

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

BRUNO JOB PAGANIN

***DEFAULTS* EXTERNOS E INTERNOS QUANDO E POR QUE ACONTECEM: UMA
ANÁLISE DOS CASOS BRASILEIROS DE 1983 E 1990.**

Porto Alegre

2012

BRUNO JOB PAGANIN

***DEFAULTS EXTERNOS E INTERNOS QUANDO E POR QUE ACONTECEM: UMA
ANÁLISE DOS CASOS BRASILEIROS DE 1983 E 1990.***

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Economia, da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como quesito parcial para obtenção do título Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Eduardo Ernesto Filippi

Porto Alegre

2012

BRUNO JOB PAGANIN

***DEFAULTS EXTERNOS E INTERNOS QUANDO E POR QUE ACONTECEM: UMA
ANÁLISE DOS CASOS BRASILEIROS DE 1983 E 1990.***

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Economia, da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como quesito parcial para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Prof. Dr. Eduardo Ernesto Filippi - orientador
UFRGS

Prof. Dr. Ronald Otto Hillbrecht
UFRGS

Prof. Dr. Marcelo Marin
UFRGS

RESUMO

O presente trabalho tem o objetivo de estudar as razões da ocorrência de tantas crises de endividamento ao longo da história. Para tal análise serão observados os fatores comuns que ocorrem nas economias antes e depois de efetuarem um *default* na sua dívida soberana. Em seguida será traçado um paralelo para verificar se esses fatores comuns estavam presentes na conjuntura econômica brasileira nos episódios de *default* externo e interno selecionados.

Palavras-chave: Crises financeiras. *Default*. Economia brasileira.

ABSTRACT

The purpose of this paper is to study the reasons for the occurrence of so many debt crisis throughout history. To analyze this it will be observed the common factors that occurs in the economies before and after they default on their sovereign debts. Then a link will be traced to check if these common factors were present in the Brazilian economy in the selected episodes of internal and external defaults.

Key-words: Financial Crisis. Defaults. Brazilian Economy.

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1 - Nível de dívida externa no ano do *default*. Distribuição de frequência, 1970 - 2008

FIGURA 2 - Preço de commodities e a relação com *defaults* externos ,1800 – 2008.

FIGURA 3 - Proporção de países sofrendo de crises bancárias e crises da dívida externa, 1900 - 2008

FIGURA 4 - Crises inflacionárias e crises da dívida externa, 1900 – 2007

FIGURA 5 - *Defaults* soberanos ao longo da história, 1800 – 2008. Percentual de países com crises da dívida de acordo com a sua participação no PIB mundial.

FIGURA 6 - Produto real antes, durante e depois de uma crise da dívida interna e externa, 1800 – 2008

FIGURA 7 - Inflação antes, durante e depois de uma crise da dívida interna e externa, 1800 – 2008.

FIGURA 8 - Crescimento das dívidas soberanas até a ocorrência de uma crise da dívida externa

FIGURA 9 - *Sudden stops* e crises financeiras

FIGURA 10 - Evolução da dívida soberana após crises bancárias: Economias avançadas e emergentes

FIGURA 11 - Dívida doméstica como proporção da dívida total: economias emergentes, 1900 - 2007

FIGURA 12 - Taxa de juros % a.a. mercado financeiro internacional 1976 – 1986

LISTA DE TABELAS

- TABELA 1** - Variação % real a.a. PIB Brasil, 1980 – 1986
- TABELA 2** – PIB Brasil, bilhões U\$ correntes, 1980 – 1986
- TABELA 3** – Variação % a.a. inflação Brasil, 1980 – 1986
- TABELA 4** – Balança de pagamentos do Brasil, U\$ bilhões 1980 - 1986
- TABELA 5** – Reservas internacionais Brasil, U\$ bilhões, final do ano, 1980 - 1986
- TABELA 6** – Dívida externa e serviço da dívida brasileira, bilhões U\$ 1980 - 1986
- TABELA 7** - Relações importantes dívida externa, 1980 – 1986
- TABELA 8** - Dívida interna total e serviço da dívida, U\$ bilhões, 1980 – 1986
- TABELA 9** - Relações importantes dívida interna, 1980 – 1986
- TABELA 10** - Superávit(+) e déficits(-), % do PIB, 1980 – 1986
- TABELA 11** - Variação taxa de câmbio real , 1980 – 1986
- TABELA 12** - Demanda por M1, em % do PIB, 1980-1986
- TABELA 13** - PIB Brasil , bilhões U\$ Correntes. 1987 – 1993
- TABELA 14** - PIB Brasil variação real, 1987 – 1993
- TABELA 15**– Var. % inflação a.a no Brasil, 1987 – 1993
- TABELA 16** - Balança de pagamentos do Brasil, U\$ bilhões, 1987-1993
- TABELA 17** - Reservas internacionais Brasil U\$ bilhões, final do ano
- TABELA 18** - Dívida externa total e serviço da dívida, U\$ bilhões
- TABELA 19** - Relações importantes dívida externa, 1987 – 1993
- TABELA 20** - Dívida interna total e serviço da dívida, U\$ bilhões, 1987 – 1993
- TABELA 21** - Relações importantes dívida interna, 1987 – 1993
- TABELA 22** - Superávit(+) e déficits(-), % do PIB, 1987 – 1993
- TABELA 23** – Variação % a.a. taxa de câmbio real, 1987 – 1993
- TABELA 24** -Var. % do emprego formal no Brasil, 1989 a 1992, milhões de pessoas

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	9
2 CRISES DE ENDIVIDAMENTO: DEFINIÇÕES E ASPECTOS RELACIONADOS	11
2.1 Crises no capitalismo	11
2.2 Crises de endividamento	13
2.2.1 Vale a pena emprestar para nações soberanas?	14
2.2.3 Insolvência x Iliquidez	15
2.2.3 Intolerância a dívidas.....	16
2.3 Defaults e a relação com outros tipos de crise	19
2.3.1 Crises bancárias	19
2.3.2 Crises inflacionárias	22
2.3.3 Crises cambiais	24
2.4 Default externo	25
2.4.1 Cenário econômico antecedente a um <i>default</i> externo	26
2.4.2 Cenário econômico posterior a um <i>default</i> externo.....	30
2.5 Default interno	32
2.5.1 Cenário econômico antecedente a um <i>default</i> interno.....	33
2.5.2 Cenário econômico posterior a um <i>default</i> interno	33
3 PERSPECTIVA HISTORICA DA ECONOMIA BRASILEIRA NOS PERIODOS ANALISADOS	35
3.1 Período Militar – 1980 a 1986	35
3.1.1 Conjuntura política e internacional.....	35
3.1.2 Conjuntura econômica	39
3.2 Período Collor: 1987 a 1993	45
3.2.1 Conjuntura política e internacional.....	45
3.2.2 Conjuntura econômica	49
4 CRISES DA DÍVIDA SOBERANA BRASILEIRA	55
4.1 A reestruturação externa de 1983	55
4.1.1 Cenário econômico brasileiro anterior ao <i>default</i> externo.....	55
4.1.2 Motivo da crise	58

4.1.3 Cenário econômico posterior ao <i>default</i>	61
4.2 Crise da dívida interna de 1990	63
4.2.1 Cenário econômico anterior ao <i>default</i>	63
4.2.2 Motivo da crise	65
4.2.3 Cenário econômico posterior ao <i>default</i>	67
5 CONCLUSÃO	69
REFERÊNCIAS	71

1 INTRODUÇÃO

Desde a criação do Estado moderno os países financiam-se através de empréstimo, sejam nacionais ou internacionais. Essa forma de financiamento persiste até os dias de hoje, o grande problema que permanece com ela é a recorrência com que as nações deixam de pagar seus débitos.

Os *defaults* (vulgarmente chamados de calotes) não são privilégio dos países emergentes ou dos tempos atuais, eles aconteceram e acontecem em países desenvolvidos e datam desde o séc. XIV.

A tecnologia evoluiu, novas formas de empréstimo foram inventadas, instituições multilaterais foram criadas, mas os países continuam a se endividar em excesso em tempos de bonança “esquecendo” que a economia não é uma ciência exata e, portanto, volátil como outras disciplinas das ciências humanas, assim as nações não tomam as providências necessárias para se proteger quando as condições econômicas de outrora mudam bruscamente. Analisando a história podemos ver que, de fato, as variáveis econômicas se alteram de forma rápida e imprevisível, pois grande parte dos indicadores econômicos é fundamentada sob uma base frágil chamada confiança. Keynes (1936) argumenta que a importância do dinheiro -na sua forma mais líquida- tem para as economias atuais ocorre devido à precária base de conhecimento que temos a respeito do futuro de nossos investimentos, conforme palavras de Keynes (1936, p. 55):

O desejo de acumular dinheiro é um barômetro do grau de nossa desconfiança em nossos próprios cálculos e convenções relativos ao futuro. A posse do dinheiro efetivo mitiga nossa inquietação, e o prêmio que exigimos para nos desprender de nosso dinheiro é a medida do grau de nossa inquietação.

Diversas perguntas se levantam ao se iniciar o estudo dos *defaults* soberanos, tais como: Por que os investidores continuam emprestando dinheiro para governos com um histórico ruim de pagamento? Por que os *defaults* continuam ocorrendo com tanta frequência mesmo com toda a evolução do pensamento econômico e financeiro mundial? Por que algumas nações suportam níveis tão altos de endividamento em relação ao produto e outras não?

Não existe resposta simples nem única para tais questionamentos, o presente trabalho tem como objetivo analisar sinais comuns - antecedentes e posteriores-, observados ao longo da história, nos *defaults* ocorridos tanto na dívida externa como interna. Será então traçado um paralelo entre esses fatores e a conjuntura econômica precedente e posterior da economia brasileira nos *defaults* de 1983 (dívida externa) e 1990 (dívida interna) para inferir se o Brasil seguiu a trajetória usual de um não pagamento da dívida soberana.

Veremos que o cálculo realizado ao se cogitar o não pagamento de uma dívida governamental é muito diferente do cálculo empresarial, tal cálculo não depende apenas de variáveis financeiras. Na verdade os principais fatores de influencia para tal atitude são políticos e sociais tornando cada caso de *default* um evento único do ponto de vista histórico, mas geral do ponto de vista econômico. De acordo com a visão de Kindleberger (1989, p. 14, tradução nossa):

Para historiadores cada evento é único. Economia, entretanto, supõe que as forças na sociedade e na natureza se comportam de forma repetitiva. História é particular, economia é geral.

O primeiro capítulo traz definições e explicações do que se caracteriza um *default* na dívida soberana, além de discorrer sobre o motivo pelo qual alguns países possuem um histórico tão ruim de pagamento, quais os fatores comuns observados antes e depois da ocorrência de um *default* na dívida soberana e a relação existente entre crises cambiais, inflacionárias e bancárias com o não pagamento das obrigações soberanas.

O segundo capítulo faz uma breve recapitulação do momento que o Brasil se encontrava em cada um dos episódios de *default* escolhidos para análise, será feita uma rápida retrospectiva do ambiente político e econômico da época nos episódios de 1983 e 1990.

No terceiro capítulo será analisado se o Brasil apresentava os sinais característicos de um país que está prestes a dar um *default* na sua dívida soberana, bem como se o país estava passando por qualquer outro tipo de crise, seja de ordem política, financeira, inflacionária ou cambial e a influência destas na ocorrência do *default*. Por fim serão observados os desenvolvimentos econômicos posteriores ao não pagamento das dívidas soberanas.

A conclusão do trabalho irá discorrer sobre a dificuldade de se prever os acontecimentos abordados, assim como algumas sugestões de pesquisa para alguns temas relacionados e pouco abordados pela literatura mundial.

2 CRISES DE ENDIVIDAMENTO: DEFINIÇÕES E ASPECTOS RELACIONADOS

Nesta seção serão abordadas definições e algumas das teorias existentes que buscam explicar o acontecimento de tantas crises nas economias capitalistas, principalmente crises de endividamento soberano.

2.1 Crises no capitalismo

Crises financeiras são recorrentes na história do mundo capitalista, o sistema é frágil por si só, pois muito dos fundamentos econômicos utilizados para se tomar importantes decisões estão baseado no nível de confiança dos agentes. Minsky (1992, p.1, tradução nossa) argumenta que:

[...] de tempos em tempos, economias capitalistas exibem inflação e deflações no nível de endividamento e tais movimentos aparentam ter o potencial de, facilmente, sair do controle dos agentes.

Os agentes tendem a sobrevalorizar os períodos de fartura econômica e acabam se endividando em excesso na expectativa de que o cenário atual irá continuar *ad infinitum*. O ponto fraco da questão reside no otimismo exacerbado dos indivíduos em expectativas futuras sobre as quais eles têm pouco ou nenhum controle, mesmo que determinada pessoa tenha em mãos todas as informações passadas e presentes relacionadas ao seu plano econômico não há como prever com total certeza o que irá acontecer no futuro dado a imprevisibilidade do mesmo. Keynes (1936) explica que os indivíduos tendem a depositar confiança em demasia no otimismo, além da inata aptidão humana para tomar riscos, ao invés de se ater ao raciocínio matemático puro, portanto visto que nossa base de conhecimento sobre o futuro é extremamente precária as instabilidades do sistema capitalista são recorrentes¹.

Schumpeter (1985, p.148) faz a seguinte pergunta nos seus estudos de ciclos econômicos:

Por que é que o desenvolvimento econômico, como o definimos, não avança uniformemente como cresce uma árvore, mas, por assim dizer, erraticamente; apresentando os altos e baixos que lhe são característicos?

¹ Keynes (1936) salienta que esse otimismo em demasia tem um lado positivo, pois caso o mesmo não existisse provavelmente grande parte dos investimentos não ocorreria baseado apenas na fria lógica matemática, ele chama essa capacidade do ser humano de realizar investimentos autônomos de *animal spirit*.

O próprio Schumpeter (1985) responde a questão ao afirmar que o principal fator para o desenvolvimento são as inovações e estas não são distribuídas uniformemente através do tempo, mas aparecem descontinuamente, normalmente em *clusters*. Isso faz com que a trajetória do sistema capitalista seja uma sucessão de picos de euforia com vales de depressão, um sistema sempre em constante transformação.

Kindleberger (1989) faz uma analogia interessante do aumento dos preços dos ativos com o aprendizado para andar de bicicleta de uma criança: o motorista tem que manter o movimento progressivo para a bicicleta não ficar instável, assim como os preços devem continuar subindo para não ocorrer uma queda brusca. Não existe um meio termo, quando uma bolha explode a mesma velocidade que determinou a subida vai refletir na descida.

Indivíduos e governos tendem a acreditar que a sua época é diferente, os tempos são melhores, os mecanismos econômicos e financeiros evoluíram para o patamar máximo, crises e problemas são fatores que acontecem com os outros e em outros tempos. Kindleberger (1989, p.42, tradução nossa.) descreve essa dinâmica da seguinte forma:

Durante as expansões econômicas os investidores tendem a ficar otimistas em demasia e mais dispostos a buscar oportunidades de lucro que irão se pagar no futuro, enquanto os emprestadores tornam-se menos avessos ao risco. Exuberância racional se transforma em exuberância irracional. A euforia econômica se desenvolve e gastos com consumo e investimento aumentam. Existe um perverso sentimento de que é “hora de entrar no trem antes que ele parta” e com ele as magníficas oportunidades de lucro. O preço dos ativos aumenta ainda mais. Uma grande parte da compra destes ativos é vendido por antecipação para possibilitar ganhos de curto prazo e boa parte dessas compras são financiadas com crédito.

Schumpeter (1964, p.429, tradução nossa) descreve da seguinte maneira o comportamento da população ao se deparar com um período de prosperidade:

[...] a maioria das pessoas vai agir na suposição de que as taxas de mudança irão continuar indefinidamente, e irão entrar em transações as quais irão resultar em perdas assim que os fatos se mostrarem contrários a suposição anterior.

Essa atitude arrogante apelidada por Reinhart e Rogoff (2009, p.38, tradução nossa) de “síndrome do *This time is different*” é um dos principais motivos da continuidade de ocorrência de crises ao redor do mundo.

A essência da “síndrome do *This time is different*” é simples. Está enraizada na firme crença de que as crises financeiras são fatos que acontecem com as outras pessoas, em outros países e em outros tempos; crises não acontecem com a gente, aqui e agora. Estamos fazendo as coisas melhores, somos mais espertos e aprendemos com os erros do passado. As velhas regras de *valuation* não se aplicam mais. Infelizmente, uma economia altamente alavancada pode estar,

involuntariamente, sentada de costas na ponta de um penhasco financeiro por muitos anos antes que o acaso e as circunstâncias provoquem uma crise de confiança que faz a economia cair desse penhasco.

2.2 Crises de endividamento

A teoria econômica tradicional sugere que caso um governo gere superávits constantes, mantenha um nível moderado de endividamento, capte dinheiro no longo prazo e possua um grau de transparência elevado nas contas públicas, a chance de ocorrer um *default* na dívida é pequena.

No entanto, a prática nos mostra que os governos tendem a: gastar mais do que arrecadam, se endividar em excesso quando lhes é permitido, captar dinheiro no curto prazo para tentar se beneficiar das taxas de juros mais baixas², ou seja, estão sempre tendo que rolar a dívida para frente. Pode-se assim dizer que a confiança tem um papel importante nessa estrutura de financiamento e, por fim, quando se trata de empréstimos públicos os governos tendem a não ser transparentes em relação aos mesmos.

Goldstein (2003) argumenta que essa atitude de esconder o real tamanho da dívida e dos juros pagos sobre a mesma é comum entre os países emergentes, na tentativa de obter taxas de juros mais baixas ou renegociar as antigas sob termos mais favoráveis. É por isso que, não raro, são encontrados diversos passivos que eram mantidos fora do balanço³ e na definição de dívida governamental líquida⁴ são utilizados diversos ativos de liquidez altamente duvidosa para tentar disfarçar o real tamanho de débito.

Crises de dívida raramente ocorrem sozinhas, normalmente estas ocorrem em *clusters* agravando ainda mais a situação econômica do país, uma vez que na maior parte das vezes os países que declaram à moratória dos débitos estão ao mesmo tempo sofrendo crises bancárias, inflacionárias ou cambiais.

Vale salientar que os países não “quebram” da mesma forma que acontece com as empresas, portanto o *default* de um país não é um simples cálculo matemático, mas sim uma

² Normalmente as taxas de juros de curto prazo são mais baixas devido ao maior controle que o credor possui sobre esse dinheiro, pois pode controlar mais facilmente aonde esses recursos serão utilizados, dando menos margem para usos exóticos do devedor. (JEANNE, 2009)

³ Tais passivos são chamados de “esqueletos” pela literatura mundial e o Brasil se caracterizou por apresentar muitos destes na década de 90 inflando ainda mais a dívida do país. (GOLDSTEIN, 2003).

⁴ Dívida total governamental menos ativos líquidos (reservas internacionais e depósitos em dólar de alta liquidez)

decisão dependente de fatores políticos e sociais além do financeiro e econômico, por essa razão a maior parte dos *defaults* ocorre muito antes da nação estar efetivamente sem dinheiro.

Como afirma Diaz- Alejandro (1984, p. 336):

[...] países não decidem se irão pagar ou não os serviços da dívida – atores políticos individuais que o fazem.

