a forma de estatização da dívida privada. Em termos reais, a base monetária é reduzida, enquanto a dívida interna cresce significativamente.

As reservas internacionais do país, após atingirem o recorde de cerca de US\$ 12 bilhões em 1978 (no conceito de "liquidez internacional"), caem para cerca de US\$ 7 bilhões no biênio 1981/82 e para menos de US\$ 4 bilhões em 1982/83 (Tabela A.1 do Anexo).

Os fluxos de captação de recursos externos pelas AM se mantêm, no início dos anos 80, não obstante a mudança na atitude dos credores, que passam então a "racionar" o dinheiro "novo" concedido. Os pagamentos líquidos de juros, no entanto, crescem a taxas bem superiores às dos empréstimos, devido ao incremento inusitado das taxas internacionais e ao próprio aumento da dívida, o que leva à "queima" de reservas cambiais e à reversão do déficit em superávits comerciais crescentes.

O pagamento líquido de juros ao exterior efetivado pelo governo central passa a ser positivo em 1980 (Tabela 3). Até então, as receitas decorrentes das aplicações das reservas superavam as despesas com juros sobre os empréstimos diretos e depósitos, registrados em moeda estrangeira. O "financiamento" do pagamento desses encargos externos crescentes do governo federal e BACEN é realizado, principalmente, pelo incremento dos depósitos registrados em moedas estrangeiras (*DRME*) instituídos a partir de 1976 e, secundariamente, pelas captações diretas (*bônus, syndicated loan* e outros). Assim, a redução das reservas e o aumento do endividamento externo do governo federal e BACEN mantêm-se superiores aos elevados encargos externos e, dessa forma, o impacto monetário das operações externas das AM (*ISE*) é contracionista até 1983.

Tomando o período que vai de 31-12-74 até o final de 1983, o financiamento externo líquido do governo central (*dDELAM*) é de US\$ 31,1 bilhões, enquanto o pagamento líquido de juros (*rDELAM*) atinge US\$ 11,8 bilhões, resultando em US\$ 19,3 bilhões de transferências líquidas de recursos externos para as AM, que representa também o impacto

TABELA 3

## Encargos externos líquidos pagos pelo governo central

(Fluxos em milhões)

Anos	(A)		(B)		(C)		(D)		(E)		(F)		(G) = (E) + (F)	
	Cz\$	US\$	Cz\$	US\$	Cz\$	US\$	Cz\$	US\$	Cz\$	US\$	Cz\$	US\$	Cz\$	US\$
1978	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—19	-1.296	-19	-1.096
1979	—	—	—	—	0,2	7	—	—	0,2	7	—3	-112	-2,8	-105
1980	0,1	1	—	—	25	475	—	—	25	476	32	613	57	1.089
1981	64	503	—	—	109	1.173	—	—	173	1.676	129	1.369	302	3.065
1982	-64	-503	—	—	128	713	—	—	128	710	464	2.568	592	2.799
1983	1.714	1.751	—	—	1.624	2.813	—	—	3.338	4.564	1.497	2.582	4.835	7.156
1984	6.661	892	1.134	618	39	21	533	281	7.301	1.240	5.525	3.013	12.825	4.253
1985	61.181	4.016	1.734	280	73	12	3.695	586	59.257	3.712	16.609	2.681	75.866	6.393
1986	123.014	6.293	—	—	17.291d	1.224	10.833	787	129.472	6.720	54.962	2.784	184.434	9.504
1987 <sup>e</sup>	584.584f	11.941	—	—	39.103	994	45.520	1.152	678.177g	11.783	128.031	3.255	806.208	15.038

088. Com relação ao valor da coluna (A), em 1987, a disponibilidade de informações no momento da realização deste trabalho não permitiu usar o mesmo critério adotado nos períodos anteriores para o valor em dólar somente. Utilizou-se para a conversão em dólares os fluxos operacionais de Avisos e a "conversão da dívida em investimento", do quadro de necessidades de financiamento do setor público.

a Os saldos dos Avisos MF-30 e similares a governos estaduais e municipais no período 1981/86 encontram-se discriminados nos Quadros 1.1 e 1.2 e os fluxos em cruzados no Quadro 1.3 de Brasil, Programa Econômico (BACEN/DEPEC). Exclui transferências do TN e inclui US\$ 820 milhões de avisos para amortizações em 1983.

b Fluxos em cruzados convertidos em dólares pela taxa média anual de câmbio. Inclui, em 1987, Cz\$ 6,7 bilhões de transferências do TN para cobertura de encargos financeiros externos do BACEN.

c Valores correspondentes à rubrica "Rendidas de Empréstimos-Ponte (MF-30)" do Quadro 1.5 de Brasil, Programa Econômico (BACEN/DEPEC).

d US\$ 10,0 bilhões referentes a transferências e US\$ 7,3 bilhões a capitalizações do setor público pelo TN.

e Estimativa.

f US\$ 4,7 bilhões referentes a juros e US\$ 7,2 bilhões a amortizações.

g US\$ 7,9 bilhões referentes a juros e US\$ 7,1 bilhões a amortizações.

monetário contracionista. Em termos médios anuais, as transferências líquidas dos recursos externos para as AM permanecem em US\$ 2,1 bilhões no triênio 1981/83, a mesma média nominal observada do início de 1975 ao final de 1980.

O processo de estatização da dívida externa ganha impulso definitivo e irreversível com a instituição dos depósitos de projetos, em 1983, através dos quais as dívidas externas vincendas do setor privado e público são “pagas”, isto é, depositadas, no Banco Central, que passa a ser o novo devedor junto ao credor externo.<sup>1</sup> Dessa forma, a partir de 1983, o crescimento da dívida externa do setor público e das AM é superior ao da dívida externa líquida total, enquanto a dívida externa do setor privado se reduz (Tabela A.1 do Anexo). Vale lembrar que parte dos depósitos de projetos do setor público no BACEN é financiada no próprio BACEN através dos créditos denominados Avisos GB-588, MF-30, MF-87, similarmente ao que ocorre com o pagamento de encargos externos. De modo geral, esses créditos só são liquidados quando o governo federal concede transferências, aporte de capital ou novo crédito à instituição devedora.

Dentre as medidas adotadas para fazer face à crise externa já evidente no início dos anos 80, destacam-se: a política monetária e creditícia restritiva, a redução dos investimentos públicos e dos subsídios, a política de arrocho salarial e a maxidesvalorização real do cruzado, que afetou profundamente os custos financeiros do setor público, endividado no exterior.<sup>2</sup> Ao mesmo tempo, visando conter as pressões inflacionárias decorrentes do processo de ajustamento externo, os preços dos serviços públicos e das empresas estatais foram controlados a níveis inferiores à evolução de seus custos, levando o setor à inadimplência com relação aos compromissos externos. Dessa forma, o Tesouro Nacional, através das AM ou do governo federal, sofre maior pressão de demanda de fundos por parte do setor público, principalmente para pagamento de encargos externos. Os “Avisos MF-30 e similares”, que são adiantamentos ao setor público, específicos para cobertura do serviço da dívida externa, passam a apresentar valores significativos a partir de 1980, registrando uma média anual de US\$ 2,3 bilhões no período 1981/83 (Tabela 4). No período 1984/87, como veremos, esses “adiantamentos” aumentam ainda mais, fazendo com que o montante de juros externos efetivamente pagos pelas AM seja muito superior aos recursos decorrentes do aumento de sua própria dívida (DRME, depósito de projetos, empréstimos de organismos internacionais, bônus e outros).