A maioria dos *defaults* são parciais ou reestruturações do contrato de empréstimo sob termos mais favoráveis para os devedores, sendo difícil a ocorrência uma moratória integral do valor da dívida.

2.2.1 Vale a pena emprestar para nações soberanas?

Um dos grandes problemas do mercado de dívida soberana é que os emprestadores dependem da disposição do país em pagar suas dívidas e não da capacidade da nação de pagar as mesmas. Os credores podem até possuir os direitos escritos em contrato, no entanto o poder de colocar todos esses direitos em prática fica restringido quando se trabalha com a escala de uma nação. Portanto, mesmo com a existência de organismos multilaterais e sanções internacionais ainda não existe um mecanismo efetivo que permita aos credores requerer seus direitos com total segurança.

Eaton e Gersovits (1981) argumentam que em um mundo repleto de incertezas existe um grande benefício em fazer parte dos mercados internacionais de capitais, pois no ponto de vista dos autores esses benefícios seriam suficientes para fazer os governos honrarem seus débitos, mesmo sem nenhum arcabouço legal que os obrigue para tal. Essa abordagem é baseada na conjuntura de que os governos tendem a se preocupar com a sua reputação, pois somente ela vai manter os mesmos vivos no mercado de dívida.

Já Bulow e Rogoff (1988) acreditam que esta “teoria da reputação” tem sérios problemas, pois caso o mercado de dívidas tivesse como base única e exclusivamente a confiança ele seria ainda mais frágil do que é nos tempos de hoje. Os autores explicam que as nações se preocupam com os direitos legais que os credores podem vir a ter sobre ativos que estão no exterior, os credores podem não ter direito de se apropriar de ativos no território da nação devedor, mas podem se apropriar de ativos da nação devedora no exterior.

Além disso, o país na iminência do *default* tem que se preocupar com as consequências de tal atitude para o seu comércio com o resto do mundo e a perda de acesso aos mercados de dívidas internacionais explica Manasse e Roubini (2005).

Na maior parte das vezes, ocorre uma negociação entre devedor e credor com o pagamento parcial do débito sendo muito rara a expropriação de ativos.

Mesmo assim, nenhuma dessas três abordagens consegue explicar a escala e amplitude que o intrincado mercado de dívida soberana atingiu nos dias de hoje, outros fatores como acordos de segurança, alianças internacionais, assim como o IDE (Investimento Direto Estrangeiro) influenciam as nações na hora de se avaliar se é benéfico ou não executar um *default*. (REINHART; ROGOFF, 2009).

Portanto, os credores podem não possuir o mais sofisticado meio de cobrança para suas dívidas, mas isso não quer dizer que os mesmos sejam irracionais, é comum esses empréstimos serem realizados com substanciais prêmios na taxa de juros para compensar os riscos, além disso, como explicado anteriormente existem uma série de fatores que compelem a nação a pagar, senão todo o débito, pelo menos parte dele.

2.2.3 Insolvência x Ilíquidez

Outra diferença importante para se apontar é a entre um país ilíquido e um país insolvente.

A primeira definição refere-se a um país que está passando por dificuldades momentâneas para cumprir com suas obrigações de curto prazo diferindo da outra que representa um país que não tem a intenção de honrar seus compromissos no longo prazo. Caso o problema seja momentâneo e os pares internacionais percebam a disposição da nação em honrar seus débitos é comum uma terceira parte intervir, na maioria dos casos o Fundo Monetário Internacional (FMI), fazendo um empréstimo de curto prazo (no entanto, para tal empréstimo ser realizado o FMI requer que a nação cumpra uma série de exigências). Mas tal equilíbrio é muito frágil e depende, principalmente, do fator confiança já que o país só pode rolar seus débitos enquanto os credores confiarem no mesmo, se por qualquer motivo tal

confiança for perdida todo o processo de empréstimo cessa e o país corre sério risco de entrar em uma moratória.

Reinhart e Rogoff (2009) argumentam que como existem muitas variáveis nessa equação e é extremamente difícil a distinção entre um *default* inevitável (quando um país está extremamente alavancado e pessimamente administrado) de um *default* contornável (o país sofre de dificuldades momentâneas e com a ajuda necessária voltaria a ter liquidez). No calor de uma crise é difícil explicar essa sutil diferença entre uma crise de confiança e uma crise de insolvência para um credor.

2.2.3 Intolerância a dívidas

Um conceito muito utilizado por Reinhart e Rogoff (2009) para melhor entendimento dos *defaults* soberanos é o mecanismo de *serial default*, estes são um caso típico de uma nação intolerante a dívidas. Esse termo refere-se a países que experimentam o constrangimento de não conseguirem acessar o mercado de dívidas internacionais ou de não suportarem níveis de dívida em relação ao PIB considerados normais para países desenvolvidos.

São utilizadas diversas medidas para mensurar a fragilidade de um país como devedor soberano. Reinhart e Rogoff (2009) focam no índice IIR⁵, o indicador dívida total (doméstica ou externa) em relação ao PIB e o indicador dívida total em relação a exportações, por via de simplificações vamos nos ater aos dois últimos indicadores na análise dos nossos casos. Já Manasse e Roubini (2005) dão grande importância ao indicador dívida de curto prazo em relação às reservas internacionais Mas a grande questão para se entender se um país é ou não intolerante às dívidas está relacionada com o seu histórico de inadimplência e a trajetória inflacionária da nação, quanto pior a história do país nesses dois indicadores mais propenso e mais intolerante o mesmo é a dívida, além disso, deve se observar o ambiente político e institucional. Essa trajetória que define o limiar aceitável de relação entre dívida e PIB. (MANASSE; ROUBINI, 2005).

⁵ IIR: Institutional Investor Rating: é uma pesquisa realizada de dois em dois anos com economistas e analistas de risco que avaliam de 0 a 100 a capacidade de cada nação de honrar seus débitos, quanto maior o índice menor a chance de o país efetuar um *default*.

Os países que apresentam intolerância a dívidas costumam efetuar *defaults* na dívida soberana a níveis de dívida em relação ao produto muito mais baixo que o normal, ver figura 1 abaixo. Nesta figura a primeira coluna mostra níveis de endividamento em relação ao PIB ao fim do primeiro ano após o *default* para os países selecionados no estudo, enquanto a segunda coluna apresenta o percentual de países de renda-média que estavam em *default* para cada nível de endividamento.

Figura 1 – Nível de dívida externa no ano do *default*. Distribuição de frequência, 1970 - 2008

Range of ratios of external debt to GNP at the end of the first year of default or restructuring (percent)	Percentage of total defaults or restructurings in middle-income countries
< 40	19.4
41–60	32.3
61–80	16.1
81–100	16.1
>100	16.1

Sources: Table 2.1 and authors' calculations.
Notes: Income groups are defined according to World Bank (various years), *Global Development Finance*. These shares are based on the cases for which we have data on the ratios of debt to GNP. All cases marked "n.a." in Table 2.1 are excluded from the calculations.

Fonte: Reinhart; Rogoff (2009).

Salienta-se que a relação entre dívida externa e exportações é um fator importante para determinar se o país terá condições de honrar seus compromissos, pois a principal fonte de divisas para o pagamento dos compromissos advém das exportações, desse modo fica claro porque tantos ciclos de fluxos de capitais encerram de maneira catastrófica para os países com níveis mais altos de intolerância a dívida, já que no momento que a demanda mundial arrefece, as divisas param de entrar no país exportador e o mesmo se encontra sem condições de arcar com o serviço da dívida externa. (MANASSE; ROUBINI, 2005). Goldstein (2003) também exalta a importância do país em gerar divisas internacionais para honrar seus compromissos.

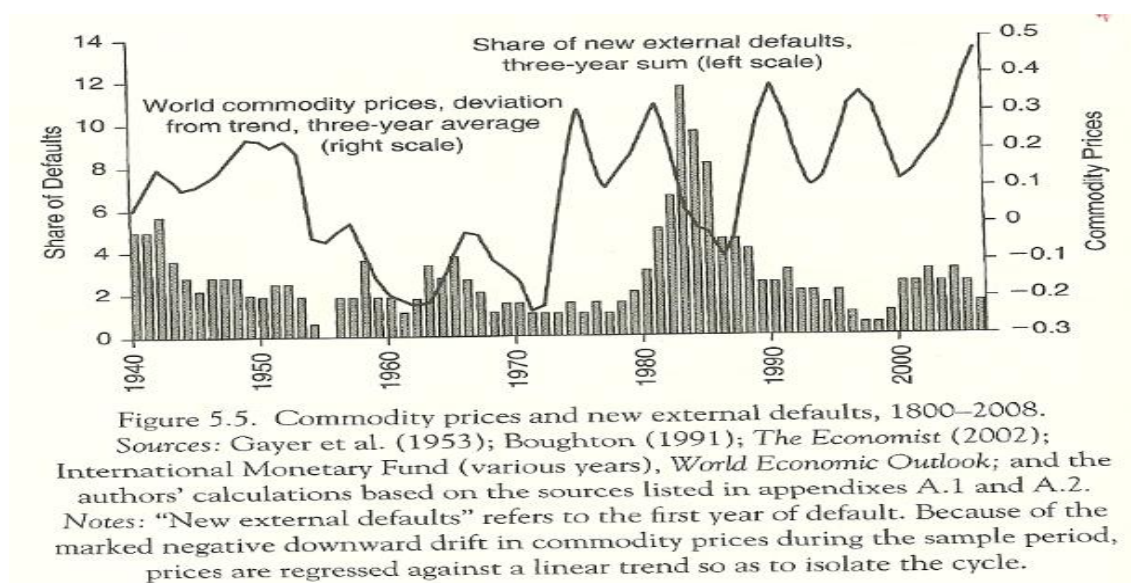
Existem muitos indícios de que os ciclos de capital para economias emergentes são, primordialmente, pró-cíclicos, em outros termos, são mais altos quando a economia mundial

está em expansão e diminui na mesma velocidade quando o crescimento entra em declínio. (CALVO et al., 1993). O grande problema é que os países mais propensos a crises tendem a endividar-se excessivamente em períodos de bonança, o que os deixa ainda mais vulneráveis em épocas recessivas. (CHUHAN et al., 1998). Talvi e Végh (2000, p. 22, tradução nossa) corroboram essa visão:

Como consequência, políticas econômicas prudentes vão ao mínimo assegurar que o governo não gaste ou se endivide em excesso quando os mercados de capitais internacionais estiverem dispostos a emprestar, pois a maioria desses episódios acaba em lágrimas. Em contraste, as políticas fiscais nos países emergentes frequentemente tendem a ser procíclicas, com os países efetuando expansões fiscais nos bons tempos e contrações fiscais nos períodos de recessão.

Segundo Aguiar e Gopinath (2007), relações favoráveis de troca entre os países (leia-se, preços de *commodities* em alta beneficiando os países emergentes) estimulam o aumento da tomada de empréstimos. Visto que o mercado de *commodities* é volátil (a volatilidade aumentou muito nos últimos anos devido a entrada de grandes players especulando com o mesmo, como hedge funds e etc), no momento que tais preços despencam o crédito farto fica escasso e os *defaults* tornam-se mais frequentes (ver figura 2), o fato da entrada de capitais cair drasticamente nas recessões pode ser a razão pela qual os países emergentes tenham que tomar medidas restritivas tanto do ponto de fiscal como monetário, aprofundando ainda mais a queda na atividade econômica.

Figura 2 – Preço de commodities e a relação com *defaults* externos, 1800 – 2008.



Fonte: Reinhart; Rogoff (2009)

A história mostra que a intolerância a dívida nem sempre é fatal para o crescimento e para a estabilidade macroeconômica, mas não restam dúvidas do quanto ela é prejudicial para ambos. (REINHART; ROGOFF, 2009).

E as crises de dívida que acometeram os países emergentes deixam claro que para escapar de uma situação de intolerância a dívidas é necessário manter durante vários anos um nível baixo de endividamento, promover reformas estruturais que capacitem o país a assumir níveis maiores de endividamento, além de outros fatores de difícil execução na tentativa de conciliar crescimento econômico com baixo endividamento.

A maioria dos países prefere experimentar uma forma de crescimento acelerado, porém errático, financiado por um alto grau de endividamento que causa grandes transtornos no longo prazo para a economia nacional.

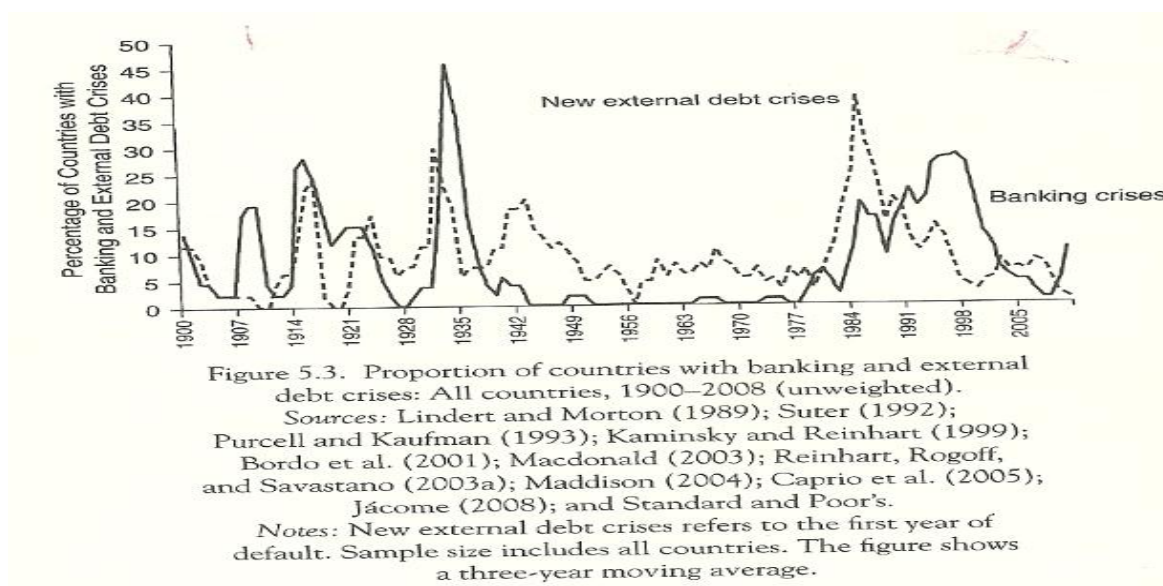
2.3 Defaults e a relação com outros tipos de crise

Nessa seção serão explicados os aspectos básicos dos principais tipos de crises existentes bem como as relações das crises de dívida soberana com crises bancárias, cambiais e inflacionárias.

2.3.1 Crises bancárias

Crises bancárias são importantes indicadores de *defaults* externos como mostra a figura 3.

Figura 3 – Proporção de países sofrendo de crises bancárias e crises da dívida externa, 1900 – 2008.



Fonte: Reinhart; Rogoff (2009).

O sistema bancário é altamente dependente da confiança dos agentes na solidez do mesmo, portanto qualquer alteração no nível de confiança leva a mudanças bruscas na saúde do sistema.

Minsky (1992) argumenta que a tendência pró-cíclica do aumento do crédito bancário em tempos de bonança e o agudo declínio na oferta de crédito quando as condições econômicas se alteram leva a uma grande fragilidade no sistema financeiro e aumenta a probabilidade de ocorrência de crises. Schumpeter (1964) também exalta o caráter cíclico dos empréstimos bancários, afirmando que os mesmos aumentam subitamente quando surgem períodos de *booms* de inovação, pois nestes os empreendedores necessitam de mais capital para colocar em prática os seus novos projetos, quando a euforia termina a demanda por crédito cessa e aumenta a inadimplência do sistema bancário.

Essa frágil relação acontece devido ao comportamento dos bancos de receberem dinheiro no curto prazo e emprestarem a longo prazo criando um *gap* de fluxo de caixa, portanto o banco mantém o mínimo possível de reserva para eventuais saques no seu passivo, pois assim maximiza o seu lucro. Caso todos os credores decidam sacar ao mesmo tempo suas economias, mesmo o banco sendo solvente no longo prazo— ou seja, esteja dando lucro e seus

ativos serem de qualidade comprovada – perde relevância, porque vai ocorrer uma crise de liquidez que irá fazer com que a confiança neste banco desapareça, criando um risco sistêmico para todo o sistema bancário devido a essa perda.

Kaminsky e Reinhart (1999) mostram que uma boa *proxy* para obter-se uma noção do risco de ocorrer uma crise bancária é acompanhar a evolução no preço de ativos (particularmente imóveis e ações), visto que bolhas nos preços desses ativos evidenciam uma disposição alta do sistema de conceder crédito para boa parte da população, na maior parte das vezes sem a cautela necessária para fazer tais empréstimos.

Os mesmos autores mostram que a maior liberalização financeira está intimamente ligada a maior ocorrência de crises bancárias.

Crises bancárias tendem a reduzir drasticamente o nível de receita governamental devido à paralisação do sistema de crédito, empresas param de investir, portanto param de contratar diminuindo a quantidade de receita auferida pelo governo, além disso, pode ocorrer rebaixamento do *rating* de crédito da nação e de seus bancos por parte das agências internacionais levando a custos de captação mais elevados. Não é de se estranhar que a ocorrência de tais crises faz com que, concomitantemente, a dívida soberana se eleve de forma intensa. Com menos receita e a necessidade de gastar mais devido a planos de resgate e efetivação de políticas contra cíclicas a única maneira possível de fechar essa conta é aumentando o passivo governamental, portanto fica claro a conexão existente entre crises bancárias e a ocorrência de *defaults* externos e internos.

Além disso, existem diversos canais de transmissão para crises bancárias facilitarem a ocorrência de *defaults* soberanos ao redor do mundo. Crises nos países desenvolvidos afetam o crescimento global, o preço das *commodities* e a confiança dos agentes no sistema, assim os países (principalmente os emergentes) auferem menos receitas de exportação e os investidores globais se tornam mais cautelosos causando uma pausa brusca no nível de empréstimo e investimento para o resto do mundo. Outro motivo da propagação das crises bancárias é o comportamento de “pastoreio” dos grandes bancos, explicado com rara sinceridade por um banqueiro entrevistado por Wojnilower⁶ apud Resende (1982, p.47):

⁶ Wojnilower, A. W, L’envoi in Altman, E. I and Sametz, S. W. (eds).

Os clientes dos bancos perguntam até onde os bancos iriam no processo de ampliar normas tradicionais de liquidez e capitalização que estavam claramente obsoletas. Meu conselho é sempre o mesmo: siga a maioria. Qualquer um isolado na linha de frente corre o risco de chamar a atenção do FED ou de outro órgão regulatório. Qualquer um que fique pra trás perderá sua parcela de mercado. Mas os que estão no meio tem o escudo da maioria, não podem todos serem punidos por causa do receio das repercussões que isso teria sobre a economia como um todo. Além do mais, na medida que um número maciço de bancos tornou-se vulnerável, isso constitui um problema para o FED e não razão de preocupação para um banco isoladamente considerado. E se o problema crescer a ponto de extravasar as possibilidades de solução do FED e pelo sistema bancária, bom, nesse caso o mundo terá chegado ao fim de qualquer maneira e nem o mais prudente dos bancos escaparia de se ver afundando com os demais.