<sup>1</sup> Para uma discussão mais abrangente sobre projetos, inclusive *relending*, ver Cavalcanti (1987).

<sup>2</sup> Sobre as políticas de ajustamento, ver Cruz (1984) e Bontempo (1986). Para verificar a redução de subsídios, ver o Quadro “Poupança do Governo em Conta-Corrente” (IBGE e FGV), p. 12 do *Plano de Controle Macroeconômico* (MINIFAZ, jul. 1987).

TABELA 4

*Transferências financeiras externas líquidas — necessidade de financiamento do governo federal e BACEN*  
(Valores em milhões)

Período	Base monetária (A)		Captação líquida de recursos com operações de dívida mobiliária federal (B)		eBM + CLR (C)		Variação da dívida externa líquida do governo federal e BACEN (D)		Aumento dos "depósitos" diversos* (E)	Necessidades de financiamento externo e interno do CC + (F) - (C) + (D) + (E)		Encargos e amortizações externas líquidas e recursos pagos ao CC (G)		Variação das demais aplicações e recursos do CC: (H) = (F) - (G)		Transferência externa líquida do CC: (I) - (H) - (G)	
	C/\$	US\$	C/\$	US\$	C/\$	US\$	C/\$a	US\$b		US\$	US\$	US\$*	US\$	US\$	US\$	US\$	US\$
1971/75 (média anual)	7,4	9,5	16,8	2,619	-3,2	-200,2				2.328,8	-124,5	2.453,3					-165,7
1976/79 (média anual)	79,0	9,5	38,5	5,100	48,2	1.569,0				6.675,0	-347,0	7.022,0					1.916,0
1980	214,0	58,0	272,0	5,717	352,0	3.965,0				9.156,0	1.089,0	8.067,0					2.896,0
1981	390,0	912,0	1.302,0	14,017	880,0	2.999,0				17.016,0	3.065,0	13.951,0					-66,0
1982	874,0	667,0	1.641,0	9,144	2.537,0	4.645,0				13.789,0	2.799,0	10.990,0					1.846,0
1983	1.555,0	-2.245,0	-690,0	-1,189	22.731,0	11.539,0				10.350,0	7.156,0	3.194,0					4.383,0
1984	9.230,0	9.831,0	19.061,0	10,395	55.097,0	-1,438,0				8.956,0	4.253,0	4.705,0					-8.691,0
1985	32.743,0	30.591,0	63.334,0	10,223	188.041,0	35,0				10.256,0	6.393,0	3.865,0					-6.356,0
1986	133.427,0	-62.530,0	40.897,0	2,983	289.406,0	11.776,0			1.842,0	16.611,0	9.504,0	7.107,0					2.272,0
1987	331.091,0	219.045,0	548.136,0 <sup>d</sup>	10,824	3.048.909,0	12.569,0			7.747,0	31.140,0	15.038,0	16.102,0					-2.462,0

FONTE: Quadro de "Dívida Líquida e do NFSP", do BACEN. Ver Tabela 1 e Tabela A.5 do Anexo.

a Conversão em dólares pela taxa média de compra.

b Fluxos calculados pelas diferenças de saldo em dólares e cruzados.

c Representa a variação dos suprimentos do BACEN ao BR para crédito agrícola, cusein, conta movimento, operações com o sistema financeiro e outras despesas não cobertas com recursos fiscais. *HL* é aproximadamente igual aos fluxos de haveres líquidos (Tabela 1) deduzidos os "Avisos MF e similares".

d A taxa média de conversão foi utilizada para a média do período 01.04 a 31.12.87, no qual se concentraram os aumentos da base monetária e CLR. Ainda assim, este dato deve estar superestimando os recursos propiciados às AM para as demais aplicações.

## 4 — Financiamento interno das transferências líquidas de recursos para o exterior — 1984/87

### 4.1 — O caráter financeiro assumido pelo déficit do governo federal e BACEN

O incremento no montante de encargos externos a pagar, aliado à redução e paralisação dos empréstimos externos ao país, teve como consequência a “estagnação” do período 1981/83, acompanhada por sucessivos incrementos do superávit comercial até o equilíbrio em transações correntes. Não obstante o equilíbrio do balanço de pagamentos ao final de 1984, a aceleração inflacionária do final de 1985 refletia o custo desse ajustamento, financiado por um aumento da dívida líquida do setor público, cujo saldo médio em dólares evoluiu de 28,8% do PIB em 1982 para cerca de 55% em 1987.<sup>3</sup>

Como vimos, o financiamento das crescentes despesas financeiras do setor público, especialmente do governo federal e das AM, realiza-se alternada ou cumulativamente através do aumento dos passivos externos e internos e da base monetária. Ao incrementar a dívida interna pública, já bastante elevada, para financiar o pagamento de juros ao exterior, as AM tendem a oferecer taxas nominais de juros crescentes, impondo pressões inflacionárias e restrições ao aumento da produção. Disso resulta que a velocidade de circulação da moeda aumenta, tornando inócua a tentativa de “enxugar” a liquidez real da economia. Assim, o financiamento de “despesas sem retorno” através do aumento da dívida só tem sentido como política de curtíssimo prazo, embora seja inútil como política restritiva da liquidez no médio prazo.<sup>4</sup> Nesse contexto, o impacto monetário expansionista do superávit comercial não é compensado pelas colocações líquidas de títulos públicos, porque essas colocações pressionam as taxas de juros, induzem ao aumento da velocidade de circulação da moeda e, em última análise, apenas “adiam” a monetização da dívida (dada a “inviabilidade” da redução de despesas ou aumento da tributação).

Vale ressaltar que não se pretende atribuir ao pagamento ou aumento dos encargos financeiros externos e internos a causa do déficit de caixa das AM, ou do déficit público de modo geral. A política de endividamento externo para financiar um elevado crescimento econômico concentrador de renda, com distribuição de subsídios a setores capitalizados e projetos estatais inviáveis, tem mais a ver com as possíveis origens do déficit. A

<sup>3</sup> Quadro de “Dívida Líquida do Setor Público” de *Brasil, Programa Económico* (BACEN/DEPEC). Ver também Tabela 1 anterior.

<sup>4</sup> Sobre a efetividade da contenção monetária através do aumento da dívida, bem como sobre a importância dos conceitos de déficit nominal e real, ver Ramalho (1986b, Parte I).

TABELA 5

*Alguns indicadores do peso das despesas financeiras no déficit do governo*

Anos	Juros da dívida interna (Contas Nacionais) Em % do PIB		Serviço da dívida externa líquida paga pelo governo federal e BACEN/Base monetária	Necessidades de financiamento por encargos financeiros/ NFSP atendidas pelo BACEN	Juros líquidos da dívida externa pública (US\$ milhões)
	Dados do IBGE	Dados ajustados — MINIFAZ <sup>a</sup>	(%)	(%)	
1970	1,4	0,7	0,0	—	117
1975	1,2	0,4	0,0	—	508
1980	1,9	0,7	9,8	—	3.339
1981	—	—	31,1	—	5.134
1982	—	—	30,4	—	7.071
1983	—	—	38,3	—	6.336
1984	—	—	100,8	113,5	7.324
1985	10,9	3,7	166,9	120,1	7.128
1986	—	—	103,1	121,8	7.150
1987	—	—	158,1	117,8	7.000

FONTES: Plano de Controle Macroeconômico (MINIFAZ, jul. 1987); Brasil, Programa Econômico (BACEN/DEPEC); e Tabela A.2 do Anexo.