As crises bancárias ocorrem devido a dois motivos principais segundo a definição de Reinhart e Rogoff (2009):

- a) corridas bancárias que resultam no fechamento de diversos bancos do sistema levando o setor publico a intervir no sistema bancário para restaurar a confiança;
- b) caso não chegue ao extremo de ocorrer corridas bancárias é comum em situações de crise ocorrer fusões, tomada de controle, incorporações supervisionadas pelo governo dos bancos nacionais para restaurar o controle do sistema.

2.3.2 Crises inflacionárias

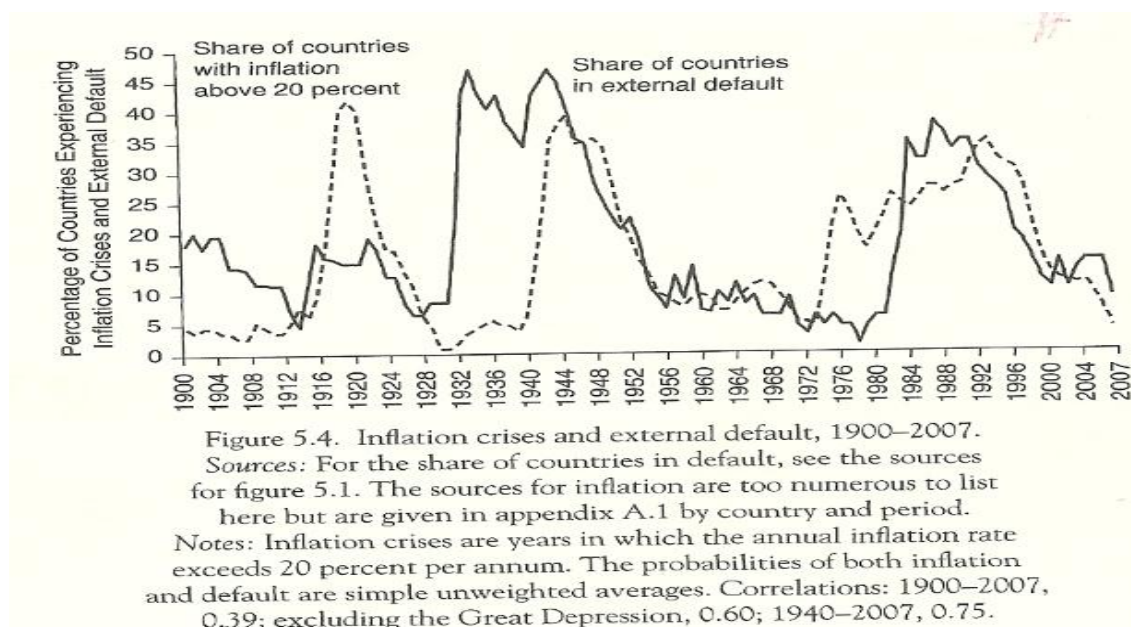
Crises inflacionárias são altamente perniciosas para os agentes do país em questão, pois corroem o poder de compra dos indivíduos e dificultam o planejamento futuro dos mesmos. A introdução do papel fiduciário fez com que o fenômeno da inflação se tornasse mais comum.

Quando um governo abusa do monopólio de emissão de moeda, a inflação vai aumentando e vai ficando cada vez mais complicado reivindicar a soberania sobre a moeda no futuro. A população vai perdendo a confiança na capacidade do governo de manter o valor da moeda, portanto demanda cada vez menos da mesma, reduzindo a base monetária onde se pode impor um imposto inflacionário e dificultando a volta para um período de estabilidade.

Reinhart, Rogoff e Savastano (2003) salientam que países com um histórico de *defaults* externos tendem a ter um péssimo controle inflacionário. Um governo que não consegue pagar suas dívidas, dificilmente vai ter a confiança dos agentes de que ele irá preservar o valor da moeda nacional.

As crises inflacionárias e, principalmente, o histórico inflacionário do país estão altamente conectados a ocorrência de *defaults* externos. Ver figura 4 abaixo:

Figura 4 – Crises inflacionárias e crises da dívida externa, 1900 - 2007



Fonte: Reinhart; Rogoff (2009).

Será utilizada a definição de crise inflacionária proposta por Reinhart e Rogoff (2009) que segue no quadro abaixo:

São consideradas crises inflacionárias quando a moeda perde valor em um período de 12 meses de acordo com a tabela 1 abaixo:

Quadro 1 – Definição crises inflacionárias

Tipo de crise	Limiar
Inflação	<ul style="list-style-type: none"> • Crise inflacionária: aumento nível de preços acima de 20% mas abaixo de 40% a.a • Crise inflacionária drástica: aumento do nível de preços acima de 40% a.a

Fonte: Elaborada pelo autor, 2012.

A inflação também é um tipo de *default* na dívida interna caso a mesma não esteja indexada ao nível de preços. Escapar do círculo vicioso da inflação é uma tarefa complicadíssima e que requer tempo, disciplina e grande dose de sacrifício da população.

2.3.3 Crises cambiais

As crises cambiais são outro importante fator relacionado a *defaults* soberanos, a década de 80 e 90 mostrou o quão vulnerável um país está a uma crise de confiança ao manter uma taxa fixa de câmbio com uma moeda forte, já que ataques especulativos podem acontecer da noite para o dia. É sabido que tais “ataques” tem alta relação com a dívida do país. Conforme Krugman (1979), as crises cambiais têm raízes na relutância do governo de adotar políticas fiscais e monetárias compatíveis com a manutenção de taxas de cambio fixas. Quando os especuladores vislumbram um governo sem os recursos necessários para sustentar a moeda, todos ficarão a espreita, por estarem prevendo a iminência de um *crash*.

Reinhart (2002) mostra que em 84% dos casos dos seus estudos de crise da dívida, houve uma crise cambial precedente.

Para Einchengreen et al (1995) crises cambiais podem ser tanto desvalorizações abruptas da moeda como ataques especulativos repelidos de forma eficiente pelo governo.

Será utilizada a definição de crise cambial proposta Frankel e Rose (1996) que se adapta melhor ao caso de economias emergentes (vide quadro 2 abaixo).

Quadro 2 – Definição crises cambiais

Tipo de crise	Limiar
Cambial	<ul style="list-style-type: none"> • Crise cambial: ocorre quando a desvalorização anual da moeda domestica em relação a moeda forte for maior que 25 % a.a

Fonte: elaborada pelo autor, 2012.

Crises cambiais estão sempre conectadas com a ocorrência de crises inflacionárias (em economias com um longo histórico de inflação o repasse da taxa de câmbio para os preços ocorre de forma ainda mais intensa).

2.4 Default externo

A definição básica de um *default* na dívida externa é a ocorrência da inadimplência do pagamento, seja de juros ou do principal, a um credor de um empréstimo, contratado sob a jurisdição de outro país, frequentemente expresso em moeda estrangeira e na maioria das vezes concedido por credores externos.

Figura 5 – *Defaults* soberanos ao longo da história, 1800 – 2008. Percentual de países com crises da dívida de acordo com a sua participação no PIB mundial.

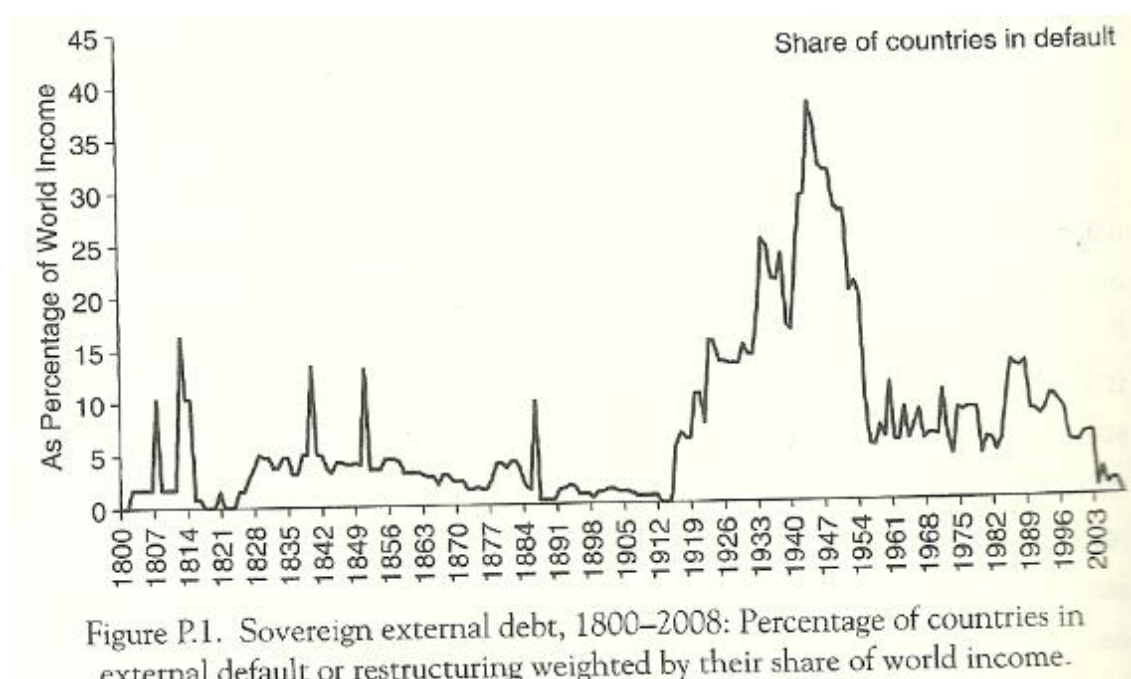


Figure P.1. Sovereign external debt, 1800–2008: Percentage of countries in external default or restructuring weighted by their share of world income.

Fonte: Reinhart; Rogoff (2009).

A figura 5 acima mostra que *defaults* soberanos externos não são fenômenos da atualidade.

2.4.1 Cenário econômico antecedente a um *default* externo

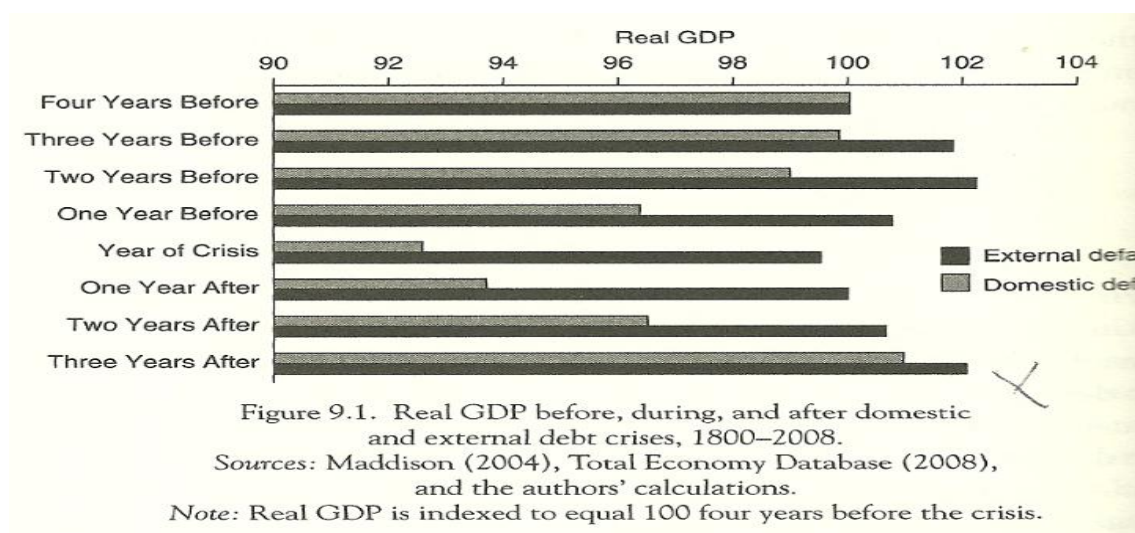
Um *default* soberano externo envolve uma série de fatores econômicos e não econômicos.

Existem diversos trabalhos econométricos que tentam prever com exatidão a ocorrência de um *default* soberano na dívida externa, como Bussiere (2007), Bussière e Fratzscher (2006) e Obstfeld (1994). No entanto, a conclusão de todos eles é de que existem variáveis demais que influenciam o cálculo, portanto é muito difícil prever com exatidão a ocorrência de um *default* na dívida.

Não existe um indicador específico que indique a probabilidade maior ou menor de um país de incorrer em uma moratória, o que existe são uma série de variáveis e suas inter-relações que se analisados em conjunto com o ambiente político e econômico interno/externo podem dar indícios de que determinado país está com sérios problemas de endividamento, consequentemente próximo de um *default*.

A análise de Reinhart e Rogoff (2009) referente a trajetória do produto é mostrada na figura 6 abaixo. O fluxo abundante de capitais (*capital flow bonanza*) em conjunto com a ingenuidade dos agentes de que o período de fartura não tem data pra acabar leva a um rápido aumento do produto anos antes da crise. Em média, um ano antes do default o produto já apresenta uma forte queda e quando o país declara a moratória o produto decresce ainda mais.

Figura 6 – Produto real antes, durante e depois de uma crise da dívida interna e externa, 1800 – 2008.

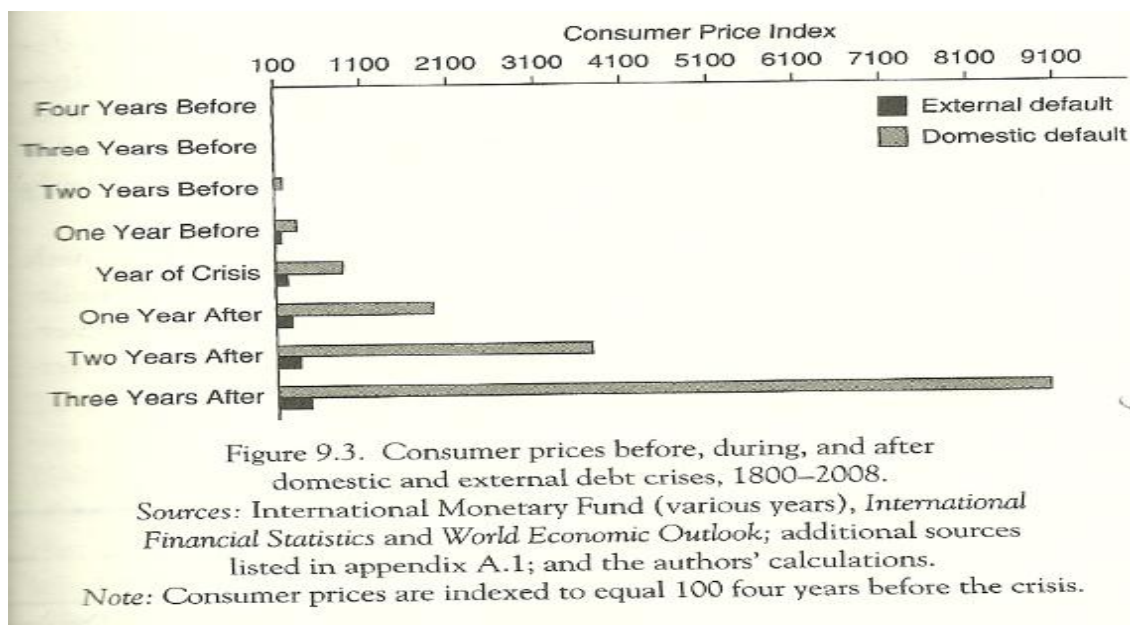


Fonte: Reinhart; Rogoff (2009).

Os estudos dos casos históricos de Reinhart e Rogoff (2009) mostram que a trajetória da inflação antes do *default* externo é de relativa estabilidade até três anos antes do default, no

entanto um ano antes já começa uma aceleração e no ano da crise a inflação aumenta, em média, 33,4%. Ver figura 7 abaixo:

Figura 7 – Inflação antes, durante e depois de uma crise da dívida interna e externa, 1800 – 2008.



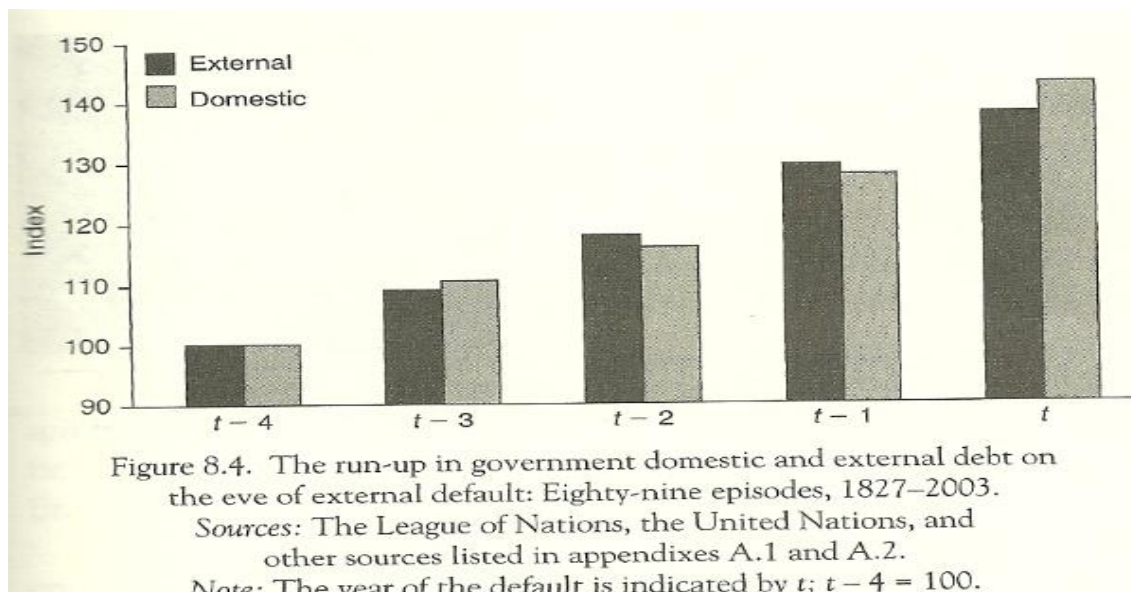
Fonte: Reinhart; Rogoff (2009).

Tanto a dívida pública externa como interna apresentam uma brusca aceleração alguns anos antes da ocorrência da moratória (ver figura 8 abaixo), isso corrobora a importância de observar indicadores como: dívida total em relação ao produto; dívida total em relação às exportações; e suas variantes como dívida de curto prazo sobre exportações/ reservas internacionais. Todos esses indicadores exibem um crescimento elevado nos anos anteriores ao calote. Tal comportamento é coerente com a tese de que os países, principalmente as economias emergentes, atuam de forma preponderantemente pró-cíclica, tomando empréstimos em excesso em tempos favoráveis da economia mundial.

Observar a dívida interna de um país no momento da ocorrência de um *default* externo explica, em parte, o porquê alguns países entram em moratória com níveis tão baixos de dívida externa em relação ao produto comparado com o patamar estabelecido pelo Tratado de Maastricht⁷. (REINHART; ROGOFF, 2009).

⁷ O Tratado de Maastricht estabeleceu um patamar aceitável de dívida externa em relação ao produto de até 60% na Zona do Euro.

Figura 8 – Crescimento das dívidas soberanas até a ocorrência de uma crise da dívida externa



Fonte: Reinhart; Rogoff (2009).