<sup>a</sup> Exclui correção monetária.

natureza do déficit não é financeira (na origem), mas atualmente assume caráter financeiro, dado o círculo vicioso crescente do aumento da dívida para fazer face ao seu próprio pagamento e pela incapacidade, cada vez maior, do setor público em servir à sua própria dívida. Ademais, o extraordinário aumento do peso das despesas financeiras da dívida em relação à receita fiscal e à base monetária revela um estágio de quase inadimplência do governo federal e BACEN.<sup>5</sup>

#### 4.2 — Forma e magnitude do impacto monetário das transferências externas

Veremos agora como se dá o impacto monetário expansionista das operações externas das AM (ISE) ou das transferências de recursos externos realizadas pelo GC a partir de 1984. O governo central, ao não dispor de recursos para adquirir as divisas necessárias ao pagamento de juros de sua dívida externa, financia essas despesas através do aumento da base

<sup>5</sup> Para uma discussão sobre a qualificação da natureza do déficit público como financeiro e sobre o caráter pré-falimentar das finanças públicas, ver Ramalho (1986a).

monetária e/ou da colocação líquida de títulos. Dessa forma, parte considerável do impacto expansionista do superávit comercial não é neutralizada pelo pagamento dos juros externos. É nesse sentido que consideramos o pagamento de encargos financeiros externos do governo central como tendo impacto monetário expansionista. Alternativamente à expansão monetária, o governo tem aumentado a colocação líquida de títulos públicos para reduzir o impacto expansionista do superávit comercial (ou do pagamento de encargos da dívida externa pública). Nos anos 70, a expansão da dívida externa provocou o aumento da dívida interna (de forma compensatória ao impacto do aumento das reservas) e, nos anos 80, especialmente a partir de 1984, a remuneração da dívida externa provoca aumento da dívida interna. Fecha-se, assim, o círculo vicioso de endividamento externo e interno público.

O impacto monetário das operações externas das AM (*ISE*), no período 1984/87, foi expansionista em US\$ 12,2 bilhões (Tabela 4), o que representa US\$ 3 bilhões ao ano (ao contrário do período 1980/83, quando o *ISE* médio anual era contracionista em US\$ 2,3 bilhões). Ainda em 1984/87, os fluxos de base monetária e de captações líquidas de recursos foram de US\$ 3,5 bilhões e US\$ 8,1 bilhões, respectivamente, somando um montante de recursos inferior ao *ISE* do período. Ainda assim, a expansão dos saldos em dólares correntes da base e do *DMF* foram de 98,7 e 114%, respectivamente, entre o final de 1983 e 1987. O *ISE* em 1986 deixou de ser expansionista devido à perda de quase US\$ 5 bilhões em reservas. Em 1987, a moratória implicou maior incremento dos depósitos de projeto, o que contribuiu para reduzir o impacto expansionista das operações externas daquele ano.

Vale ressaltar que no pagamento de juros (*rDELAM*) estamos considerando a cobertura de encargos e uma parcela reduzida de amortizações externas de parte do setor público (exceto nos anos de 1983 e 1987, quando *rDELAM* inclui valores significativos de amortizações de dívida externa pública). O pagamento do serviço da dívida do setor público pelo Banco Central (AM) ocorre através das operações de crédito ao setor público, denominadas "Avisos", que têm reembolso pouco provável, mas, quando ocorrem, são deduzidos do montante de encargos (*rDELAM*) (Tabela 3). A maior parte desses créditos é paga apenas "contabilmente", através de transferências de recursos do TN para esse fim. Além dos "Avisos", outros créditos das AM (como os denominados "Créditos Especiais", "Consolidação de Dívidas", "Saneamento Financeiro") são utilizados diretamente, na maior parte das vezes, para depósitos em pagamento de dívidas anteriores com as próprias AM. Em 1987, parte dos encargos externos do setor público foi paga através de conversão de dívida (do setor público) em capital (do governo federal), o que também foi considerado em *rDELAM*.

O saldo das demais aplicações do governo central, definidas como *HL* na equação (4) do modelo, reduz-se de US\$ 16,8 bilhões em 1981 para US\$ 9,5 bilhões em 1987 (Tabela 1). Medindo a variação das demais aplicações (*dHL*) a partir da variação de fluxos de captação líquida de re-

curros e BM, observa-se redução no fluxo dessas operações: de US\$ 16,8 bilhões em 1981 para US\$ 9,0 bilhões em 1987 (Tabela 4).

Em ambos os critérios as demais aplicações líquidas das AM (*HL*) mostram clara tendência declinante até 1985 e alguma recuperação no período 1986/87. Na tabela de fluxos (Tabela 4), a recuperação em 1987 está superestimada. Os haveres brutos do governo federal e BACEN (suprimentos ao BB para crédito aos setores privado e público, créditos a instituições financeiras e fundos e programas), exceto os “empréstimos-ponte”, tiveram incremento (do saldo em dólar) de 41% em 1986 e redução de 42% em 1987. Se descontássemos, ao invés dos “empréstimos-ponte”, os saldos ou fluxos de Avisos (Tabela 3), a redução das demais aplicações (*dHL*) torna-se extremamente elevada. De fato, o saldo acumulado de “Avisos-MF” mais as transferências do TN para o mesmo fim atingiram cerca de US\$ 33 bilhões no período 1981/87.

#### 4.3 — Esgotamento das políticas recentes de financiamento do déficit

O processo de financiamento do setor público (especialmente do governo central) através da estatização da dívida externa foi bastante significativo no período 1984/87, mas já está próximo do esgotamento. A dívida externa pública já representa cerca de 80% do total da dívida externa, e os credores mostram-se totalmente avessos à possibilidade de oferecer novos créditos em montantes significativos.

A média anual de pagamentos líquidos de juros pelo governo central no período 1983/86 foi de US\$ 6,3 bilhões, sendo que somente os juros líquidos devidos pelo próprio BACEN atingiram US\$ 3,3 bilhões em 1987. Esses valores são 514 e 222%, respectivamente, superiores ao aumento médio anual da base monetária no período, e a tendência é que aumentem, devido à continuidade do processo de estatização do que resta de dívida privada, ao refinanciamento de parte dos juros, aos eventuais novos recursos de instituições internacionais e, também, aos prováveis aumentos nas taxas internacionais. Dado o elevado nível de endividamento já atingido, os aportes de recursos decorrentes de operações de “estatização da dívida” tendem a se tornar cada vez menos significativos para financiar os juros devidos ou para reduzir o impacto monetário expansionista. Ademais, deve ser lembrado que as operações de *relending* que representam transferência de dívida da AM para o setor privado têm impacto monetário expansionista. O mesmo pode ocorrer com algumas operações de conversão de dívida em investimento.<sup>6</sup> Como não há recursos fiscais sufi-

<sup>6</sup> Para uma discussão sobre o impacto monetário das diversas operações de conversão de dívida externa em investimento, ver Jaloretto e Hayashi (1987), Monteiro (1987) e Malan e Paiva (1987).



cientes para compensar o impacto desse conjunto de operações externas, a economia tende a um impasse entre o pagamento de encargos e a recessão e/ou a hiperinflação.