Reinhart e Reinhart (2009) salientam que países que estão em um período de *capital inflows bonanza*⁸ são os mais propensos a sofrer de crises de dívida soberana, tal argumento vai de encontro com a expressão *sudden stop* cunhada por Calvo (1998)⁹. Pois a qualquer momento, alterações na conjuntura econômica mundial podem acarretar em uma queda brusca nesse fluxo de capital.

Choques externos é outro fator comum que antecede *defaults*. Tais choques podem ser elevações abruptas das taxas de juros mundiais, crises bancárias globais, interrupção de fluxo de investimentos, mudanças políticas no governo dos centros dominantes e diversas outras.

Decréscimo do superávit (ou aumento do déficit) na balança comercial e déficits na balança de pagamentos tendem a ocorrer em momentos próximos a um *default*. As reservas internacionais também diminuem de forma rápida.

Outra tendência antecedente a um *default* é a piora relativa nos termos de troca, para os países emergentes, em geral, significa preços de *commodities* em queda. (CHUHAN, ET AL. 1998).

⁸ A expressão refere-se a países que recebem um volume elevado de fluxo de capital internacional.

⁹ “Sudden Stop” significa interrupção abrupta do fluxo de capitais para determinado país ocasionando uma crise financeira no mesmo.

Bordo (2006) também concorda que a interrupção abrupta do fluxo de capital para um país é responsável por grande parte das crises cambiais e financeiras, de acordo com seus estudos (figura 9) quando uma crise financeira ocorre em conjunto com o fenômeno *sudden stop* a perda de produto é muito maior. A figura 9 mostra o diferencial de perda de produto quando um país sofre apenas do fenômeno *sudden stop* de quando ele atravessa uma crise financeira simultaneamente ao problema de *sudden stop* para dois períodos diferentes.

Figura 9 – *Sudden stops* e crises financeiras

Table 1
Sudden Stops and Financial Crises

	1880-1913		1980-1997 ⁽²⁾	
	% of Sudden Stops during period	Average Output Loss	% of Sudden Stops during period	Average Output Loss
Sudden Stops with financial crisis ⁽¹⁾	45%	-4.04 %	93%	-6.25%
Sudden Stops without financial crisis	55%	-0.34 %	7%	-0.44%

(1) If there is a financial crisis (Banking, Currency or Debt Crisis) within 4 years of the start of the Sudden Stop

(2) Crisis Data available only until 1997

Output loss – average growth rate three years before the crisis – average growth rate 3 years after the crisis

Sample for 1880-1913: Argentina, Australia, Brazil, Canada, Chile, Denmark, Finland, Italy, Norway, Spain, Sweden and the United States

Sample for 1980-2004: Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Cote D'Ivoire, Ecuador, Indonesia, Malaysia, Mexico, Nigeria, Peru, Philippines, South Africa, South Korea, Thailand, Turkey, Uruguay and Venezuela

Sources: Bordo and Melissar (2005), Cato (2006), Calvo et al (2006)

Fonte: Bordo (2006).

Portanto, oscilações bruscas na taxa de cambio é outro fator característico de um eminente *default* externo, principalmente devido às inter-relações entre a taxa de cambio, nível inflacionário, sistema bancário e confiança dos agentes no governo.

A ocorrência de crises bancárias é altamente ligada a crises cambiais. Kaminsky e Reinhart (1999) explicam a existência de um círculo vicioso entre crises cambiais e bancárias, onde a ocorrência de uma intensifica a gravidade da outra e assim por diante. Quando as duas ocorrem ao mesmo tempo os indicadores econômicos tendem a piorar de forma abrupta. E tais crises cambiais aumentam o nível de desconfiança dos credores perante o país devedor, além de aumentar os encargos e o tamanho da dívida denominada em dólar.

Crises bancárias são acontecimentos comuns antes de um *default* externo, normalmente elas estão associadas a períodos com grande liberalização financeira ou confiança exacerbada dos agentes no futuro da economia mundial. Tais crises estão

associadas com grande perda de produto e principalmente, grandes queda na receita tributária no momento que ocorrem.

Já que a maioria das crises ocorre em *clusters* à chance de ocorrer um *default* da dívida soberana em conjunto com crises inflacionárias, cambiais ou bancárias é muito maior.

O ambiente político e institucional também exercem influencia na ocorrência de um *default*. Intervenção governamental no Banco Central, controle da taxa de cambio por parte do governo, maior desigualdade social, mudanças abruptas de governantes no poder, regimes ditatoriais e outros fatores são pontos negativos que em conjunto com um cenário econômico deprimido podem desencadear um *default* mais rapidamente.

2.4.2 Cenário econômico posterior a um *default* externo

A trajetória média posterior do produto (figura 6 acima) mostra uma recuperação lenta, mas constante do produto nos anos subsequentes, mas tal evidencia deve ser vista com cuidado dado que a ocorrência simultânea de crises bancárias, cambiais ou inflacionárias faz com que tal recuperação não seja tão harmoniosa, ocasionando recessões e até mesmo depressões¹⁰.

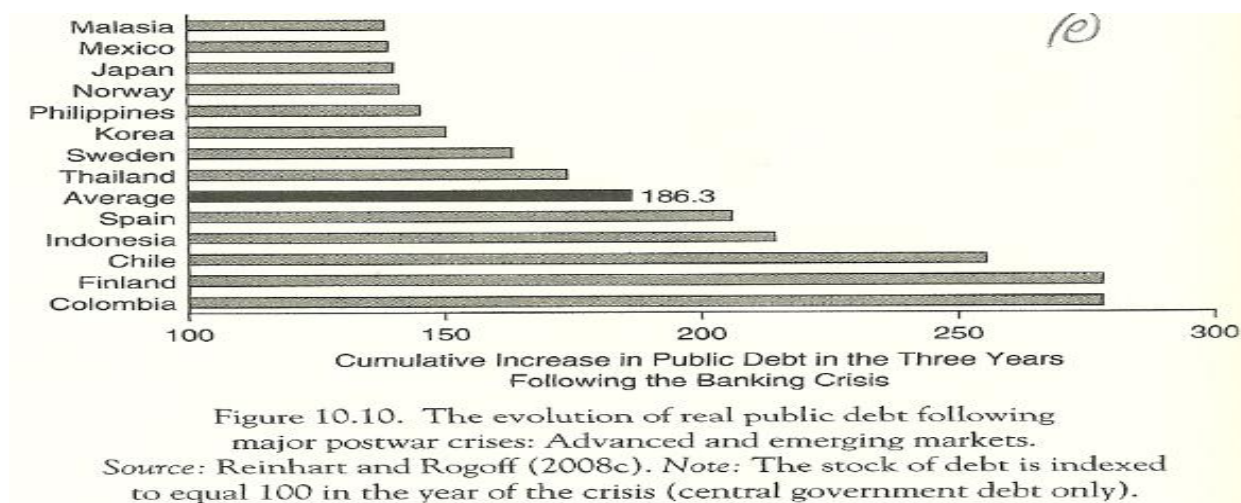
A inflação tende a piorar depois de um *default* externo. Como o país é excluído do mercado de capitais internacionais e enfrenta uma queda abrupta nas receitas, os governos que não conseguem diminuir seus gastos tendem a recorrer ao imposto inflacionário, mergulhando a economia em uma espiral inflacionária profunda. Não é surpresa esse aumento da inflação dado a concomitante desvalorização cambial que ocorre com a nação após o *default* externo. Uma das características após um default e piora do cenário inflacionário é a tendência da população do país de se “dolarizar”, ou seja, utilizar outra moeda para servir de unidade de conta, reserva de valor e meio de troca.

Após a ocorrência de uma crise bancária a dívida soberana, de acordo com os estudos de Reinhart e Rogoff (2009b), cresce em média 86% nos próximos três anos (vide figura 10

¹⁰A definição mais famosa desses dois termos foi dada pelo economista Julius Shiskin em 1974, recessão significa a contração da atividade econômica durante dois trimestres consecutivos, já a depressão é quando a contração se estende por mais de dois semestres.

abaixo), esse aumento ocorre não tanto devido ao custo de resgate do sistema bancário, mas sim a grande queda nas receitas tributárias do governo.

Figura 10 – Evolução da dívida soberana após crises bancárias: Economias avançadas e emergentes



Fonte: Reinhart; Rogoff (2009).

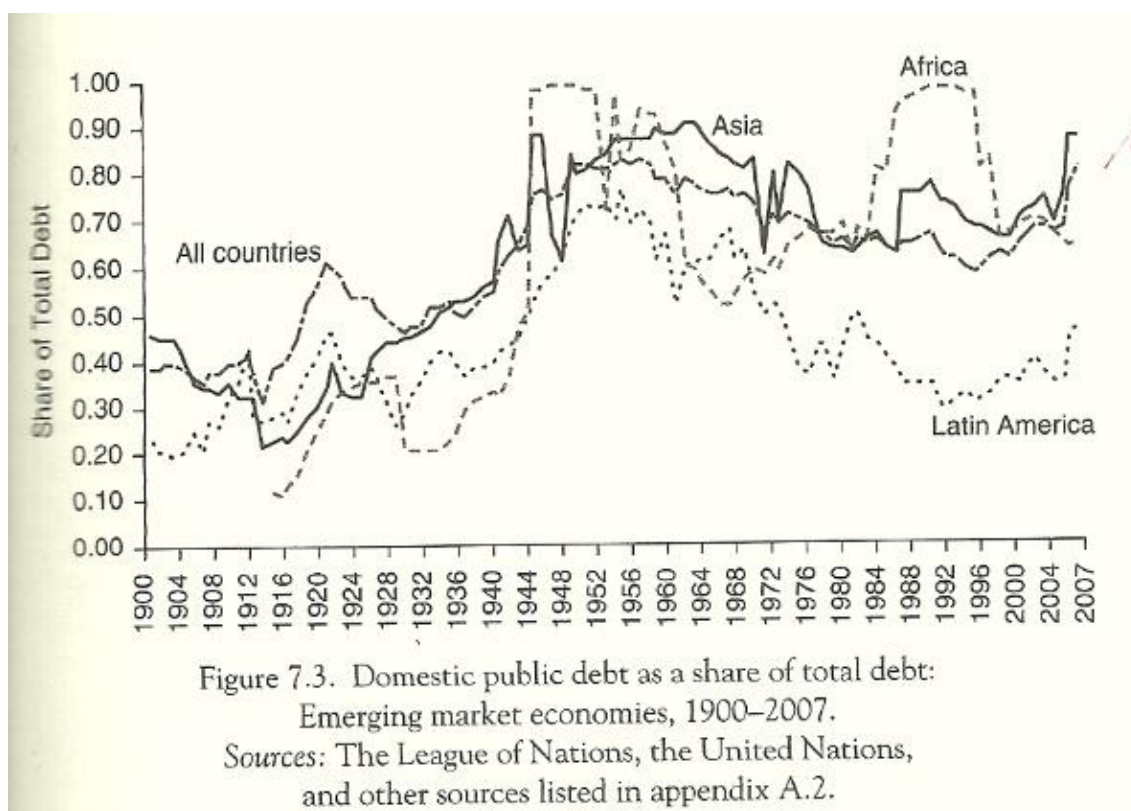
Após *defaults* externos a dívida interna tende a crescer rapidamente, o motivo é o mesmo da aceleração inflacionária dado que a economia fica momentaneamente excluída dos mercados financeiros internacionais. A dívida externa, normalmente, fica estagnada.

2.5 Default interno

O *default* na dívida interna ocorre quando um país interrompe o pagamento de juros ou principal de empréstimos contraídos sob a jurisdição nacional. A evidência histórica mostra que a dívida pública é expressa na maior parte do tempo em moeda nacional e é detida por residentes, credores nacionais. De acordo com Bordo (2006) a dívida pública interna envolve todas as exigibilidades do governo, emitidas sob a e sujeitas à jurisdição nacional, independentemente da nacionalidade dos credores ou da moeda representativa da dívida.

As informações a respeito de crises de dívida interna são muito mais escassas do que as relacionadas a crises de dívida externa, esse fenômeno não decorre devido à baixa frequência ou baixa intensidade das primeiras em relação à segunda. Ver figura 11 com proporção da dívida pública que é doméstica:

Figura 11 – Dívida doméstica como proporção da dívida pública total: economias emergentes, 1900 - 2007



Fonte: Reinhart; Rogoff (2009).

Na verdade, em média o ambiente econômico que antecede uma crise de dívida interna é muito mais grave do que o de uma dívida externa. Uma das explicações para a escassez de informações é a ausência de credores estrangeiros poderosos nos fenômenos de default interno, assim poderia se explicar o fraco interesse da academia econômica mundial em documentar e pesquisar sobre tais eventos. (REINHART; ROGOFF, 2009)

O incentivo que o governo tem para honrar sua dívida interna não é apenas a necessidade de honrar seus compromissos e prover os cidadãos de moeda para pagar seus impostos, assim como na dívida internacional na qual o governo tem que pensar nas consequências comerciais e relações políticas ao declarar a moratória, no âmbito interno o governo deve ter como preocupação a possibilidade de revoltas internas e aumento da impopularidade ao promover um *default* interno.

2.5.1 Cenário econômico antecedente a um *default* interno

Existem duas diferenças importantes na magnitude do impacto de um *default* interno em relação ao externo.

A primeira é que o produto, na análise histórica de Reinhart e Rogoff (2009), cai de forma brusca na antecedência de um *default* interno (ver figura 6 acima), alguns anos antes ele já apresenta fortes sinais de queda, sendo que no ano do *default* ele despencou, caindo em média 4 % a.a. Mais uma vez, vale lembrar que a presença de outras crises afeta intensamente a trajetória do produto na iminência de um *default* interno.

A inflação também sofre graves consequências, crescendo já de forma intensa alguns anos antes do *default* e “explodindo” no ano da crise. Ver figura 7 acima.

Crises bancárias também aumentam as chances de se ocorrer um *default* interno, devido a posterior queda no produto, perda da confiança e queda nas receitas tributárias.

Apesar das crises cambiais influenciarem mais o âmbito externo, a chance de uma moratória aumenta com a inconstância da taxa de câmbio, pelas relações desta com a inflação interna do país.

Choques externos também tem sua importância para o acontecimento de *defaults* internos, visto que medidas impostas por nações desenvolvidas podem impactar as conduções de políticas de países emergentes (pensamento neoliberal¹¹ de 1990 influenciou a mudança de diversas políticas internas e externas no Brasil).

O mesmo raciocínio de aumento das dívidas interna e externa em citado acima se aplica para os fatores antecedentes a um *default* na dívida interna, a diferença se dá no desenvolvimento posterior desses indicadores.

2.5.2 Cenário econômico posterior a um *default* interno

O produto após um *default* interno também apresenta uma recuperação, mas seguindo o mesmo raciocínio da questão externa, a presença de outros tipos de crise pode minar por

¹¹ Pensamento neoliberal: Conjunto de ideias políticas e econômicas que defendem a não intervenção do governo na economia, dando ênfase a globalização do país em todos os aspectos possíveis.

completo tal recuperação (ver figura 6 acima). Vale lembrar que o baque no produto após o *default* interno é muito maior, portanto a recuperação é mais lenta e o ajuste mais doloroso.

A segunda grande diferença refere-se a “herança maldita” inflacionária após um *default* na dívida soberana interna, os estudos de Reinhart e Rogoff (2009) mostram que ela aumenta mais de 100% após o calote (ver figura 7 acima). A utilização do imposto inflacionário é altamente pernicioso para a população dado que grande parte da dívida interna de um país é de longo prazo e não indexada (mesmo quando os indivíduos estão protegidos por cláusulas de indexação existe o risco de o governo abolir a lei, vide caso brasileiro de 90 comentado abaixo).

Mesmo após um *default* na dívida interna o país tende a continuar o aumento na sua dívida soberana interna e externa, como a maioria dos *defaults* internos não recebe ampla atenção da mídia mundial é comum os mercados internacionais continuarem fornecendo crédito para uma nação que acabou de declarar moratória na sua dívida interna.

3 PERSPECTIVA HISTORICA DA ECONOMIA BRASILEIRA NOS PERIODOS ANALISADOS.

Nesta seção será realizada uma breve análise dos três anos anteriores e dos três anos posteriores a ocorrência dos defaults externo e interno nos episódios selecionados para a economia brasileira.

3.1 Período Militar – 1980 a 1986

A década de 80 foi considerada por grande parte dos economistas latino americanos uma década perdida.

3.1.1 Conjuntura política e internacional

A década de 70 tinha sido um período de prosperidade para a economia brasileira, mesmo com o advento da ditadura e as conseqüentes mazelas do autoritarismo, o país conseguiu imprimir um ritmo de crescimento forte (ainda que muito desigual).

Esse período do final da década de 60 até metade da década de 70 é chamado de “milagre econômico”. O Brasil através de um governo federal autoritário e centralizador promoveu uma série de investimentos em diversos setores da economia para aumentar o crescimento do PIB. A inflação era alta no período (embora muito menor que nos anos 80), mas ninguém se preocupava com isso já que a crença geral é que era o preço a pagar por tamanha prosperidade afirma Oliveira (2006). A capacidade ociosa dos períodos recessivos anteriores, a disposição dos governantes brasileiros de crescer a qualquer custo junto com a conjuntura internacional favorável possibilitou a ocorrência de taxas elevadas de crescimento durante o milagre.

Mas, a contrapartida foi o aumento brutal do endividamento externo e o descontrole nas contas públicas. O orçamento público na década de 70 se deteriora, principalmente devido ao aumento do gasto das empresas estatais. Os pequenos superávits gerados no período não eram suficientes para cobrir a crescente despesa com juros devido ao aumento do

endividamento externo, portanto com o aumento das taxas de juros internacionais a partir de 1973 (devido ao primeiro choque do petróleo) o pagamento dos juros da dívida externa torna-se cada vez mais insustentável, culminando no pedido de reestruturação ao FMI em 1983.

Portanto, o modelo de financiamento do I PND de alto endividamento para colocar em prática grandiosas obras de investimento e do II PND de alto endividamento para financiar os crescentes déficits em conta corrente não seria mais sustentável com as mudanças conjunturais na metade da década de 70 e início da década de 80.

O período de bonança internacional não duraria pra sempre e no começo da década de 80 ocorreu uma mudança no pensamento econômico vigente nos países desenvolvidos, resgatando os conceitos clássicos de ênfase no lado da oferta e abandono da ideia de “welfare state” do pós-guerra baseado na evolução da demanda interna.

Nas palavras de Kaminsky, et al.(2003, tradução nossa):

[...] e muitos governos na América Latina estavam engajados em gastos excessivos que iriam selar o destino dos mesmos e torna-los incapazes de pagar os seus débitos.

O segundo choque do petróleo ocorrido em 79 só agravou a situação, como o mundo estava passando por um “boom” de empréstimos externos a maior parte dos países estavam extremamente alavancados, isso faz do sistema como um todo extremamente sensível a elevações das taxas de juros. Outro fator agravante foi a deterioração dos termos de troca brasileiro com a intensa queda no preço das *commodities*, principais itens da pauta exportadora brasileira. O Brasil também tinha uma dependência muito grande do petróleo, portanto o choque aumentou as pressões inflacionárias e dificultou o ajuste na balança de pagamentos.

A elevação abrupta da taxa de juros americana (ver figura 12 abaixo) ocasionou uma elevação conjunta das taxas de juros internacionais para nenhum país correr o risco de sua moeda se desvalorizar em excesso em relação ao dólar.

Figura 12 - Taxa de juros % a.a. mercado financeiro internacional 1976 – 1986

Período (*)	(% a.a.)	
	Prime-rate (EUA) (*)	LIBOR (Reino Unido) (*)
1976	7,75	7,50
1977	11,75	12,31
1979	12,88	12,27
1980	20,18	18,03
1981	15,77	14,12
1982	11,50	9,83
1983	11,00	10,39
1984	11,24	9,50
1985	9,50	8,11
1986	7,50	6,23

Fonte: Cerqueira (1996).

Essa sincronização agravou os problemas de liquidez do mundo, indo de encontro com as ideias de Keynes (1936): eram os países tomando decisões individuais racionais que no conjunto levavam a uma decisão comunitária irracional.

Portanto, os bancos para não perder recursos elevaram o pagamento de juros nos seus depósitos fazendo-se necessário um reajuste na taxa de juros dos empréstimos. Assim, os países que possuíam empréstimos com taxas flutuantes (caso brasileiro, Bonelli e Malan (1987) afirmam que 70% da dívida foi contraída sob taxas flutuantes) se viram com grandes problemas de ajuste externo e com o aumento da aversão ao risco mundial aumentou-se o prêmio de risco para emprestar para os países emergentes. (RESENDE, 1982).

Por fim, a crise da dívida mexicana em agosto de 1982 fez com que os bancos estrangeiros ficassem ainda menos dispostos a tomar riscos e o fluxo de capitais para os outros países emergentes diminuiu (*sudden stop*), junto com a disposição para renegociar a dívida atual dos mesmos.

O governo brasileiro cego pelo crescimento da década anterior e pelas constantes brigas políticas e institucionais não percebeu que o cenário mundial estava mudando drasticamente e quando se decidiu agir era tarde demais para efetuar um ajuste suave sem consequências violentas para a economia brasileira. Deste modo, a década de 1980 foi

utilizada para efetuar um doloroso ajuste na economia do país recorrendo a ajuda do FMI. Ajuste este que teve como maior legado a introdução do mal da hiperinflação na economia brasileira.

No “front” político foi eleito (de forma indireta) mais um militar para a presidência da república, o general João Baptista Figueiredo, que tinha como missão continuar o lento e gradual processo de abertura política, além de promover um duro ajuste na economia que se encontrava altamente endividada.

O país começava a dar passos importantes em direção à redemocratização como o fim da lei do sistema bipartidário, dando origem a diversos partidos que existem até hoje. O avanço mais importante foi a discussão da emenda Dante de Oliveira em 1984 que reivindicava a volta das eleições diretas no país, culminando, em 1986, na eleição de um civil para a presidência, José Sarney, dando início ao período chamado de “Nova República”.

O governo reconheceu a partir de 1980 as dificuldades em cumprir com as suas obrigações externas, apesar de atribuir os problemas exclusivamente aos acontecimentos internacionais, segue abaixo trecho da carta de intenções do governo brasileiro ao FMI (1983, p.2):

Com a segunda elevação acentuada do petróleo, em 1979, o progresso até então obtido nesse esforço de ajustamento sofreu severo retrocesso. Como resposta a este novo choque externo, o Governo adotou no final de 1979 e início de 1980 um amplo elenco de medidas que incluíram a máxidesvalorização do cruzeiro, severas restrições fiscais e monetárias [...].

Mas o governo tinha diversos outros problemas como a crescente desigualdade social, a indexação dos preços na economia, a dependência do setor primário para exportação, a alta taxa de juros interna para tentar atrair capital, o “estouro” do orçamento público. A deterioração da conjuntura internacional foi apenas a faísca necessária para acender o barril de pólvora que era a economia brasileira da época.

Salienta-se que desde o começo da ditadura militar e durante toda a década de 80 o governo brasileiro nunca teve um mercado livre de negociação de câmbio, era um mercado rígido e controlado com extrema atenção pelas autoridades. Essa rigidez não significava estabilidade nos preços, dado que o governo executava regularmente as chamadas minidesvalorizações cambiais para manter o preço das exportações atrativo, além disso, a inflação interna era repassada para o câmbio.

No âmbito monetário o governo tinha grande influência nas políticas do Banco Central e no Banco do Brasil, este possuía uma conta movimento no Banco Central tendo acesso a fundos praticamente ilimitados. Ambas as instituições eram vinculadas ao governo impossibilitando a execução de uma política monetária independente salienta Jaloretto (2009).

Foi um período conturbado devido à aceleração da inflação, problemas de ajuste externo e interno, baixo crescimento do PIB e brigas políticas.

Um dos motivos da aceleração inflacionária e da perda de credibilidade do governo foi a intenção de fixar a desvalorização cambial em “apenas” 40% em jan./1980 e de correção monetária de 45% para o ano como um todo na tentativa de reverter expectativas inflacionárias, quando todos os sinais apontavam para inflação de o dobro desse valor, como de fato aconteceu, a inflação atingiu 110% no ano de 1980 fazendo o governo perder boa parte da credibilidade e a expectativa de inflação futura se elevar. Além disso, a economia estava altamente indexada para tentar manter o valor real dos salários e investimentos dificultando a atuação da política econômica.

Este intervalo de seis anos teve duas moedas diferentes, primeiro o cruzeiro até fev/86, quando foi substituído pelo cruzado já no governo civil de José Sarney. No mesmo mês o novo presidente colocou em prática o Plano Cruzado que tinha como objetivo, através de medidas heterodoxas, acabar com a inflação no país via congelamento de preços.

Apesar do sucesso inicial do plano com grande apoio popular, a austeridade fiscal e monetária necessária não foi mantida e a economia estava dando sinais de superaquecimento com taxas de juros reais negativas, preços fixados a níveis muito baixos e reajustes salariais muito elevados, portanto no final de 1986 a economia voltou a entrar na espiral inflacionária. (BONELLI; LANDAU, 1990).

3.1.2 Conjuntura econômica

O período analisado é considerado a “década perdida” devido a fraco desempenho econômico da nação no mesmo, o país se viu envolto com problemas de ordem inflacionária, cambial e, principalmente, de ajuste externo.

O crescimento do produto anual no período 1980-86 foi em média 3,93% a.a., muito abaixo das taxas do período do milagre.

Até 1980 o Brasil ainda apresentava taxas de crescimento positivas por causa da grande entrada de empréstimos para financiar investimentos, a partir de 1981 o produto sofre uma queda de 4,25% e no ano do default uma queda de 2,93%. A partir de 1984 o produto apresenta um forte aumento, principalmente relacionado ao aumento da demanda mundial (em especial a americana).

Tabela 1 – Variação % real a.a. PIB Brasil, 1980 – 1986

Ano	80	81	82	83	84	85	86
Var. %	9,23%	-4,25%	0,83%	-2,93%	5,40%	7,85%	7,49%

Fonte: Elaborada pelo autor baseado em BACEN, 2012.

Tabela 2 - PIB Brasil, bilhões U\$ Correntes, 1980 – 1986

Ano	80	81	82	83	84	85	86
Valores	237,7	258,5	271,5	189,4	189,7	211	257,8

Fonte: Elaborada pelo autor baseado em BACEN, 2012.

A inflação sempre foi um problema brasileiro, mas o povo ainda não estava acostumado com o mal da hiperinflação. A combinação de restrição externa - devido ao alto endividamento - e o aumento dos custos de produção e dos bens e serviços após dois choques de petróleo foram explosivos para o nível de preços, fazendo o mesmo subir para patamares só vistos anteriormente em tempos de guerra. Outro grande problema da época é a quase total indexação dos preços da economia, engessando a política monetária brasileira.

No período a inflação cresceu 44.870%, um aumento de mais de 40 vezes! A inflação média anual foi de 148 % a.a.

Tabela 3 – Variação % a.a. Inflação no Brasil, 1980 – 1986

Ano	80	81	82	83	84	85	86
Var. %	110,25%	95,18%	99,72%	211,00%	223,81%	235,56%	62,37%

Fonte: Elaborada pelo autor baseado em BACEN, 2012.

A balança de pagamentos apresenta grandes déficits em transações correntes até 1983. Nos anos 1980 e 1981 são reflexos da alta do custo dos produtos importado em conjunto com os pesados encargos financeiros devido ao endividamento e alta dos juros internacionais. Em 1983 o ajuste das transações correntes por meio da redução das importações começa a surtir efeito— opção exigida pelo FMI e muito criticada por economistas brasileiros¹² por restringir o crescimento -, assim o país conseguiu diminuir o déficit em transações correntes. Importante lembrar que a despesa com juros nunca diminuiu devido à opção do Brasil de continuar pagando seus credores com a ajuda dos empréstimos do FMI.

A balança de capitais ilustra bem o fato de que até 1981 o país recebia grandes fluxos de capitais, estes eram utilizados para cobrir os rombos na balança corrente, com a crise mexicana de 1982 altera-se a mentalidade dos credores brasileiros e o fluxo de capitais para o país diminui bastante.

As exportações mantiveram-se em um patamar positivo constante no período devido aos subsídios que o governo brasileiro concedia ao setor exportador, após 1983 as cobranças para a continuidade desses benefícios eram realizadas por agentes do FMI.

Tabela 4 - Balança de pagamentos do Brasil, U\$ bilhões, 1980 – 1986

Ano	80	81	82	83	84	85	86
Balança comercial	-2,8	1,2	0,7	6,5	13,1	12,5	8,3
exportações	20,2	23,2	20,1	21,9	27	25,6	22,3
importações	23	22	19,4	15,4	13,9	13,1	14
Balança serviços	-9,8	-13	-17,1	-13,2	-13,2	-12,9	-13,7
Transações correntes	-12,4	-11,6	-16,3	-6,8	0,04	-0,2	-5,3
Balança de capitais	8,9	12,7	7,8	4,2	6,6	0,7	1,6
BP	-3,5	0,6	-8,9	-3,3	7,04	0,1	-3,7

Fonte: Elaborada pelo autor baseado em BACEN, 2012.

As reservas internacionais que se mantinham acima de 10 bilhões na década de 1970 sofreram um forte baque em 1980 devido à dificuldade de gerenciar o aumento do preço das importações de petróleo com a continuidade de pagamento dos encargos financeiros. Após tal evento, ocorre outra queda em 1982 relacionada com o advento da crise mexicana. Mas logo em seguida elas já voltam a crescer – também devido a exigências do Fundo para conceder o empréstimo - terminando o período levemente abaixo do ano 1980.

¹² Ver Bacha (1983) e Bresser-Pereira (1983).

Tabela 5 - Reservas internacionais Brasil U\$ bilhões, final do ano, 1980 -1986

Ano	80	81	82	83	84	85	86
Valores	6,9	7,5	4	4,5	11,9	11,6	6,7

Fonte: Elaborada pelo autor baseado em BACEN, 2012.

A dívida externa no período aumentou de 71,8 bilhões de dólar para 111,2 bilhões, um aumento de 54%. O Brasil recorreu ao FMI em todos os anos a partir da primeira reestruturação da dívida em fev/1983, mesmo que a relação com o Fundo nesse período tenha sido extremamente conturbada. Em suma, o país sempre buscou dar continuidade a política de cobrir as dívidas e encargos anteriores por meio de novas dívidas.

O serviço da dívida praticamente dobrou de 1981 para 1982 sendo um dos principais responsáveis pelo pedido de ajuda realizado em fev/83 ao FMI, nos anos seguintes ele seguiu no mesmo patamar elevado de 1981.

As relações abaixo são importantes para observar o quão crítica era a situação brasileira na época.

As reservas internacionais brasileiras nunca cobriram mais do que 12% da dívida externa, tendo como ponto crítico o ano de 1982 quando a relação não passa de 5%.

A dívida externa em relação ao PIB foi aumentando até chegar ao patamar de 54% em 1984.

Um indicador de liquidez de curto prazo pode ser visto na relação entre serviços da dívida e exportações, no ano de 1982 os serviços da dívida ultrapassaram as receitas com exportação tornando-se necessário a solicitação de fundos extras no exterior.

E o país apresentava um alto déficit em transações correntes até 1983, equacionado nos anos posteriores devido a um forte ajuste na economia com graves consequências inflacionárias.

Tabela 6 – Dívida externa e serviço da dívida brasileira, 1980-86, U\$ bilhões

Ano	80	81	82	83	84	85	86
Total	58,2	71,8	83,2	91,6	102,1	105,1	111,2
Serviço	8,7	13	20,6	12,6	13,1	12,8	13,8

Fonte: Elaborada pelo autor baseado em BACEN, 2012.

Tabela 7 - Relações importantes dívida externa, 1980 – 1986

Ano	80	81	82	83	84	85	86
Reservas/Dívida	11,86%	10,45%	4,81%	4,91%	11,66%	11,04%	6,03%
Dívida/PIB	24,48%	27,78%	30,64%	48,36%	53,82%	49,81%	43,13%
Serviço/ exportações	43,07%	56,03%	102,49%	57,53%	48,52%	50,00%	61,88%
Serviço/PIB	3,66%	5,03%	7,59%	6,65%	6,91%	6,07%	5,35%
TC/PIB	-5,22%	-4,49%	-6,00%	-3,59%	0,02%	-0,09%	-2,06%

Fonte: Elaborada pelo autor baseado em BACEN, 2012.

A dívida interna praticamente duplicou no período. Ressalta-se que apesar do moderado aumento da dívida externa após o pedido de reescalonamento dos débitos o país continuou a se financiar via endividamento, mas agora com mais ênfase no interno.

Os dados para juros da dívida interna só estão disponíveis a partir de 1983 e representavam uma média de 3,04% do PIB.

A dívida interna começa a crescer em relação ao PIB a partir de 1981, chegando ao nível de 22,65% em 1986.

Abaixo segue a soma da dívida interna e externa em relação ao PIB, evidenciando o quão endividado se encontrava o país na época, em 1984 chegou-se a um patamar de 76% do PIB.

Tabela 8 - Dívida interna total e serviço da dívida, U\$ bilhões, 1980 – 1986

Ano	81	82	83	84	85	86
Total	30	38,5	34,7	42,3	49	58,4
Serviço			5,3	6,6	7,8	5,6

Fonte: Elaborada pelo autor baseado em BACEN, 2012.

Tabela 9 - Relações importantes dívida interna, 1980 – 1986

Ano	81	82	83	84	85	86
Dívida/PIB	11,61%	14,18%	18,32%	22,30%	23,22%	22,65%
Serviço/ PIB			2,80%	3,48%	3,70%	2,17%
Dívida externa e interna/PIB	39,38%	44,83%	66,68%	76,12%	73,03%	65,79%

Fonte: Elaborada pelo autor baseado em BACEN, 2012.

O Brasil, no período apresentou um superávit primário¹³ médio de 1,65% a.a, sempre insuficiente para cobrir a despesa com juros ou possibilitar uma taxa de investimento maior na economia sem recorrer ao endividamento.

Já no campo operacional¹⁴, o país obteve leves superávits até 1981 e a partir de 1982 crescentes déficits, chegando a -2,24% em 1986.

Tabela 10 - Superávit(+) e déficits(-), % do PIB, 1980 – 1986

Ano	80	81	82	83	84	85	86
Operacional	0,37%	0,09%	-0,39%	-1,29%	-1,42%	-2,12%	-2,24%
Primário	1,50%	1,49%	1,96%	1,90%	2,53%	1,81%	0,37%

Fonte: Elaborada pelo autor baseado em BACEN, 2012.

Tabela 11 – Taxa de câmbio – u.m.c/U\$, Var. a.a.

Ano	80	81	82	83	84	85	86
Var. %	53,96%	95,12%	97,71%	289,40%	223,60%	229,55%	-99,86%

Fonte: Elaborada pelo autor baseado em BACEN, 2012.

Tabela 12 - Demanda por M1, em % do PIB, 1980-1986

Ano	80	81	82	83	84	85	86
%	10,32%	9,32%	7,75%	5,00%	4,51%	5,00%	11,50%

Fonte: Elaborada pelo autor baseado em BACEN, 2012.

¹³ Superávit primário = diferença entre receitas e gastos públicos, excluindo-se a despesa com juros e correção monetária por não serem consideradas operacionais. (JALORETTO,2009).

¹⁴ Conceito desenvolvido no início da década de 80, inicialmente para aproximar os juros apropriados por competência dos juros pelo conceito caixa. Mas com o recrudescimento inflacionário, atentou-se para o fato de que despesas com juros nominais não espelham o devido impacto da transferência de juros. Portanto, superávit/déficit operacional = diferença entre receitas e gastos públicos, incluindo a correção monetária na despesa com juros. (JALORETTO,2009)

A taxa de cambio brasileira era ajustada de acordo com a inflação brasileira. Como o país possuía um péssimo histórico inflacionário, os repasses para o cambio eram quase instantâneos, levando a moeda brasileira a ter uma alta volatilidade em relação ao dólar.

A demanda por M1 decaiu ao longo do período devido a aceleração inflacionária.

3.2 Período Sarney - Collor: 1987 a 1993

O final da década perdida e a transição para um governo democrático não trouxe notícias animadoras para o povo brasileiro.

3.2.1 Conjuntura política e internacional

O início da década de 1990 não fica devendo em nível de conturbação política para a década de 1980, mas desta vez os problemas se encontravam em sua maioria no âmbito interno. A população estava ansiosa, pois iria eleger democraticamente um presidente da República após trinta anos da eleição de Jânio.

O Brasil tinha passado por uma década de ajuste e sofrimento econômico e povo tinha esperança que a virada da década traria tempos melhores. Porém, a dura verdade é que os problemas da década passada não só persistiam como alguns se intensificaram durante o começo da década de 1990.

Foi outro período agitado, no qual foi executado três planos econômicos diferentes e duas trocas do padrão monetário, a política economia oscilava entre ações de cunho heterodoxo e ortodoxo, sem chegar à conclusão de qual deles resolveria os problemas brasileiros. O plano Cruzado era essencialmente heterodoxo, enquanto os outros dois planos (Bresser e Verão) misturavam elementos heterodoxos com ortodoxos.

No âmbito relacionado à dívida externa, já no ano de 1987 o Brasil toma uma medida drástica, a declaração de moratória da dívida no mês de fevereiro. Assim, o país decidia, unilateralmente, suspender o pagamento de juros sobre as dívidas de médio e longo prazo. Os problemas que levaram o país a tal medida foram originados no Plano Cruzado que prolongou o controle de preços para além do tempo suportável, o governo teve que dispendar as reservas em importações para tentar diminuir o desabastecimento da economia, fazendo com que não

sobrassem recursos para o pagamento da dívida externa, a moratória seria um recurso para aliviar o caixa do governo. Mesmo assim, a decisão de não pagar os credores não gerou os efeitos positivos esperados, os problemas financeiros se agravaram e a credibilidade perante os credores internacionais se deteriorou. Portanto, o país não suportou por muito tempo a situação de restrição ao crédito externo e já no mês de setembro do mesmo ano – com a troca de ministro na pasta de economia – o Brasil retomou as negociações e os pagamentos da dívida externa. Exceto esse curto período de moratória declarada, o Brasil continuou o restante da década em uma espécie de moratória não declarada da dívida externa, recorrendo quase que todos os anos ao FMI.