A possibilidade de reduzir as demais aplicações do governo federal e BACEN, com o fim de acomodar as despesas financeiras externas e reduzir o déficit, embora não possa ser descartada, não é, porém, a panacéia apregoada. De qualquer forma, o incremento do serviço da dívida externa reduziu significativamente as disponibilidades das AM para aplicações. A continuidade da redução dessas aplicações, além do risco recessivo, enfrenta ainda problemas de natureza política, muito embora a rediscussão de prioridades seja sempre um exercício salutar. Ainda que seja possível reduzi-las, o saldo dessas aplicações é pouco significativo frente às despesas com encargos externos líquidos pagos pelas AM, que somente no período 1984/87 somaram US\$ 35 bilhões, superiores, portanto, ao saldo das demais aplicações — *HL* (Tabelas 1 e 3).

Mesmo para os mais ortodoxos, vai ficando claro que o país, principalmente o setor público, não tem condições de fazer face ao pleno pagamento de juros, com taxas fixadas pelos países credores e sendo a receita de exportações função de preços também fixados pelos países credores. As “forças do mercado internacional” mostram tendência secular de deterioração dos termos de intercâmbio dos países periféricos. Supondo que a taxa de juros internacionais tivesse ficado nos níveis de 1977, o país poderia ter evitado um aumento da dívida externa de US\$ 80,9 bilhões, apenas no período 1979/85 [ver Silva (1986, Tab. 13)]. Se incorporarmos a essa simulação os efeitos decorrentes da deterioração dos termos de intercâmbio, fica ainda mais clara a natureza perversa do processo de endividamento externo.

Por outro lado, a dívida interna federal mostra-se extremamente elevada, com possibilidades de expansão real muito reduzidas, a não ser à custa de taxas de juros hiperinflacionárias. Assim, o processo de transformação da dívida externa em interna perde sua eficácia original. Os encargos totais com a dívida mobiliária federal são também bastante elevados e, juntamente com os encargos externos das AM, exigem montantes crescentes de expansão monetária, ou de endividamento público, uma vez que a carga tributária líquida (e bruta) é decrescente. Essas características tendem a configurar uma situação de clara “inadimplência” para o governo federal e BACEN, ou um potencial veículo de pressões inflacionárias explosivas.

A dívida mobiliária federal em poder do público evoluiu de uma participação no total de haveres financeiros de 4,4% em 1965 para cerca de 30% em 1974, 48% em 1985 e 57% em 1987 (Tabela 2). Este crescimento se fez com o aumento bastante expressivo das taxas de juros nominais e do giro dos títulos o que resultou na queda dos aportes líquidos de recursos ao TN e no aumento da despesa financeira. A captação líquida de recursos com as colocações líquidas de títulos, que chega no início dos anos 70 a representar valores equivalentes à totalidade da receita fiscal,

representam no período 1984/87 apenas 8,17%, em média, da receita fiscal, não obstante o significativo incremento do saldo em dólares dessa dívida: 28,5% a.a.

Em 1987, o governo se utilizou também dos depósitos do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos (SBPE), cuja taxa de remuneração é superior à dos títulos públicos, para evitar maiores incrementos na base monetária e na dívida interna. Com o retorno desses recursos ao sistema, poderemos ter o efeito evitado aumentado de juros e correção monetária. Considerando os "depósitos diversos", cujo principal componente são os depósitos do SBPE, no total da dívida remunerada do governo central (Tabela 1), o aumento no saldo em dólares dessa dívida é de 416% no período 1981/87. Dessa forma, as possibilidades de expansão do endividamento interno, como forma compensatória ao impacto monetário do setor externo, estão praticamente esgotadas. A ultrapassagem dos limites de endividamento interno podem inviabilizar o aumento das atividades produtivas.

Examinando as despesas públicas pela ótica das Contas Nacionais, observa-se que os investimentos públicos, os subsídios e as transferências para assistência e previdência social reduziram-se significativamente a partir de 1980 (analisando os gastos como percentagem do PIB). Em 1986, as estimativas de poupança em conta corrente (tida como igual ao investimento do governo) apresenta uma recuperação em níveis próximos ao verificado em 1982. Os dados das Contas Nacionais referem-se à administração pública federal, estadual e municipal, classificada como governo central, ou governo, mas distinta do conceito de governo central (GC) adotado no modelo utilizado nesse trabalho, que inclui o governo federal e as autoridades monetárias.

A despesa corrente do governo (Contas Nacionais) com pessoal, após significativa queda no período 1982/84, apresenta recuperação em 1985, estimando-se que esteja ainda em níveis inferiores (como percentual do PIB) aos de 1982. As transferências à assistência e previdência social foram também significativamente reduzidas a partir de 1983. O déficit das contas consolidadas dos fundos de assistência e previdência evolui de 11% da sua receita corrente (exclusive doações) em 1981 para 0,4% em 1984. Em termos de fluxos financeiros acompanhados pelo Banco Central, a situação da previdência social junto ao sistema financeiro mantém-se superavitária até 1987 (recursos da previdência junto aos bancos comerciais superiores aos adiantamentos recebidos), enquanto a carteira de títulos públicos da previdência evolui de Cz\$ 0,4 milhão em 1984 para Cz\$ 135 bilhões em novembro de 1987.

Independentemente dos critérios de análise das contas públicas, parecem ainda evidente o aumento da lacuna na área de gastos com saúde, educação e bem-estar social em geral, que têm sido sucessivamente adiados, bem como as necessidades de reaparelhamento e investimentos junto ao setor público. Ademais, o investimento privado mostra, tradicionalmente, forte dependência em relação ao investimento e crédito concedido pelo setor público, sem os quais o processo de crescimento econômico tem ficado

comprometido. O aumento das transferências de recursos ao exterior, no entanto, reduziu a poupança pública (e privada) disponível para investimento, levando o país a praticamente renunciar ao processo de desenvolvimento a partir de 1980.<sup>7</sup> Não obstante a trajetória inflacionária, o crescimento econômico é imprescindível ao país para, pelo menos, evitar o aumento do desemprego e da miséria.

## 5 — Possibilidades de ajustamento

Não obstante a aparente incompressibilidade dos gastos públicos, o “saneamento” das finanças públicas é fundamental para uma política de estabilização. Nesse sentido, não há como fugir ao aumento da carga tributária líquida, à continuidade do realinhamento dos preços públicos, à racionalização das aplicações dos gastos públicos e, principalmente, a uma solução definitiva para o extorsivo pagamento de juros ao exterior. Ao mesmo tempo, não se pode negligenciar o papel das expectativas e da credibilidade dos agentes econômicos em relação ao poder público para uma política de estabilização.