Outro elemento interessante pelo qual atravessava a economia foi à constatação de que o aumento da desigualdade perdurou durante a década de 1980, nesse contexto Lacerda (1999) destaca que:

- a) os 10% mais ricos que possuíam 46,6% da renda nacional em 1981, passaram a possuir 53,2% em 1989, significando um crescimento de 14,2%;
- b) os 20% mais pobres passaram de uma posse de 2,7% da renda em 1981 para 2% em 1989, uma queda de 25,9% e;
- c) os 50% mais pobres que possuíam 13,4% da renda em 1981, passaram a possuir 10,4% em 1989.

Tais dados corroboram a tese de que a inflação, principalmente a inflação muito alta, prejudica em maior amplitude as camadas mais pobres da população que as mais abonadas.

No final da década de 1980 iniciou-se um progresso gradual de liberalização financeira, que teria em seu expoente a eleição do presidente Collor de Mello. A introdução da possibilidade de conversão de títulos da dívida pública externa em investimentos no país e a tentativa de criar um mercado de câmbio flutuante foram algumas das medidas liberalizantes do fim da década de 1980.

Mas o processo de abertura comercial tornou-se evidente com o início do governo Collor, foram revogados tarifas e restrições quantitativas de importações. A abertura comercial provocou aumento intenso das importações sem uma contrapartida na mesma magnitude das exportações e a participação de produtos manufaturados exportados regrediu

enquanto a de produtos primários aumentou, o plano era efetuar um choque de produtividade na indústria nacional incentivando a mesma a produzir com mais eficiência.

Segundo Pochmann (2001), a adoção da desregulamentação comercial como um instrumento de inserção do Brasil no mercado mundial não oportunizou, como era de se esperar, em aumentos significativos do saldo da balança comercial.

O período internacional era de volta da liquidez mundial e os países emergentes passaram por uma reestruturação de suas dívidas através do chamado Plano Brady¹⁵, embora o país não tenha fechado nenhum acordo referente ao plano no período analisado houve uma mudança de mentalidade nos atores políticos internacionais, o chamado “Consenso de Washington”¹⁶, que teve influencia nos economistas e governantes brasileiros.

A vitória de Fernando Collor de Mello foi também à vitória desse novo pensamento econômico para conduzir a política econômica brasileira, pensamento este mais ortodoxo e liberal, identificado em diversas medidas citadas acima realizadas pelo governo Collor.

Isso ocasionou uma série de privatizações na economia para tentar ajustar as contas públicas. Essas privatizações possibilitaram a entrada de alta quantia de capital estrangeiro na economia, o objetivo dessas medidas eram fazer do setor privado o ator dominante na condução da dinâmica econômica brasileira mudando a dinâmica das duas décadas anteriores. (OLIVEIRA, 2006).

Com relação ao emprego, as medidas de abertura comercial e privatizações fizeram com que aumentasse o número de desempregados no país, mais de três milhões de postos de trabalho desapareceram na década de 1990.

O problema da inflação, dos altos gastos governamentais, da dívida externa e outros, persistiram com a virada da década, portanto logo que foi eleito Collor já colocou em prática o seu próprio plano econômico, chamado de Plano Brasil Novo.

O plano tentava atacar os problemas fiscais, monetários, de rendas, competitividade externa, e outros de uma só vez através de diversos mecanismos.

¹⁵ O Plano Brady tinha como objetivo securitizar as dívidas dos países emergentes para incentivar a continuidade dos empréstimos para os mesmos, ao mesmo tempo em que admitia que a situação atual não era sustentável e admitia a redução parcial dos débitos, o Brasil foi um dos últimos países a finalizar o acordo com o Plano Brady em abril/94.

¹⁶ O consenso de Washington é composto de uma série de doutrinas que indicam como deve se comportar a economia dos países ao redor do mundo, claramente baseado nas ideias econômicas e políticas liberais, tal corrente de pensamento ficou conhecida como neoliberalismo.

Mas a medida mais controversa e famosa do plano Collor (nome pelo qual ficou conhecido) foi o bloqueio da liquidez dos ativos financeiros na economia pela sua intensidade e brutalidade. (SINGER, 1990).

A reforma monetária, realizada junto com as outras medidas em 15/03/1990, introduzia um novo padrão monetário - a troca ao par de cruzados novos por cruzeiros-, congelava os preços da economia e bloqueava durante dezoito meses todas as aplicações financeiras, incluindo os depósitos a vista, possibilitando um resgate de apenas 20% do total bloqueado. O restante seria liberado gradualmente após doze meses, a medida também incluía um IOF adicional sobre as operações financeiras de 8%.

A reforma monetária também causou grande instabilidade no sistema bancário, estes com pouco tempo para se adaptar, e até mesmo entenderem, as medidas passaram por uma crise de liquidez que só foi resolvida com o financiamento de cruzeiros por parte do Banco Central. Carvalho (2003) mostra que os problemas de liquidez dos bancos originaram-se porque suas disponibilidades na nova moeda eram insuficientes para dar liquidez à parcela do seu passivo convertida em cruzeiros e colocada à disposição dos depositantes.

O plano Collor, apesar de assegurar nos artigos da medida provisória nº 168 que todos os ativos bloqueados receberiam a correção monetária adequada mais 6% de juros pode ser considerado um dos maiores calotes da dívida pública brasileira. Visto que o plano subestimou a inflação diversas vezes não impondo a correção monetária necessária para o retorno ao valor real das aplicações e reestruturou os prazos de resgate dos ativos de forma unilateral. A economista Eliana Cardoso (1990) ressalta a retórica chantagista utilizada para a implantação do plano junto ao Congresso Nacional e o apoio opressor dos meios televisivos, além disso, o plano deixou até mesmo o Supremo Tribunal Federal sem alternativas, em vista que fica impossibilitada a revogação do mesmo após o início do bloqueio, já que tal que tal ato teria consequências catastróficas para a economia brasileira.

Apesar de grande parte dos economistas na época como Bresser Pereira (1990), Belluzo e Almeida (1990) e outros concordarem que a época exigia medidas extremas e que o plano possuía boas ideias e uma razoável estratégia de médio prazo, o sucesso dependia de uma alta cooperação dos agentes econômicos, só alcançada com altas doses de confiança da população para com o governo. As dificuldades do governo em explicar a intensidade das medidas bem como a arrogância do mesmo ao tratar com os diversos grupos de poder fez com que tal credibilidade não fosse alcançada.

Nas palavras de Simonsen (1990):

O governo deveria tentar explicar de forma mais branda os motivos de um bloqueio de liquidez, pois assim a transição de uma economia recessiva para uma volta ao consumo seria mais suave... O sucesso depende de que os agentes acreditem que o plano foi uma descontinuidade histórica diante de um momento crítico único e que nunca mais ocorrerá algo semelhante.

Além da já citada “falta de tato” do governo brasileiro com os outros grupos da sociedade, os agentes econômicos carregavam um ceticismo adquirido durante vários anos de promessas descumpridas dos governantes brasileiros.

Carvalho (2003) argumenta que o plano falhou devido a impossibilidade de separar a demanda por moeda para fins especulativos e para giro de negócios, dentro do conjunto formado pela moeda indexada e pela moeda convencional, em vista disso o objetivo de controlar a monetização não obteve êxito.

Portanto, a inflação a partir de maio voltou a se acelerar chegando ao patamar de 2739% no final do ano. Claramente, os objetivos do plano não foram alcançados.

Ainda tentou-se executar o Plano Collor II em jan./91, com novo congelamento de preços e diversas outras medidas de tentativa de correção monetária. Os resultados do plano até que não foram ruins no início, mas a crescente falta de confiança dos agentes no governo, a falta de comunicação do governo federal com outros setores da sociedade e as denúncias de corrupção que recaíram sobre o Presidente culminaram no impeachment do mesmo em dez/92 e um cenário de estagflação na economia brasileira.

3.2.2 Conjuntura econômica

O produto no período analisado teve crescimento médio de 1,01% a.a., desempenho pior do que o apresentando nos seis anos anteriores.

Nos três primeiros anos a economia brasileira expandiu-se cerca de 5%, no ano do *default* o PIB decresceu -4,35%, se recuperando de forma lenta nos três anos seguintes com média de crescimento de 1,80% a.a.

Bonelli e Landau (1990) creditam a alta do PIB em 1988 devido à ameaça da hiperinflação, fazendo com que os agentes antecipassem o consumo de bens duráveis. Em 1987, os mesmos autores, salientam o crescimento do PIB agrícola como principal motivo da

alta do PIB, visto que nos dois anos a conjuntura geral da economia brasileira não era positiva.

TABELA 13 - PIB Brasil bilhões U\$ Correntes. 1987 – 1993

Ano	87	88	89	90	91	92	93
Valores	282,5	305,7	415,8	469,3	405,6	387	429

Fonte Elaborada pelo autor baseado em BACEN, 2012.

TABELA 14 - PIB Brasil variação real, 1987 – 1993

Ano	87	88	89	90	91	92	93
Var. %	2,90%	-0,06%	3,16%	-4,35%	1,03%	-0,54%	4,92%

Fonte: Elaborada pelo autor baseado em BACEN, 2012.

O período foi marcado pela hiperinflação. A taxa de inflação média anual foi de 1330% e os preços aumentaram em seis anos 3.157.338.463%. Os grandes responsáveis foram o nível excessivo de endividamento governamental, a perda de confiança da população na moeda brasileira, a indexação da economia e a continuidade de um conflito distributivo sobre ganhos inflacionários que perdura por décadas.

O fato de quatro planos econômicos diferentes terem dado errado na época minou a credibilidade das políticas econômicas e acelerou a espiral inflacionária.

TABELA 15– Var. % inflação a.a no Brasil, 1987 – 1993

Ano	87	88	89	90	91	92	93
Var. %	365,96%	933,62%	1764,87%	2739,70%	414,70%	991,40%	2103,70%

Fonte Elaborada pelo autor baseado em BACEN, 2012.

As importações e exportações aumentaram nos três primeiros anos devido a melhora da conjuntura internacional e da gradual abertura da economia brasileira. No ano de 1990, principalmente devido à desvalorização forçada da moeda brasileira e continuaram essa tendência de alta nos anos subsequentes.

A balança comercial apresentou constantes superávits no período, devido a melhora do cenário internacional, mas a continuidade da política de pagar os altos encargos financeiros fez com que os saldos em transações correntes alternassem entre valores positivos e negativos.

A balança de capitais apresenta saldos negativos em quatro dos cinco primeiros anos do período analisado, isso se deve a redução do investimento estrangeiro direto no país e no aumento da repatriação de lucros e dividendos, as empresas internacionais se beneficiam do alto diferencial nas taxas de juros no mercado financeiro doméstico para obter lucros financeiros que compensam a queda no lucro operacional argumenta Carcanholo (2002). Nos dois últimos anos a confiança é retomada com o Plano Brady que tranquilizou os bancos internacionais ao oferecer securitizações para os empréstimos feitos aos países emergentes.

TABELA 16 - Balança de pagamentos do Brasil, U\$ bilhões, 1987-1993

Ano	87	88	89	90	91	92	93
Balança comercial	11,2	19,2	16,1	10,8	10,6	15,3	13,2
exportações	26,2	33,8	34,3	31,4	31,6	35,8	38,5
importações	15	14,6	18,2	20,6	21	20,5	25,3
Balança serviços	-12,7	-15	-15,3	-15,4	-13,5	-11,3	-15,6
Transações correntes	-1,4	4,2	1	-3,8	-1,4	6,1	-0,6
Balança de capitais	-0,7	3,6	-3,6	-4,7	-4,1	25,7	10,1
BP	-2,9	7	-3,3	-8,8	-4,6	30,4	8,4

Fonte: Elaborada pelo autor baseado em BACEN, 2012.

As reservas internacionais terminaram o ano de 1987 em 7,5 bilhões e cresceram no período 328%. Salienta-se que no início de 1987 as reservas estavam em um nível extremamente baixo acarretando na declaração unilateral de moratória da dívida externa em fev./87, mesmo assim as renegociações com o FMI foram retomadas no mesmo ano.

TABELA 17 - Reservas internacionais Brasil U\$ bilhões, final do ano

Ano	87	88	89	90	91	92	93
Valores	7,5	9,1	9,7	9,9	9,4	23,7	32,11

Fonte Elaborada pelo autor baseado em BACEN, 2012.

A dívida externa continua elevada, apesar de não crescer muito no período, o crescimento anual médio foi de 3% a.a., muito menor que nos seis anos anteriores.

Mas a tabela mostra a dificuldade do Brasil em diminuir o alto saldo acumulado em dívida externa e o país só conseguia a rolagem de tal saldo através de intensas negociações com o FMI que duraram mais de uma década.

As reservas só conseguiram representar um % relevante da dívida externa a partir de 1992, antes sempre se mantiveram abaixo de 10%.

Durante o período o país conseguiu diminuir a parcela relativa da dívida externa em relação ao PIB, muito em custo do aumento do endividamento interno.

Tabela 18 - Dívida externa total e serviço da dívida, U\$ bilhões

Ano	87	88	89	90	91	92	93
Total	121,8	113,5	115,5	123,9	124,4	135,9	145,2
Serviço	9,8	20,3	12,8	8,1	12	12,5	16,6

Fonte: Elaborada pelo autor baseado em BACEN, 2012.

Tabela 19 - Relações importantes dívida externa, 1987 - 1993

Ano	87	88	89	90	91	92	93
Reservas/Dívida	6,16%	8,02%	8,40%	7,99%	7,56%	17,44%	22,11%
Dívida/PIB	43,12%	37,13%	27,78%	26,40%	30,67%	35,12%	33,85%
Serviço/ exportações	37,40%	60,06%	37,32%	25,80%	37,97%	34,92%	43,12%
Serviço/PIB	3,47%	6,64%	3,08%	1,73%	2,96%	3,23%	3,87%
TC/PIB	-0,50%	1,37%	0,24%	-0,81%	-0,35%	1,58%	-0,14%

Fonte: Elaborada pelo autor baseado em BACEN, 2012.

A dívida interna apresentava um comportamento crescente nos três primeiros anos, aumentando 67%. Em 1990 a dívida sofre uma queda abrupta devido ao *default* interno promovido pelo governo Collor. Em 1991 continua o processo de *default* inflacionário na dívida. No período, incluindo a redução devido a *default*, a dívida interna cresceu 46%.

Observa-se que a dívida nos três primeiros anos representava cerca de ¼ do PIB brasileiro e mesmo em um ano de ajuste recessivo como o de 1990 a relação cai para 15%, evidenciando o *default* através da correção monetária abaixo do crescimento inflacionário. A relação que mais chama atenção é o alto % de dívida externa mais interna em relação ao PIB, sempre acima de 50% (exceto no ano do *default* em 1990).

Tabela 20 - Dívida interna total e serviço da dívida, U\$ bilhões, 1987 – 1993

Ano	87	88	89	90	91	92	93
Total	60,90	67,70	102,77	71,02	60,62	82,16	88,24
Serviço	5,45	7,7					

Fonte: Elaborada pelo autor baseado em BACEN, 2012.

Tabela 21 - Relações importantes dívida interna, 1987 – 1993

Ano	87	88	89	90	91	92	93
Dívida/PIB	21,56%	22,15%	24,72%	15,13%	14,95%	21,23%	20,57%
Serviço/ PIB	1,93%	2,52%					
Dívida total/PIB	64,67%	59,27%	52,49%	41,53%	45,62%	56,35%	54,42%

Fonte: Elaborada pelo autor baseado em BACEN, 2012.

O governo apresentou seguidos déficits operacionais e primários nos três primeiros anos (os déficits eram acusados de serem responsáveis pela aceleração da inflação). Nos quatro anos seguintes foi possível a geração de superávits devido ao Plano Collor que realizou um corte nas despesas administrativas e um aumento de impostos, apesar de tais medidas não terem sido suficientes para a contenção da inflação.

Tabela 22 - Superávit(+) e déficits(-), % do PIB, 1987 – 1993

Ano	87	88	89	90	91	92	93
Operacional	-4,83%	-3,84%	-4,50%	1,92%	1,43%	-1,53%	0,21%
Primário	-2,34%	-0,42%	-0,86%	3,23%	2,16%	1,64%	1,97%

Fonte: Elaborada pelo autor baseado em BACEN, 2012.

Tabela 23 – Taxa de câmbio – u.m.c/U\$, Var. a.a.

Ano	87	88	89	90	91	92	93
Var. %	383,46%	959,24%	-98,52%	1391,95%	533,90%	1059,07%	-97,37%

Fonte: Elaborada pelo autor baseado em BACEN, 2012.

Tabela 24 -Variação do emprego formal no Brasil, 1989-92, milhões de pessoas

Ano	1989(a)	1992 (b)	(b)/(a)
Total	20,80	17,60	-15,38%

Fonte: Elaborado pelo autor baseado em Oliveira (2006).

O câmbio persistiu com alta volatilidade devido aos repasses da inflação.

A abertura comercial da economia em 1990, junto com a execução de uma reforma econômica que bloqueava o capital de giro das empresas e aumentava a desconfiança das mesmas em relação ao governo fez com que houvesse uma onda de demissões no curto período de 1989 a 1992, o emprego como pode ser visto caiu 15,38% no período de três anos, aumentando a insatisfação da população com o governo Collor.

4 CRISES DA DÍVIDA SOBERANA BRASILEIRA

Neste capítulo será feito uma análise dos principais motivos que levaram ao *default* nos episódios de crises da dívida soberana selecionados, assim como se o cenário econômico anterior e posterior a ocorrência do *default* apresentava os sinais comuns de uma economia atravessando uma crise de endividamento.

4.1 A reestruturação externa de 1983

O Brasil, a partir de 1983, iniciou uma década de reestruturações e moratórias a respeito de sua dívida externa.

4.1.1 Cenário econômico brasileiro anterior ao *default* externo

Nesta seção será analisado se o Brasil apresentava os sinais comuns a uma economia prestes a incorrer em uma crise da dívida externa, para tal serão observados os indicadores econômicos até três anos antes e no ano da ocorrência do evento.

O produto brasileiro que já vinha crescendo a altas taxas na década de 1970 cresceu 5,45% nos três anos anteriores a crise decresceu -2,93% no ano do evento. A figura 7 mostra uma tendência muito semelhante, visto que as economias tendem a ter *booms* de crescimento do produto antes da ocorrência da crise, devido a grande entrada de capitais na economia e da alta taxa de investimento possibilitada no curto prazo pelo processo de endividamento externo. No entanto, o ano da crise é um período de ajuste, pois uma economia não pode continuar indefinidamente a sempre se endividar para quitar o endividamento anterior. O orçamento do governo também começava a apresentar problemas, visto os enormes gastos governamentais possibilitados através do endividamento da década de 70, o país apresentou um déficit operacional médio de 0,31% a.a até o ano da crise.

O Brasil teve taxas de crescimento da inflação sempre maiores que 90% nos anos anteriores ao *default*, no ano da crise a taxa de crescimento mais do que duplica. De acordo com a quadro 1 o país estava sofrendo uma crise inflacionária – na verdade, uma crise das mais severas – em todos os anos e como mostra a figura 7 a inflação tende a aumentar em países próximos de uma crise de endividamento e no ano da crise a inflação se intensifica

ainda mais. O Brasil nesse período segue a mesma trajetória, mas a magnitude das altas é muito maior na economia brasileira.

Visto a relação muito próxima entre inflação e taxa de cambio é de se esperar que a taxa de cambio tivesse movimentos bruscos no período, como de fato acontece. De acordo com o quadro 2 o Brasil sofre de crises cambiais em todos os anos até a crise, sendo que no ano da crise a desvalorização do real é mais do que o dobro dos anos anteriores. Como já foi visto anteriormente países com um péssimo histórico inflacionário tendem repassar rapidamente os efeitos para o cambio, o Brasil não foge a regra fazendo repasses quase que instantâneos. O governo intervinha diretamente no mercado de cambio, controlando o que podia ser importado e exportado. Para manter a atratividade dos investimentos estrangeiros no país eram efetuadas desvalorizações constantes da moeda para se igualar a inflação interna, além das elevadas taxas de juros internas e os títulos públicos com correção monetária e liquidez diária.

O cenário externo também era preocupante. As evidências de que países com grandes fluxos de entrada de capitais e déficits constante em transações correntes são mais propensos a crise se confirmaram no caso brasileiro. O país, de fato, desde a década de 1970, recebia grande fluxo de capital externo. Até o final de 1981 tais fluxos estavam crescendo, mas no ano de 1982 sofrem um baque de 38% e no ano da crise caem mais 46%, mostrando a volatilidade e rapidez das alterações nesses capitais, o fenômeno já citado de *sudden stop*. O país já vinha financiando seu déficit em transações correntes desde o final da década de 70 com novas dívidas, mas a partir de 1980 o déficit se deteriora, chegando ao máximo de 16,3 bilhões de dólares negativos no final de 1982, situação insustentável para a economia brasileira arcar com seus próprios meios. As reservas internacionais que eram relativamente altas na década de 1970 sofrem uma forte queda em 1980, chegando ao patamar mínimo em 1982 devido a maiores custos com encargos da dívida e preços dos produtos importados.

Em 1983, já se podem ver resultados do ajuste recessivo solicitado pelo FMI para liberar o dinheiro dos empréstimos, com as importações caindo da casa dos vinte bilhões para cerca de 15 bilhões e as reservas começando a crescer novamente.

A dívida externa aumentou 57% de 1980 para 1983 e o serviço da dívida externa teve seu pico no final de 1982 quando chegou ao montante de 20,6 bilhões de dólares a pagar de encargos financeiros, mas sempre foi uma despesa considerável para a economia tirando a

possibilidade do Brasil, na época, apresentar saldos positivos em transações correntes e superávits operacionais.

A dívida interna também aumentou no período – 15,6% de aumento – mas teve seu pico no final de 1982 chegando a 38,5 bilhões de dólar. O grande avanço da dívida interna ocorre após o *default*, em razão da perda de credibilidade perante os credores internacionais.

Ambas as dívidas somadas mostram que o país passou de uma situação de 40% de dívida total em relação ao produto em 1981 para 67% em 1983. A figura 8 mostra que o Brasil seguiu a trajetória normal dos países endividados que costumam ter aumentos significativos, tanto na dívida interna como externa, antes de entrar em *default*.

Visto os dados acima não é de se surpreender que o Brasil teve piora em quase todos os indicadores de dívida em relação ao produto nos três anos anteriores e no ano da crise. A dívida externa cresceu de 28% em 1981 para 48% do PIB em 1983. Os débitos internos aumentaram de 11% para 18%. As reservas que cobriam 10% da dívida em 1981 passaram a cobrir menos de 5% em 1983 (vale ressaltar que a maior parte das reservas brasileiras era de liquidez nula ou duvidosa, portanto a relação real pode ser menor ainda dependendo do conceito de reservas utilizado). E o indicador de cobertura de curto prazo da dívida - o quanto o serviço da dívida externa representa da receita de exportações - sempre foi maior que 50%, sendo que no final de 1982 os encargos ultrapassaram o valor das exportações.

Apesar do período turbulento, nenhuma crise bancária ocorreu nos três anos anteriores a crise da dívida.

Resumindo, a presença constante de crises inflacionárias e cambiais em todos os anos analisados, o crescente endividamento externo e interno do país, junto com a piora na balança de pagamentos mostrava um cenário interno muito propício a ocorrência de uma crise da dívida externa. A súbita piora do cenário internacional apenas acelerou o fato consumado de que o Brasil não conseguiria sustentar por muito tempo o nível de endividamento que possuía sem incorrer em um *default*.

4.1.2 Motivo da crise

O *default* externo brasileiro de 1983 ocorreu após uma série de erros de estratégia dos governantes brasileiros em relação a política economia interna e uma simultânea e súbita piora quadro econômico internacional.

Um dos principais erros dos políticos brasileiros foi se endividar até um nível insustentável, desde metade da década de 1970 até 1982 o Brasil pagava os encargos da dívida velha com a tomada de dívida nova.

Oliveira (2006) argumenta que uma das razões da explosão do endividamento foram as previsões erradas dos governantes brasileiros de que a conjuntura internacional iria continuar favorável (típica síndrome *this time is different*) e que a oferta de crédito para o país era inelástica. Quando as exportações não aumentaram no montante necessário para cobrir o déficit na balança de serviços e as taxas de juro subiram o país se encontrava sem armas para fugir da crise. Além disso, entre o período de 1980 e 1985 os preços das commodities caíram aproximadamente 31 % e a taxa real de juros americana subiu 7% aumentando os problemas da balança comercial e de serviços brasileira.

O Brasil, na tentativa de continuar seu crescimento com estabilização da dívida em conjunto com o cenário internacional conturbado e a elevação das taxas de juros viu-se diante de uma missão impossível sem ajuda externa O país até tentou uma série de medidas restritivas na economia, principalmente no âmbito fiscal como aumento da alíquota de IR, IOF e outros, mas essas não foram suficientes e só fizeram aumentar o drama da população brasileira. (OLIVEIRA, 2006).

O default mexicano na sua dívida soberana em 12 de agosto de 1982 foi o fator dominante responsável por desencadear uma mudança no pensamento dos bancos credores dos países emergentes. Essa mudança abrupta fez com que a aversão ao risco aumentasse e o sindicato de bancos credores se recusasse a rolar a dívida da maioria dos países latinos americanos que antes, apesar de todos os sinais contrários, eram considerados investimentos seguros pelos bancos.

A ida ao Fundo foi inevitável e levou o país a um ajuste recessivo com a redução dos investimentos públicos, aceleração da desvalorização cambial, elevação das taxas de juros e a

correção dos preços internos com vistas ao aumento das exportações. (CARNEIRO; MODIANO, 1990).

O *default* não foi uma declaração unilateral de moratória da dívida externa com recusa ao pagamento dos juros e do principal da dívida. Na verdade, foi um pedido de reescalonamento do débito anterior, assim foi requisitado um empréstimo além da cota disponível no FMI para conseguir “fechar” o balanço de pagamentos no ano de 1982.

O Fundo tinha conhecimento de que o Brasil passava por uma crise de liquidez (uma crise de liquidez bastante grave) e não por um problema de solvência, visto que o país tinha intuito de continuar pagando os encargos da dívida, apenas não tinha fundos no momento.

As negociações com o FMI se iniciaram em dez/82 e chegou-se em um acordo para o país obter um empréstimo além da cota em fev/83.

O Brasil em reunião na cidade de Nova Iorque no dia 20 de dezembro com representantes do FMI e dos 125 principais bancos credores (representando 90% da dívida externa brasileira) propôs um novo plano de financiamento com quatro pontos principais:

- a) Garantia de novos empréstimos de 4,4 bilhões de dólar;
- b) Renovação de 4 bilhões de dólar dos empréstimos que venciam em 1983;
- c) Renovação automática das linhas de crédito de curto prazo operações de comércio, mais ou menos 8,8 bilhões de dólar;
- d) Renovação automática das linhas de crédito de curto prazo para os bancos nacionais que operam no exterior – interbancário - cerca de 10 bilhões de dólar.

José Claudio e Maria Helena (1984) explicam que o plano era sabidamente insuficiente, contudo devido à situação crítica do país e da desconfiança dos bancos estrangeiros com os países emergentes o plano brasileiro era esperar a situação ficar sob controle para ter mais credibilidade no futuro e requisitar quantias maiores.

Os pontos “a” e “b” foram aceitos pelos credores, enquanto os dois últimos foram rejeitados. Portanto, o Brasil conseguiu os recursos necessários para “fechar” momentaneamente as contas dado o elevado déficit na balança de pagamentos de final de 1982.

No entanto, o FMI não empresta dinheiro sem contrapartida e só libera a quantia de forma gradual à medida que o país vai cumprindo as promessas. O Fundo normalmente exige que os países executem medidas de caráter liberal e ortodoxo como estabilizar a moeda, abertura econômica e ajuste fiscal.

No caso brasileiro as exigências foram pesadas e claramente fora da realidade brasileira, tanto que o país não conseguiu cumprir as mesmas e o acordo foi suspenso logo no primeiro trimestre. Assim, iniciou-se uma nova rodada de negociações que só foram aceitas em janeiro/84.

Os pedidos da segunda rodada eram bem semelhantes ao anterior, no entanto o FMI foi mais flexível e se adaptando a complicada realidade brasileira aceitou afrouxar as exigências e alongar o prazo para cumpri-las.

José Claudio e Maria Helena (1984) argumentam que mesmo com o financiamento do FMI o país não possui margem para garantir um nível sustentável de crescimento, nos termos que a dívida vem sendo renegociada não parece ter solução à vista para a crise econômica do país, fica clara a intenção dos credores de não dar espaço para o crescimento econômico do país. Na mesma linha segue Bacha (1983), explicando que o ajuste via balança comercial que o FMI exige é extremamente prejudicial para o crescimento do país.

Na verdade, o ano de 1983, foi apenas o ano inicial de um *default* que perdurou durante toda uma década e só se chegou a uma solução definitiva após o Plano Real em 1994, com constantes pedidos ao FMI de novos empréstimos e reestruturação de pagamento dos anteriores, portanto o Brasil apresentava sérios problemas de liquidez apesar de não estar insolvente, já que, exceto durante metade do ano de 1987, sempre se mostrou disposto a cumprir com as obrigações da sua dívida externa.

Todavia, apesar das constantes idas ao FMI, a instabilidade monetária continuaria por toda a década de 1980 obrigando aos governos que se sucederam a tentar diversos planos econômicos com resultados desastrosos tanto para o sistema produtivo quanto para a população.

4.1.3 Cenário econômico posterior ao *default*

Nesta seção será analisado se o Brasil apresentava os sinais comuns a uma economia após incorrer em uma crise da dívida externa, para tal será analisado os indicadores econômicos até três anos depois do evento.

O produto apresentou uma alta de 22% nos três anos posteriores, apesar da figura 6 mostrar que os países tendem a apresentar uma recuperação lenta depois da crise da dívida externa a recuperação brasileira nesses três anos foi rápida. O país conseguiu aumentar o superávit primário via corte de gastos e outras medidas no âmbito microeconômico, no entanto os déficits operacionais continuaram a aumentar em virtude da decisão de continuar pagando em dia os pesados encargos financeiros externos.

O grande problema do *default* externo foi a questão inflacionária. A inflação que já era alta se intensificou após 1983, levando o país a incorrer não apenas em uma crise inflacionária, mas em uma crise de hiperinflação, em 1984 e 1985- apenas em 1986 o ritmo de crescimento diminuiu devido as severas medidas de congelamento de preços do plano Cruzado. Essa trajetória se assemelha a apresentada na figura 7 mostrando que os países, em média, após um *default* entram em uma espiral inflacionária imensa nos anos subseqüentes.

Na mesma medida, o cambio continuou extremamente volátil ocorrendo crises cambiais nos dois anos posteriores ao *default* e uma forçada valorização do cruzado devido a troca de unidade monetária realizada pelo Plano Cruzado. Além disso, a economia apresentou uma tendência a “dolarização” devido a desconfiança da população na habilidade do governo manter o valor da moeda brasileira. Tal incidente pode ser visto na queda do M1 (papel-moeda e depósitos à vista) em proporção ao PIB de cerca de 10% em 1980 para 5% em 1985 (em 1986 a demanda por moeda aumenta subitamente devido ao congelamento de preços do Plano Cruzado).

Em relação a balança de pagamentos, o Brasil foi forçado a implementar um ajuste recessivo na economia por parte do FMI para receber os recursos, com isso as importações diminuíram e as exportações aumentaram elevando o saldo da balança comercial, mas os “gordos” superávits esperados no saldo de transações correntes não aconteceram devido a continuidade do pagamento de pesadíssimos encargos financeiros para o exterior.

A entrada de capital via balança de capitais sofreu uma forte queda nos três anos subsequentes devido a perda de confiança para com os órgãos internacionais. As reservas internacionais também aumentaram devido ao ajuste na balança comercial, mas logo no final de 86 já decaíram para um nível perigosamente baixo (esse fato foi um dos principais responsáveis pela declaração de moratória em fev/87).

Todos esses problemas levaram a uma crise bancária no país em nov/1985 quando três grandes bancos (Auxiliar, Garantia e Maisonnave) foram tomados pelo governo brasileiro de acordo com Kaminsky e Reinhart (1999). Portanto, após o *default* o país sofreu crises da ordem inflacionária, cambial e bancária e os conseqüentes prejuízos, das inter-relações entre as mesmas.

Após um *default* externo a dívida interna tende a crescer rapidamente. Tal fenômeno aconteceu na economia brasileira a partir do ano de 1983, com a dívida aumentando 68% após a crise da dívida externa, chegando a representar 22% do PIB em 1986.

A dívida externa tende a se estagnar após um *default* externo. Porém na economia brasileira o saldo da dívida externa continuou a aumentar mesmo após o *default*, principalmente devido a disposição dos governantes em continuar pagando os débitos do país. Ressalta-se que mesmo com o empréstimo de 1983 o país não conseguiu quitar os débitos anteriores, apenas usou o montante para manter o “bolo” no mesmo tamanho pagando os juros necessários, portanto a dívida não apresenta redução após 1983, crescendo 21% no período.

Portanto, os indicadores de dívida sobre o produto continuaram elevados, nunca baixando da casa dos 40%. O serviço da dívida continuou mais da metade da receita de exportações, e a dívida total (incluindo interna e externa) subiu para mais de 70% do produto no final de 1986.

Observa-se que o Brasil continuou atravessando sérios problemas de restrição externa após o *default*, tanto que o problema da dívida externa só foi resolvido por completo após o plano Real em 1994 e a dívida interna começa a sua escalada para o patamar insustentável que levaria ao *default* de 1990.

4.2 Crise da dívida interna de 1990

A crise da dívida interna de 1990 foi um default através da inflação, visto que a dívida interna não recebeu a correção monetária necessária para manter o seu valor real.

4.2.1 Cenário econômico anterior ao *default*

Nesta seção será analisado se o Brasil apresentava os sinais comuns a uma economia prestes a incorrer em uma crise da dívida interna, para tal serão observados os indicadores econômicos até três anos antes e no ano da ocorrência do evento.

O produto brasileiro apresentou crescimento de 5% nos três anos anteriores ao evento, mas no ano de 1990 ele teve uma brusca queda de -4,35%. A figura 6 mostra que o Brasil teve uma trajetória diferente dos casos estudados, apresentando crescimento ao invés de queda, mas no ano do *default* o país segue a tendência da figura e o produto decresce intensamente. O crescimento anterior ao *default* pode ser creditado a peculiaridades da economia brasileira, explicadas brevemente no capítulo três do trabalho, enquanto a forte queda em 1990 acontece devido às políticas recessivas efetuadas pelo governo para possibilitar o *default*.

O orçamento do governo incorria em pesados déficits, tanto operacionais como primários, nos três anos anteriores, sendo tais déficits um dos motivos da aceleração inflacionária e do pesado endividamento interno e externo do país na época. No ano do *default* ocorre uma mudança brusca na tendência com um grande superávit, isso vai de encontro com a idéia de que um *default* na dívida interna diminui os encargos financeiros e, normalmente, acontece simultaneamente a uma política fiscal altamente contracionista.

A inflação brasileira avançava a taxas exorbitantes três anos antes do evento, no ano de 1990 o que parecia impossível se concretiza, dobra-se a taxa de crescimento no nível de preços. O país atravessava uma crise de hiperinflação gravíssima, que se deteriorou com o advento do *default*. Novamente, a semelhança com a figura 7 é gritante, visto que países na iminência de uma crise da dívida interna sofrem bruscos aumentos inflacionários e o ano do *default* a situação só se deteriora.

Mais uma vez, o país também sofria uma grave crise cambial, apresentando altíssimas taxas de desvalorização em quase todos os anos anteriores e no ano do evento. Isso aumentava

a instabilidade externa da economia brasileira e foi um dos fatores que levou a explosão do endividamento interno.

Apesar de um *default* interno acontecer devido a decisões tomadas internamente pelos governantes do país, o cenário externo tem sua dose de relevância. Como o déficit em transações corrente continuava elevado até o ano do *default*, sobrava pouca margem para a economia brasileira crescer sem incorrer em altos déficits operacionais e a dificuldade em pagar os débitos internos só aumentava.

A crise da dívida externa persistia no país desde a primeira reestruturação em 1983. Portanto, nos três anos anteriores e no ano do *default* o Brasil seguia recorrendo anualmente ao FMI para refinarçar os seus débitos externos, aumentando a instabilidade das contas públicas.

A dívida externa se manteve em um nível próximo de 120 bilhões de dólares até o ano de 1990, mas sua participação em relação ao PIB diminuiu devido as constantes idas ao FMI durante esses quatro anos, passando de 43% em 1987 para 26% em 1990. Ressalta-se a tentativa do Brasil de efetuar uma moratória unilateral no ano de 1987 na sua dívida externa, no entanto a deterioração interna da economia e queda na credibilidade nacional fez com que tal decisão fosse rapidamente revertida a partir da metade de 1987 e as negociações foram retomadas com os credores externos.

A dívida interna é que apresentou o grande aumento do período, crescendo 76% de 1986 até 1989 (nesse ano o saldo da dívida alcançou a quantia de 102,77 bilhões de dólares). No ano de 1990, a dívida sofre elevada redução devido ao *default* na mesma, caindo para 71 bilhões de dólares, uma queda de 31%.

A dívida interna representava, até 1989, 22% do PIB. Em 1990 essa relação cai para 15% e a dívida total que estava em 65% do PIB em 1987 sofre uma queda para 42% em 1990.

A crise bancária ocorrida em 1985 teve influencia nos anos posteriores na queda de arrecadação do governo, perda de confiança e aumento da inflação. Além disso, no ano de 1990 o Brasil sofre outra crise bancária, esta relacionada a radical reforma monetária imposta em 1990 que levou ao Banco Central intervir pesadamente no mercado bancário para fornecer liquidez aos bancos nacionais.

Resumindo, o país nos três anos anteriores ao *default* incorria em uma gravíssima crise inflacionária e cambial, sofria os efeitos posteriores de uma crise bancária ocorrida em 1985 e da crise de dívida externa iniciada em 1983. Além disso, apresentava altos déficits operacionais e uma explosão do endividamento interno. O cenário econômico extremamente conturbado era iminente de uma crise da dívida interna. Mas, dessa vez, não parece ter sido uma piora do cenário internacional que desencadeou o *default* e sim uma mudança brusca na condução da política econômica brasileira com a eleição de um presidente com tendência mais neoliberal.