O corte de gastos é uma questão delicada, tendo em vista a enorme dívida social do país e a dependência da produção agrícola em relação ao crédito público. No entanto, nem todas as obras governamentais e concessões de subsídios são necessárias. Uma demonstração transparente dos diversos orçamentos públicos e dos resultados da concessão de créditos favorecidos e subsídios poderá indicar “despesas” cujo corte não implicará prejuízo à sociedade. Novamente, as despesas públicas que mais cresceram nos últimos anos foram as financeiras, especialmente as relativas ao pagamento de juros externos. Assim, uma renegociação externa soberana, capaz de reduzir substancialmente a remessa de recursos ao exterior, é fundamental para o reequilíbrio das contas públicas, com implicações favoráveis na redução do nível interno da taxa de juros.<sup>8</sup>

A carga tributária bruta foi reduzida de 26,3% do PIB em 1975 para 22,2% em 1985, enquanto a carga tributária líquida evoluiu de 15,3 para 8,9%, respectivamente, tomando como base os dados das Contas Nacionais,

<sup>7</sup> Para verificar simulações sobre poupança interna, investimento, crescimento do PIB e transferências, ver Batista Jr. (1986). Ainda sobre a necessidade de redução das transferências externas para viabilizar o crescimento econômico, ver Marques (1986).

<sup>8</sup> Para uma discussão sobre políticas de estabilização em países latino-americanos endividados, ver Sachs (1987), que sugere que o problema mais grave nos países latino-americanos é a crise fiscal (p. 41) que decorre da reversão do processo de transferências de recursos para o exterior (p. 30). Embora ortodoxo quanto à necessidade de uma política fiscal austera e rigorosa, Sachs sugere que a principal medida fiscal necessária à política de estabilização é a redução dos pagamentos de juros externos sobre a dívida do setor público, citando exemplo de políticas adotadas em países latino-americanos (pp. 36-7).

do IBGE, ajustados. Essa alteração se deve à queda da receita e ao aumento das despesas com juros da dívida interna. Sem considerar os citados ajustes, os dados do IBGE mostram que a receita tributária líquida se reduz em 1985 a 1,7% do PIB, enquanto a poupança do governo é negativa em 8,0% do PIB.<sup>9</sup>

As medidas de aumento da receita tributária adotadas em novembro de 1986 e, novamente, sob outra roupagem, ao final de 1987 não lograram a efetivação esperada, ao mesmo tempo em que não se encontraram fórmulas capazes de evitar evasões fiscais significativas. De toda forma, a questão terá de ser novamente enfrentada para equacionar o problema do déficit público.

A consecução dessas metas transcende a mera decretação de medidas. É também um problema político. O governo deverá ser incansável em demonstrar à sociedade o estado atual de suas finanças e as opções que se colocam para o seu equilíbrio. O setor público deve ser oferecido à fiscalização privada, assim como os inúmeros privilégios fiscais e creditícios ao setor privado devem ser discutidos e definidos pela sociedade. Não nos parece que a consecução dessas e outras medidas necessárias à continuidade do crescimento econômico possam ser adotadas por gabinetes e/ou partidos políticos isolados. Embora a atuação dos técnicos e políticos seja fundamental, a participação efetiva da sociedade e o maior grau de profissionalismo no setor público (que representa boa parte da economia como um todo) são imprescindíveis. Apenas com maior transparência, com a participação efetiva da sociedade, e através do rompimento das tradições políticas clientelistas, poderemos evitar a recessão e a hiperinflação.

## 6 — Conclusões

Esse trabalho procurou mostrar que a reversão das transferências de recursos externos ao país ocorrida na presente década significou também a reversão do processo de crescimento, mas não o de endividamento externo e interno iniciado ao final da década de 60. O processo de ajustamento adotado para viabilizar as transferências líquidas de recursos ao exterior caracterizou-se, de um lado, pelas desvalorizações cambiais reais e aumento nas taxas de juros internas, que oneram o setor público crescentemente endividado, e, de outro, pelos subsídios e incentivos ao setor exportador e substituidor de importações, bem como a outros setores público e privado, pela redução da demanda agregada, e pelo controle de preços das estatais, que reduzem as receitas do setor público. As políticas de ajusta-

<sup>9</sup> Para uma análise da evolução das contas do governo central (no conceito de contas nacionais) e da redução da carga tributária líquida, ver Alves (1987, pp. 5 e 9).

mento lograram a obtenção do equilíbrio externo, mas provocaram desequilíbrio interno, através do aumento do déficit público e de seu financiamento interno.

O elo de ligação entre a promoção do equilíbrio externo e o desequilíbrio interno é propiciado pelo processo de estatização da dívida externa e pela transformação de dívida externa em interna. Em 1974, apenas 20% da dívida externa total líquida eram de responsabilidade do setor público. À medida, porém, que as condições financeiras externas e as relações de troca do país se deterioraram, a dívida externa foi progressivamente transferida ao setor público, que a partir de 1986 passa a deter cerca de 80% da dívida externa total. Parte substancial dessas obrigações é assumida pelo governo central (GC), cuja posição evolui de credor líquido em meados dos anos 70 (reservas superiores às obrigações) para devedor de 48% da dívida externa total líquida ao final de 1987.

Com a redução dos fluxos de recursos externos para o país, o governo federal e o BACEN perdem substancial fonte de financiamento de suas aplicações internas, as quais tiveram de ser reduzidas, e finalmente são obrigados a financiar internamente a remuneração de uma dívida interna e externa cerca de três vezes maior do que as suas receitas fiscais.

Apenas o pagamento integral dos juros da dívida externa do governo federal e BACEN representaria, atualmente, um desembolso (para compra de divisas) ou emissão correspondente a um aumento real de aproximadamente 60% da base monetária. Além desses juros, o governo federal e as AM têm pago também juros de empresas do setor público, através de créditos e transferências, e os relativos à dívida interna.

Dada a insuficiência das receitas fiscais para cobrir as despesas típicas de governo necessárias ao país e o nível já extremamente elevado da liquidez e da dívida interna pública, o pagamento dos encargos externos é inviável, hiperinflacionário e recessivo.

A experiência mostra que não se pode esperar muita compreensão dos países credores em relação aos problemas dos países endividados, sendo necessário uma atitude firme e decisiva por parte do próprio país em relação à redução dos pagamentos do serviço de sua dívida. Os obstáculos a uma ação desse tipo, no nosso entendimento, situam-se mais na esfera interna (coesão e apoio político) do que em possíveis ações retaliativas dos credores. Deve-se mencionar ainda a improbabilidade do retorno ao país de fluxos significativos de investimentos externos, os quais têm evitado os países periféricos, mesmo aqueles que dão tratamento bastante privilegiado e esses recursos.<sup>10</sup> Em suma, o país precisa definir e se pôr de acordo com uma nova estratégia de crescimento econômico.

<sup>10</sup> Sobre o comportamento recente dos fluxos de investimentos internacionais, ver Malan (1987).

O não pagamento de juros representaria um alívio fundamental à situação das finanças do governo federal, mas não é suficiente para viabilizar a retomada do processo de crescimento do país. Para tanto, são necessários também mais eficiência e critério nos gastos públicos, assim como o suporte político da sociedade. A má aplicação dos recursos públicos ao longo de tantos anos e a falta de transparência e diálogo têm, sem dúvida, influência sobre a situação financeira atual. No entanto, a impagabilidade da dívida externa do país decorre mais da perversidade de seus próprios termos.

## 7 — Notas sobre os dados do trabalho

A maior parte dos dados aqui apresentados provém dos quadros de dívida líquida e necessidades de financiamento do setor público, do balancete consolidado das autoridades monetárias e do balanço de pagamentos.<sup>11</sup>

Deve ser ressaltado que o objetivo das tabelas deste trabalho é apenas o de apresentar algumas informações indicativas de tendências. O modelo de análise utiliza os conceitos de “dívida líquida” para medir o déficit abaixo da linha e os de NFSP para os gastos acima da linha, de forma bastante agregada, com exceção dos encargos da dívida externa. A maior exatidão exigiria utilização de séries mensais, melhor tratamento e abertura das informações disponíveis, o que foge aos limites que traçamos para este artigo.