4.2.2 Motivo da crise

O *default* interno de 1990 acontece após Fernando Collor de Mello assumir a presidência da república e no dia seguinte a sua posse é instituído uma das mais radicais reformas monetárias da história brasileira com a introdução das medidas do Plano Brasil Novo. A medida que ocasionou o *default* foi o bloqueio da liquidez de grande parte dos haveres financeiros, exceto o papel moeda nas mãos do público, com liberação gradual dos saldos bloqueados 18 meses após a implementação do mesmo. Carvalho (2006) lembra que os programas de bloqueio de liquidez quase sempre promovem desvalorização real dos haveres financeiros retidos, mas na teoria a denominação “bloqueio de liquidez” exclui-se os casos em que o bloqueio é imposto apenas para atingir o objetivo citado acima. Outros autores como Ramalho (1993) seguem uma linha mais radical ao afirmar que tais medidas são uma espécie de “confisco monetário” mesmo quando o governo promete liberar o dinheiro posteriormente, pois os legítimos donos são privados.

No caso brasileiro, o objetivo maior era o controle da inflação e havia a promessa de devolver o dinheiro com correção monetária integral e, portanto, sem perda real do valor dos ativos, mas logo nos primeiros meses da execução do plano podia-se observar que o governo não iria se esforçar para manter o valor real dos saldos bloqueados.

O cenário econômico interno, como citado no item acima, era caótico, com o país sofrendo dos mais variados tipos de crise e as conseqüências nefastas da inter-relação entre as mesmas.

Mas o país poderia ter seguido outros caminhos para controlar a inflação e estabilizar a economia ao invés do bloqueio de liquidez. Portanto, a decisão do governo Collor de fazer um

bloqueio na liquidez com a clara intenção de não repor corretamente o valor real dos ativos bloqueados é que levou o país a entrar em um *default* da dívida interna em 1990.

O *default* na dívida interna, de acordo com a metodologia utilizada, pode ser considerado simplesmente em razão do alongamento unilateral do prazo de pagamento da dívida por parte do governo, mas, além disso, o montante da dívida sofre grande redução real, pois a correção monetária aplicada ficou muito abaixo do nível de inflação ocorrido no Brasil.

As informações a respeito do *default* na dívida interna são escassas e desencontradas. Para Cano (2000) a medida constituiu um *default*, pois a dívida interna pública representava 13% do PIB em 1989 e passou para 8,5% em 1992, mesmo em um cenário de queda de produto. Reinhart e Rogoff (2009) falam em um *default* de aproximadamente 62 bilhões de dólares. Os dados do BACEN mostram uma queda de 31 bilhões de dólares de 1989 para 1990, com outra redução de 11 bilhões em 1991, representando uma queda nesse período de 40% no saldo da dívida e a proporção do PIB caindo de 25% em 1989 para 15% em 1991.

Devido a falta de informações (poucos autores consideram que o Brasil ocasionou um *default* na dívida interna em 1990 por não ter sido uma declaração oficial do governo de que iria parar de pagar) e dos diferentes conceitos utilizados para somar o que faz parte da dívida interna pública federal e o que não faz, fica difícil encontrar qual dos dados reflete com maior precisão a realidade brasileira.

Mas todos os autores que se debruçaram sobre o caso observam que houve redução na relação dívida interna com o produto em um cenário de queda do PIB, deixando clara a ocorrência de um *default* interno na economia.

O *default* interno foi um dos motivos do fracasso dos planos de estabilização do governo Collor, piora da situação inflacionária do país, arrefecimento do crescimento do produto e perda da confiança da população brasileira no governo, levando ao impeachment do presidente no final de 1992. Além disso, o país intensifica a liberalização comercial e financeira e a conseqüente submissão da economia brasileira nos anos subseqüentes aos órgãos internacionais para resolver o problema da dívida externa iniciado em 1983. (CANO, 2000).

4.2.3 Cenário econômico posterior ao *default*

Nesta seção será analisado se o Brasil apresentava os sinais comuns a uma economia após incorrer em uma crise da dívida interna, para tal será analisado os indicadores econômicos até três anos depois do evento.

O produto teve uma alta de 5,4% três anos após o *default*, de acordo com a figura 6 que mostra que os países tendem a ter uma recuperação mais lenta das crises da dívida interna. O Brasil desde 1990 começou a gerar superávits, tanto no âmbito primário como operacional, devido a forte política recessiva executada, uma das razões do produto ter crescido vagarosamente no período.

Pode-se inferir que o *default* interno, de fato deixou a “herança maldita” da hiperinflação na economia brasileira, mesmo com a brutalidade dos planos econômicos executados na época, a inflação saiu do controle, chegando a subir mais de 2.000% em 1990 e continuando uma espiral de aumento de preços nos três anos subsequentes. A figura 7 mostra que os países após incorrerem em *defaults* internos tendem a sofrer crises inflacionárias gravíssimas e o Brasil não ficou de fora dessa indesejada lista.

O cambio continua apresentando grande volatilidade para acompanhar os movimentos da inflação brasileira, portanto após o *default* o país continuou a sofrer de severas crises cambiais.

Apesar de o Brasil continuar a ter um alto déficit na balança de serviços nos três anos posteriores ao *default* interno devido à continuidade do pagamento de juros da dívida externa, os saldos crescentes na balança comercial amenizam o déficit em transações correntes, chegando a gerar um superávit de 6,2 bilhões de dólares no ano de 1992.

Os problemas bancários continuaram após o *default* de 1990 principalmente, em razão dos três fatores a seguir: a liberalização financeira exacerbada, expansão do crédito e efeitos dos desequilíbrios gerados durante o Plano Collor I. Tais problemas só foram sanados com a ocorrência de outra grande crise bancária no ano de 1994 com a compra de diversos créditos podres do balanço dos bancos privados por parte do governo.

As crises da dívida externa continuariam a ocorrer e a dívida continuou crescendo, embora em ritmo menor. A dívida interna sofre outra grande queda em 1991 com a

continuidade do default via inflação, porém nos dois anos seguintes ela continua a crescer chegando ao montante de 88 bilhões de dólares em 1993.

Portanto, o indicador dívida interna em relação ao PIB, após chegar ao seu nível mínimo de 14% em 1991 volta a subir para 21% em 1993. E outro fator preocupante é a persistência de um indicador dívida total em relação ao PIB sempre maior que 50% a partir de 1992.

Além disso, o desemprego apresenta um grande aumento devido as políticas de caráter liberal implementadas pelo governo Collor e a desigualdade no período também se eleva, mostrando o quão prejudicial foram os efeitos do *default* interno e outros problemas para a economia e sociedade brasileira.

5 CONCLUSÃO

No estudo realizado observou-se que os *defaults* acontecem na maior parte das vezes devido a crises de confiança desencadeadas por péssimas políticas econômicas realizadas durante vários anos.

O *default* de 1983 é um caso em que a economia vinha vivendo acima de seus meios por um longo período, acreditando que o cenário mundial iria continuar favorável por tempo indeterminado, portanto, quando ocorreu uma mudança brusca nas variáveis externas o Brasil se viu sem saída de negociar seus débitos sem recorrer a um *default* na dívida externa. Mas o não pagamento integral da dívida externa não pode ser visto como apenas um choque externo, o Brasil apresentava crises inflacionárias e cambiais, restrições externas e um cenário político instável alguns anos antes do *default*. Todos os fatores que quando relacionados intensificam a chance de um país incorrer em uma crise da dívida.

No *default* de 1990 o cenário econômico não tinha melhorado, na verdade, corroborando com os estudos de Reinhart e Rogoff (2009) de que as economias sempre atravessam um período ainda mais conturbado na iminência de um *default* interno, o Brasil tinha indicadores econômicos ainda piores do que na década passada. No entanto, o fator preponderante para desencadear o *default* foi uma mudança brusca na condução da política econômica.

O fato é que prever o acontecimento de uma crise da dívida é uma tarefa longe da simplicidade, existem tantos fatores que se inter-relacionam que é praticamente impossível montar uma equação que forneça uma base sólida para se sustentar. O que fica claro é que a existência de crises bancárias, inflacionárias e cambiais facilita e intensifica uma crise da dívida. Ficam óbvias as implicações que um menor crescimento do PIB, nível de reservas baixos e um déficit alto em conta corrente são outros catalisadores das crises de dívida soberana.

Mas como se pode ver, apesar da economia brasileira estar prestes a efetuar um *default* em ambos os casos analisados, não se poderia dizer com exatidão qual seria o ano que o país ficaria sem recursos e entraria em uma crise da dívida, no caso de 1983 foi um choque externo e no de 1990 foi uma decisão política. A verdade, é que os países efetuam os *defaults* muito antes de ficar sem recursos e a decisão como já comentada anteriormente é muito mais política do que econômica e financeira.

Uma das conclusões de Barry Eichengreen et al (1996b, tradução nossa.) é de que não existe sinais claros que consigam mostrar com previsão o início de um ataque especulativo ou de um crise financeira nem soluções fáceis para os governantes após a ocorrência do problema.

Mesmo com os novos mecanismos existentes nos centros financeiros que poderiam diminuir os períodos de surtos de empréstimo e “exuberância irracional” e, assim, diminuir a quantidade de surpresas desagradáveis no futuro, nós continuamos muito céticos que existem soluções fáceis ou óbvias para esses problemas.

O estudo apresentado neste trabalho apresenta dois campos potenciais para futuros estudos econômicos. Um diz respeito à tentativa de se elaborar novas soluções de ajuste externo quando os países recorrem ao FMI, em vista que o Fundo sempre requer o mesmo receituário neoliberal de restrição das importações e aumento forçado das exportações em um curto prazo de tempo para financiar a dívida dos países, no entanto tais políticas econômicas são altamente recessivas e não dão margem para o país se organizar de maneira adequada, deve haver um dialogo maior entre as instituições multilaterais e as nações com problemas de ajuste externo, esse dialogo passa por uma maior transparência de ambas as partes.

O outro ponto também é relacionado com a transparência, mas o foco deve ser nas estatísticas e estudos de *defaults* da dívida interna, é inadmissível que um acontecimento tão importante e que afete de forma tão intensa as economias mundiais não seja estudado minuciosamente, ao menos, pelos economistas do próprio país. Mas a existência de números claros e precisos possibilitaria não apenas o país a tomar as medidas necessárias para evitar os *defaults* ou diminuir a intensidade dos problemas após a ocorrência dos mesmos, mas também as instituições multilaterais a avaliarem se determinado país possui as condições necessárias para receber um empréstimo externo e elaborar uma forma de pagamento compatível com a realidade econômica do mesmo.

REFERÊNCIAS

- AGUIAR, M; GOPINATH, G. Emerging Market business cycles: the cycle is the trend. *Journal of political economy*, Chicago, v. 115, n. 1, p. 69-102, 2007.
- ALMEIDA, C. O; BACHA, C. J. C. Evolução da política cambial e da taxa de câmbio no Brasil, 1961-97. *Pesquisa e Debate*, São Paulo, v. 10, n. 2, p. 5-29, 1999.
- BACHA, E. Prólogo para a terceira carta. *Revista de Economia e Política*, São Paulo, v. 3, n. 4, p. 5-13, 1983.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Sistema de séries temporais*, Brasília: BACEN, 2011. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>>. Acesso em: 02 maio 2012.
- BATISTA JÚNIOR, P. N. Ajustamento das contas públicas na presença de uma dívida elevada: observações sobre o caso brasileiro. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 9, n. 4, p. 70-87, 1989.
- BELUZZO, L.G.M.; ALMEIDA, J.S.G. Crise e reforma monetária no Brasil. *São Paulo em perspectiva*, São Paulo, v. 4, n. 1, p.63-75, jan./mar.1990.
- BONELLI, R; LANDAU, E. Do ajuste a abertura: a economia brasileira em transição para os anos 90. *PUC-RJ Texto para Discussão*, Rio de Janeiro, n.251, 1990.
- BONELLI, R; MALAN, P. Industrialization, economic growth and balance of payments: Brazil, 1970-1984. In: WIRTH, J. D.; NUNES, E. O.; BOGENSCHILD, T. E. *State and society in Brazil: continuity and change*. Boulder: Westview Press, 1987. p. 13-48.
- BORDO, M. Sudden stops, financial crises and original sin in emerging countries: déjà vu? *NBER Working Paper*, Cambridge, n. 12393, 2006.
- BRESSER-PEREIRA, L. C. A contradição do plano. *Revista de Economia e Política*, São Paulo, v. 10, n. 3, 1990.
- BRESSER-PEREIRA, L. C; ANTINORI, M.G. Nota sobre o déficit público e a correção monetária. *Revista de Economia e Política*, São Paulo, v. 3, n. 4, 1983.
- BULLOW, J; ROGOFF, K. Multilateral negotiations for rescheduling developing country debt: a bargaining theoretic framework. *IMF Staff papers*, Washington, v.35, n. 4, p.644-657, 1988.
- BUSSIÈRE, M. Balance of payment crises in emerging markets: How early were the early warning signals? *European Central Bank Working Paper*, Frankfurt, n. 713, 2007.
- BUSSIÈRE, M.; FRATZSCHER, M. Towards a new early warning system of financial crises. *Journal of international money and finance*, Amsterdam, v. 25, p. 953-973, 2006.

- CALVO, G. Capital flow and capital markets crises: the simple economic of sudden stops. *Journal of Applied Economics*, Buenos Aires, v.1, p. 35-54, 1998.
- CALVO, G; LEIDERMAN, L; REINHART, C.M. Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: The role of external factors. *IMF Staff Papers*, Washington, v. 40, n. 1, p. 108-151, 1993.
- CANO, W. *Soberania e política econômica na América Latina*. São Paulo: Editora UNESP, 2000.
- CARDOSO, E. A grande depressão. *Revista de Economia e Política*, São Paulo, v. 10, n. 3, 1990.
- CARNEIRO, D. D.; MODIANO, E. M. *Dificuldades no ajuste de preço*. Rio de Janeiro: Campus, 1990.
- CARTA DE INTENÇÕES DO GOVERNO BRASILEIRO AO FMI. *Revista de Economia e Política*, São Paulo, v. 3, n. 4, 1983.
- CARVALHO, Carlos E. O fracasso do Plano Collor: erros de execução ou de concepção? *Economia, Associação Nacional de Centros de Pós-Graduação em Economia – Anpec*, Niterói, v. 4, n. 2, p. 283-331, jul./dez. 2003.
- CERQUEIRA, C. A. *Dívida externa brasileira: processo negocial 1983 – 1996*. Brasília: BACEN, 1996.
- CHUHAN, P.; CLAESSENS, S.; MAMINGI, N. Equity and bond flows to Asia and Latin America: The role of global and country factors. *Journal of development economics*, Amsterdam, v. 55, p. 123-150, 1998.
- DIAZ-ALEJANDRO, C. Latin American debt: I don't think we are in Kansas anymore. *Brookings papers in economic activity*, New York, p.355-389, 1984
- EATON, J; GERSOVITZ, M. Debt with potential repudiations: Theory and estimation. *The Review of Economic Studies*, New York, v. 48, n. 2, p. 289-309, 1981.
- EINCHENGREEN, B; ROSE, A; WYPIOSZ, C. Exchange market mayhem: the antecedents and aftermath of speculative attacks. *Economic Policy magazine*, Berkley, v. 5, p. 65-87, 1995.
- FRANKEL, J; ROSE, A. Currency crashes in emerging markets: an empirical treatment. *Journal of International Economics*, Amsterdam, v. 41, p.351-368, 1996.
- GOLDSTEIN, M. Debt sustainability , Brazil, and the IMF. *Institute for International Economics Working papers*, Washington, n. 03-1, 2003.
- JALORETTO, C. *Seis décadas de déficit público no Brasil*. Brasília: ESAF, 2009.

JEANNE, O. Debt maturity and the international financial architecture. *American Economical Review*, Pittsburgh, v. 99, n. 5, p. 2135-2148, dec. 2009.

LACERDA, A. C. *O impacto da globalização na economia brasileira*. São Paulo: Contexto, 1999.

KAMINSKY, G.; REINHART, C.M. The twin crises: the causes of banking and balance of payment problems. *American Economic Review*, Pittsburgh, v.89, n. 3, p. 473-500, 1999.

KEYNES, J. M. *A teoria geral do emprego do juro e da moeda*. Basingstoke: Palgrave Macmillan, 1936.

KINDLEBERGER, C. *Manias, panics, and crashes: a history of financial crises*. New York: Basic Books, 1989.

KRUGMAN, P. A model of balance of payments crises. *Journal of Money, Credit and Banking*, Ohio, v. 11, p. 311-325, 1979.

MANASSE, P.; ROUBINI, N. Rules of thumb for sovereign debt crises. *IMF Working Paper*, Washington, v. 5, n. 42, 2005.

MINSKY, H. P. The financial instability hypothesis. *The Jerome Levy Economics Institute of Bard College Working Paper*, New York, n. 74, 1992.

OBSTFELD, M. The logic of currency crises. *Cahiers Economiques et Monétaires*, Paris, v. 43, p. 189-213, 1994.

OLIVEIRA, L.R. As repercussões do acordo com o FMI sobre os ajustes da economia brasileira. *Pesquisa & Debate*, São Paulo, v. 17, n. 1 (29), p. 79-102, 2006.

OLIVEIRA, G. *Brasil-FMI: frustrações e perspectivas*. São Paulo: Bienal, 1993.

POCHMANN, M. *A década de mitos*. São Paulo: Contexto, 2001.

REINHART, C. M. Default, currency crises, and sovereign credit ratings. *World Bank Economic Review*, Oxford, v. 16, p. 151-170, 2002.

REINHART, C. M; REINHART, V. Capital flows bonanzas: an encompassing view of the past and the present. In: FRANKEL, J; GIAVAZZI, F (Ed.). *NBER international seminar in macroeconomics*. Chicago: Chicago University, 2009, p. 1-54.

REINHART, C. M; ROGOFF, K; SAVASTANO, M. A. Debt intolerance. *Brooking Papers on Economic Activity*, New York, p.1-74, 2003.

REINHART, C. M; ROGOFF, K. *This time is different: eight centuries of financial folly*. Oxford: Princeton University Press, 2009a.

REINHART, C.M; ROGOFF, K. The aftermath of financial crisis. *American Economic Review*, Pittsburgh, v. 99, p. 1-10, 2009b.

RESENDE, A.L. A ruptura no mercado internacional de crédito. In: ARIDA, P. *Dívida externa, recessão e ajuste estrutural: o Brasil diante da crise*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1982. p. 46-52.

SCHUMPETER, J. A. *Business cycles: a theoretical, historical and statistical analysis of the capitalist process*. New York: McGraw-Hill, 1964.

SCHUMPETER, J. A. *Teoria do desenvolvimento econômico*. São Paulo: Nova Cultural, 1985.

SHISKIN, J. The changing business cycle. *New York Times*, New York, n. 222, 01 dec. 1974.

SINGER, P. Uma crítica técnica do Plano Collor. *Revista de Economia e Política*, São Paulo, v. 10, n. 3, 1990.

SIMONSEN, M. H. Mais importante que o plano é sua execução. *Revista de Economia e Política*, São Paulo, v. 10, n. 3, 1990.

TALVI, E; VÉGH, C. Tax base variability and procyclical fiscal policy. *NBER Working Paper*, Cambridge, n. 7499, 2000.