São necessários esclarecimentos a respeito dos números relativos ao endividamento e pagamentos de encargos externos. A dívida externa total em dólares apresentou variações em razão, também, da valorização (ou desvalorização) da dívida em moedas européias e ienes japoneses relativamente à moeda americana. A maior parte do crescimento da dívida pública externa, particularmente a dívida externa das AM, se deve, no período mais recente, aos aumentos nos “depósitos de projetos”, ou depósitos em moedas estrangeiras, que caracterizam a “transferência” da dívida do setor privado para as AM. A comparação de fluxos, apurados por diferenças de saldos, ou por conversão de fluxos em cruzados, às vezes originados em moedas distintas, acarretam problemas de compatibilização e algumas distorções. Não obstante, as tendências apontadas são confirmadas quando se comparam as informações decorrentes da utilização do modelo apresentado com dados do balanço de pagamentos e do orçamento monetário.

<sup>11</sup> Para um esclarecimento conceitual relativo aos componentes da dívida líquida e das necessidades de financiamento do setor público, ver BACEN (1986), Ribeiro e Queiroz (1987), Santos (1987) e Jaloretto (1987).

Anexo

TABELA A.1  
*Divida externa pública*  
 (Fluxos em US\$ milhões)

	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987 <sup>a</sup>
(X1) Divida externa líquida total = (X2) + (F) <sup>b</sup>	13.602	20.146	24.426	29.480	38.248	44.297	55.852	64.371	79.210	87.059	87.770	91.584	104.285	111.679
(X2) Divida externa do setor privado, e financeiro público = (X1) - (F)	10.852	13.072	15.715	16.475	22.512	20.193	24.149	27.138	31.117	25.078	24.781	21.610	22.478	24.537
(A) Divida externa pública registrada direta	8.533	11.461	14.852	19.309	25.120	32.364	36.632	40.575	45.503	58.975	70.569	77.444	86.140	90.478
(9) Divida externa pública de curto prazo (não-registrada)	933	1.651	2.729	2.573	3.531	2.235	4.482	5.966	8.701	6.717	4.078	3.262	3.826	6.142
(C) BACEN <sup>c</sup> do setor privado no prazo	—	—	29	1.116	2.516	2.972	3.438	4.582	4.637	6.938	5.799	4.881	3.161	2.419
(D) Setor público financeiro (Resolução 53 e Lei 4.131) <sup>d</sup>	1.447	1.998	2.955	2.737	3.636	3.778	4.926	6.775	7.263	6.567	6.059	5.191	4.588	4.468
(E) Reservas das AMF	5.268	4.040	6.344	7.256	11.895	9.089	6.913	7.935	3.485	3.972	11.348	10.452	6.760	5.960
(F) Divida externa pública total líquida ajustada = (A) + (B) + (C) - (D) - (E) <sup>e</sup>	2.750	7.074	8.711	13.005	15.736	24.104	31.703	37.233	48.093	61.991	63.039	66.914	818.071	87.139
(G) Divida externa bruta do governo federal e BACEN = (F) + (I)	1.372	1.842	2.489	9.218	11.451	13.767	14.976	18.097	19.192	31.218	37.156	36.325	43.843	54.109
(H) DRMF	—	—	82	3.114	7.021	8.286	9.274	12.243	9.615	11.658	10.815	9.051	5.716	3.719
(I) Depósitos de projetos, Clube de Paris, FMI, bônus, <i>syndicated loan</i> , CCF, outros (divida registrada do governo federal e BACEN) <sup>f</sup>	1.372	1.842	2.387	3.104	4.430	5.471	5.702	5.854	9.577	19.562	25.341	27.274	38.127	50.390
(J) Divida externa do governo federal e BACEN líquida (DELAM) = (G) - (I)	-38.97	-2.198	-4.075	-1.038	-444	4.078	8.063	11.062	15.707	27.246	25.808	25.843	37.519	50.186

a. Estimativa.

b. Na apuração da divida líquida total, considerou-se a dedução das reservas no conceito de liquidez internacional, que inclui também as reservas do Banco do Brasil, não incluídas no conceito adotado para a apuração da divida líquida do setor público (linha F).

c. Dados disponíveis a partir de 1981. Para o período anterior, os valores são estimados.

d. Dados disponíveis a partir de 1980. Os dados do período anterior são estimados com base na participação dos depósitos do setor privado em relação ao total dos DRMF, ocorrida no período 1980/81.

Fonte: DEPEC/DIPIRO.

e. Os dados referentes à Lei 4.131 do setor público financeiro no período 1974/80 são estimados.

f. Exclui reservas do Banco do Brasil no período 1981/86.

g. Esses valores são idênticos aos de "divida externa" no Quadro 12 (Divida Líquida do Setor Público) do documento Brasil, Programa Econômico (BACEN/DEPEC).

h. Exclui DRMF do governo federal, que variam de 0 a US\$ 387 milhões no período 1981/86.

i. O valor dessas obrigações pode ser encontrado subtraindo-se do saldo da divida do BACEN e governo federal o saldo dos DRMF.

j. O sinal negativo indica haveres líquidos.

TABELA A.2

## Pagamento de juros externos

(Fluxos em US\$ milhões)

Anos	Juros líquidos total (dDEE) <sup>a</sup> (A)	Juros líquidos do setor público <sup>b</sup> (B)	Juros líquidos do governo central <sup>c</sup> (C)
1974	652	128	-120
1975	1.498	508	-129
1976	1.809	626	-36
1977	2.103	898	-151
1978	3.698	1.085	-1.096
1979	4.185	2.200	-112
1980	6.311	3.339	613
1981	9.161	5.134	1.389
1982	11.354	7.071	2.588
1983	9.555	6.336	2.592
1984	10.203	7.324	3.013
1985	9.659	7.128	2.681
1986	9.093	7.150	2.784
1987 <sup>d</sup>	8.900	700	.3255

<sup>a</sup> Fonte: balanço de pagamentos -- *Boletins* do Banco Central.

<sup>b</sup> Fonte: para 1980 e 1982/84, dados estimados pelo DEPEC/DIBAP no trabalho *Evolução da composição setorial do balanço de pagamentos brasileiro — 1985*. Para o restante do período, estimados pelo autor.

<sup>c</sup> Fonte: Tabela A.3. O sinal negativo indica receita líquida.

<sup>d</sup> Estimativa.



TABELA A.3

*Encargos externos devidos pelas autoridades monetárias<sup>a</sup>*

(Fluxos em milhões)

Anos	Juros sobre depósitos e obrigações em moeda estrangeira <sup>b</sup>		Outros encargos externos <sup>c</sup>		Rendas de aplicações no exterior		Juros líquidos devidos pelas AM	
	(A)		(B)		(C)		(D) = (A) + (B) - (C)	
	Cz\$	US\$	Cz\$	US\$	Cz\$	US\$	Cz\$	US\$
1974 <sup>d</sup>	—	—	0,4	53	1	174	-0,6	-120
1975 <sup>d</sup>	—	—	0,9	109	2	238	-1,1	-129
1976 <sup>d</sup>	—	—	1,5	142	2	178	-0,5	-36
1977 <sup>d</sup>	—	—	2,5	177	5	328	-2,5	-151
1978	—	—	4,5	253	24	1.349	-19	-1.096
1979	15	562	11	413	29	1.087	-3	-112
1980	50	950	27	518	45	855	32	613
1981	140	1.507	62	668	73	786	129	1.389
1982	360	2.006	197	1.100	93	518	464	2.588
1983	711	1.231	989	1.713	203	352	1.497	2.592
1984	2.837	1.547	4.368	2.382	1.680	916	5.525	3.013
1985	7.551	1.219	14.887	2.403	5.829	941	16.609	2.681
1986	10.919	804	35.477	2.611	8.568	631	54.962	2.784
1987	18.556	472	126.444	3.215	16.969	431	128.031	3.255

<sup>a</sup> Fluxos originais em cruzados convertidos em dólares pela taxa média anual. Considera apenas os encargos externos devidos pelas AM.  
<sup>b</sup> De 1978 a 1981: dados estimados. 1982 a 1983: dados da demonstração de resultados do BACEN. 1984 a 1986: dados do Quadro 1.5 de *Brasil, Programa Econômico* (BACEN/DEPEC).

<sup>c</sup> Encargos sobre bônus, *syndicated loan*, projetos e outras obrigações externas das AM. De 1974 a 1983: dados estimados. De 1984 a 1987: dados do Quadro 1.5 citado acima.

<sup>d</sup> Estimativa.

TABELA A.4

Financiamento externo líquido do setor público (dDELSP) e impacto das operações externas das AM (ISE)

(Fluxos em US\$ milhões)

Anos	dDELSP = fi- nanciamento externo líquido do setor público <sup>a</sup>	rDELSP = en- cargos externos líquidos do setor público <sup>b</sup>	dDELSP - DELSP = transferências externas líqui- das ao (+) ou do (-) setor público (C) = (A) - (B)	dDELAM = fi- nanciamento externo líquido do governo central <sup>a</sup>	rDELAM = pa- gamento líquido de juros do GC e amortizações <sup>c</sup>	(ISE) = trans- ferências ex- ternas líquidas para (+) ou das (-) AM = ISE (F) = (D) - (E)	dRI = variação das reservas internacionais <sup>d</sup>
	(A)	(B)		(D)	(E)		(G)
1975	4.324	508	3.816	1.699	-129	1.828	-1.229
1976	1.637	626	1.011	-1.877	-36	-1.841	2.504
1977	4.294	895	3.398	3.037	-151	3.188	712
1978	2.731	1.085	1.646	594	-1.096	1.690	4.639
1979	8.368	2.200	6.168	4.522	-105	4.627	-2.206
1980	7.599	3.339	4.260	3.985	1.089	2.896	-2.776
1981	5.530	5.134	396	2.999	3.065	-66	594
1982	10.860	7.071	3.879	4.645	2.798	1.847	-3.515
1983	13.898	6.336	7.562	11.539	7.156	4.383	569
1984	1.048	7.324	-6.276	-1.438	4.253	-5.691	7.432
1985	6.875	7.128	-253	35	6.393	-6.358	-387
1986	11.983	7.150	4.743	11.886	9.017	2.759	-4.848
1987 <sup>e</sup>	5.332	7.000	-2.332	12.569	15.038	-2.469	200

a Fonte: Tabela A.1.

b Fonte: Tabela A.2.

c Fonte: Tabela 3 — inclui Avisos para depósitos de projetos (que aumentam DELAM).

d Fonte: Boletins Mensais do BACEN — conceito "Liquidez Internacional".

e Estimativa.

TABELA A.5

*Necessidades de financiamento do setor público (NFSP) –  
conceito nominal*

(Fluxos em Cz\$ milhões)

	1984	1985	1986	1987 <sup>a</sup>
(A) Necessidades de financiamento do setor público, atendidas pelo BACEN (governo federal)	38.401	207.226	282.908	2.087.674
Encargos financeiros	43.569	248.912	344.982	2.458.266
Externos	11.676	74.095	151.722	767.105
Encargos externos	4.992	12.914	26.995	82.511
Empréstimos-ponte <sup>b</sup>	6.684	61.181	124.727	684.594
Custo da dívida mobiliária <sup>c</sup>	31.913	174.817	193.260	1.691.181
Saneamento dos bancos estaduais	—	—	16.018	42.413
Créditos especiais	—	5.975	2.984	22.036
Financiamento interno de fundos e programas	-4.297	-38.251	-46.296	-367.374
Títulos federais	-1.933	-13.428	-35.211	170.078
Saques de depósitos registrados em moeda estrangeira	-705	5.316	25.865	23.924
Financiamento externo	3.964	-723	-55.979	-323.555
Demais despesas e financiamentos	-2.208	-575	30.545	402.022
(B) Financiadas fora do BACEN	51.708	179.755	122.932	1.653.563
Por instituições financeiras	45.678	153.680	93.430	1.302.729
Por empreiteiras e fornecedores	1.659	1.108	1.570	17.240
Por dívida mobiliária estadual e municipal líquida	4.371	24.967	27.932	333.594
(C) Necessidades de financiamento do setor público = (A) + (B)	90.118	386.981	405.840	3.741.237
Encargos financeiros NFSP no BACEN (%)	113,5	120,1	121,8	117,8
Financiamento interno do BACEN = (I) + (II)	19.178	86.954	69.591	584.884
(I) Base monetária	5.105	32.743	133.427	331.094
(II) Colocação líquida de títulos = (1) + (2)	14.073	54.211	-63.856	253.790
(1) Captação líquida de recursos	9.831	30.591	-92.530	217.045
(2) Custo da dívida mobiliária "rolado"	4.242	23.620	28.674	36.745

FONTE: Quadro 1.3 do Programa de Ajustamento (BACEN).

<sup>a</sup> Estimativa.<sup>b</sup> Referem-se a empréstimos das AM ao setor público para cobertura de encargos predominantemente na forma de Avisos MF-30 e similares.<sup>c</sup> O custo da DMF é calculado aqui com base na correção monetária, embora a variação dos saldos da DMF em poder do público, no Quadro 1.1 (Dívida Líquida) do Programa de Ajustamento, seja obtido através da correção cambial das OTN. O custo nominal é obtido deduzindo-se da variação do saldo da DMF o valor da captação líquida de recursos.

TABELA A.6

## Fluxo e custo da dívida mobiliária federal

(Valores em milhões)

Anos	DMF total (saldo) <sup>a</sup>	DMF em poder do público		Cautião de livros de recusos <sup>c</sup>	Haveres financeiros totais <sup>d</sup>		Haveres financeiros não-monetários <sup>e</sup>		Haveres financeiros monetários		PIR	
		Cz\$	Uz\$		Cz\$	Uz\$	Cz\$	Uz\$	Cz\$	Uz\$	Cz\$	Uz\$
1970	10	10	4	3	63	12.727	28	28	35	184,4	42.590	
1971	14	14	4	4	95	16.964	48	47	45	260,4	49.560	
1972	26	24	10	7	142	22.977	78	62	64	348,6	59.100	
1973	38	33	9	7	217	35.113	123	118	94	487,2	80.030	
1974	48	37	14	-3	292	39.486	167	166	125	713,0	105.710	
1975	98	81	26	32	466	51.663	286	269	180	1.006,9	124.390	
1976	154	140	69	11	695	51.904	436	428	249	1.626,2	153.210	
1977	240	204	69	22	1.017	63.732	674	638	343	2.497,5	176.660	
1978	368	314	110	9	1.543	74.254	1.039	1.015	484	3.620,9	201.410	
1979	522	397	84	-4	2.577	60.879	1.739	1.514	838	6.041,5	226.460	
1980	842	616	218	68	4.342	66.626	2.914	2.682	1.428	12.638,3	240.270	
1981	3.068	2.144	1.528	912	10.567	83.100	8.066	7.253	2.501	24.737,5	286.320	
1982	4.527	4.527	2.383	667	23.916	95.127	18.267	17.393	4.549	42.147,8	288.280	
1983	25.437	15.142	10.615	-2.245	68.350	69.816	59.173	46.585	9.177	118.134,8	204.720	
1984	90.276	63.360	41.744	9.831	236.125	75.166	210.427	201.604	27.698	397.967,7	211.600	
1985	402.733	276.335	204.510	39.591	950.882	91.081	838.923	803.700	111.859	1.436.073,1	226.970	
1986	1.107.497	259.219	82.864	-92.530	2.292.289	154.297	1.836.915	1.544.011	455.374	3.687.473,1	271.420	
1987 <sup>f</sup>	4.537.331	2.206.968	1.847.758	217.045	9.022.993	125.506	7.866.585	6.602.620	1.056.238	—	300.000	

FONTE: *Boletins Mensais do BACEN e Brasil, Programa Econômico (BACEN/DEPEC).*

a. Inclui os títulos federais na carteira própria do BACEN.

b. Dívida interna em poder do público. De 1970 a 1980 e 1987, os saldos e fluxos da DMF são calculados considerando a correção monetária para atualização do valor das NTN com correção cumulativa. De 1981 a 1983, consideram-se as correções correntes (monetária e cambial) para os saldos e fluxos. De 1984 a 1987, consideram-se as correções correntes para os saldos, conforme os dados do Quadro 1.1 (Dívida líquida) de *Brasil, Programa Econômico*, e a correção monetária para os fluxos. De 1981 a 1986, os dados têm como fonte a linha 1.1 do Quadro 1.1 do *Programa de ajustamento (BACEN)*. Para os demais períodos: *Boletins Mensais do BACEN*.c. Cautião líquida de recursos = colocação de títulos menos pagamentos de encargos e principal. De 1983 a 1986, os dados têm como fonte a penúltima linha do Quadro 1.5 (MFRACE) do *Programa de ajustamento (BACEN)*. Para o período anterior a fonte é o Quadro "Avaliação de Recursos", dos capitulos de Finanças Públicas dos *Relatórios Anuais do BACEN* (ver Tabela A.5).

d. Saldos transformados em dólares pela taxa de compra de fim de período. Inclui os títulos federais na carteira própria do BACEN.

e. Fluxos transformados em dólares pela taxa média de compra.

f. Estimativas.

## Abstract

*The paper points out that the external adjustment process undertaken by the Brazilian economy was done at the expense of the public sector, causing an internal disequilibrium since most of the external debt became domestic public debt, what has aggravated the public deficit problem.*

## Bibliografia

- ALVES, Sílvio Rodrigues. *O desafio de déficit público*. BACEN/DEPEC, ago. 1987, mimeo.
- ARIDA, Pérsio. Déficit, dívida e ajustamento: uma nota sobre o caso brasileiro. *Revista de Economia Política*, São Paulo, 5 (4), out. 1985.
- BACEN. Dívida líquida do setor público. Separata do *Informativo Mensal*, (66), jan. 1986.
- BATISTA JR., Paulo Nogueira. *Formação de capital e transferência de recursos ao exterior*. Rio de Janeiro, FGV/IBRE/CEMEI, set. 1986, mimeo.
- BONTEMPO, Hélio César. Aspectos das políticas de ajustamento à crise financeira internacional. *Revista Monetaria*, México, 1986.
- CASTRO, Antonio Barros de. *A economia brasileira em marcha forçada*. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1985.
- CAVALCANTI, Carlos Brandão. *Transferência de recursos e substituição de dívida externa por dívida interna*. Brasília, UnB, set. 1987, mimeo.
- CRUZ, Paulo Davidoff. *Dívida externa e política econômica*. São Paulo, Brasiliense, 1984.
- FRAGA NETO, Armínio, e RESENDE, André Lara. O déficit público: um modelo simples. *Revista de Economia Política*. São Paulo, 5 (4), out. 1985.
- JALORETTO, Cláudio. *Endividamento do setor público — uma comparação entre os conceitos existentes*. BACEN/DESPA/REPEC, mar. 1987, mimeo.
- JALORETTO, Cláudio, e HAYASHI, Lauro. *Renegociação da dívida externa — uma avaliação do impacto monetário*. BACEN/DESPA/REPEC, jul. 1987, mimeo.

- LUNDBERG, Eduardo Luiz. O desequilíbrio financeiro do setor público — restrição externa, restrição orçamentária e restrição monetária — uma nota. *Estudos Econômicos*, São Paulo, 16 (2), maio/ago. 1986.
- MALAN, Luiz Sampaio. *Fluxos de investimentos externos* — uma nota. BACEN/DEPEC, dez. 1987, mimeo.
- MALAN, Luiz Sampaio, e PAIVA, Stella Gomes. *Conversão da dívida externa em investimento*. BACEN/DEPEC, ago. 1987, mimeo.
- MARQUES, Maria Sílvia Bastos. *A estratégia de ajustamento externo: 1983-86*. Rio de Janeiro, FGV/IBRE/CEMEI, set. 1986, mimeo.
- MARQUES, Maria Sílvia Bastos, e BATISTA JR., Paulo Nogueira. *Protecționismo dos países industrializados e dívida externa latino-americana*. Rio de Janeiro, FGV/IBRE/CEMEI, nov. 1986, mimeo.
- MONTEIRO, Antonio Carlos. *Análise da conversão e créditos em investimentos voltado para o caso brasileiro*. BACEN/DIREX/FIRCE, jul. 1987, mimeo.
- RAMALHO, Waldir. *Caráter "financeiro" do déficit público — apreciação de um diagnóstico*. Rio de Janeiro, FGV/IBRE/CEMEI, out. 1986a, mimeo.
- . *O déficit público global como indicador consistente para a política de estabilização*. Rio de Janeiro, FGV/IBRE/CEMEI, dez. 1986b, mimeo.
- RIBEIRO, Bruno Maurício, e QUEIROZ, Bernardino Henrique Morandi. *Dívida líquida do setor público e necessidades de financiamento do setor público*. BACEN/DEPEC, jul. 1987, mimeo.
- SACHS, Jeffrey D. *Trade and exchange rate policies in growth-oriented adjustment programs*. Cambridge, MA, National Bureau of Economic Research, Apr. 1987 (Working Paper, 226).
- SANTOS, Gilton Carneiro dos. *Déficit público — um estudo de seus conceitos*. BACEN/DESPA/REPEC, fev. 1987, mimeo.
- SILVA, Mário Tinoco da. *A dívida externa como um constrangimento à retomada do crescimento*. Confederação Nacional de Profissões Liberais (CNPL), 1986, mimeo.

(Originais recebidos em maio de 1987. Revisos em janeiro de 1988.)