

**ipea**

Instituto de Planejamento Econômico e Social

CPM - IPIAN/IPEA  
Textos p/Discussão Interna  
nº 001/88

TRANSFERÊNCIA DE RECURSOS E SUBSTITUIÇÃO DE DÍVIDA EXTERNA POR DÍVIDA INTERNA

Carlos Brandão Cavalcanti

Janeiro/88

CPM - IPLAN/IPEA  
Textos p/Discussão Interna  
nº 001/88

TRANSFERÊNCIA DE RECURSOS E SUBSTITUIÇÃO DE DÍVIDA EXTERNA POR DÍVIDA INTERNA

Carlos Brandão Cavalcanti

Janeiro/88

TRANSFERÊNCIA DE RECURSOS E SUBSTITUIÇÃO DE DÍVIDA  
EXTERNA POR DÍVIDA INTERNA

Carlos Brandão Cavalcanti (1)

1. INTRODUÇÃO

Desde 1983, a economia brasileira produz mais do que gasta em consumo e investimentos, transferindo a diferença ao Exterior para o pagamento dos juros da dívida externa e demais rendimentos do capital estrangeiro. No período 1983/86, esta remessa de recursos absorveu em média 4% do produto e cerca de 17% da poupança interna. Entretanto, o fato do País gerar superávits comerciais suficientes para realizar esta transferência tem dificultado a plena compreensão das suas implicações sobre as finanças públicas.

A partir de meados da década de 70, a dívida externa passou a se concentrar nas mãos do setor público. Esta "estatização" da dívida resultou, por um lado, da participação crescente do setor público nos empréstimos em moeda estrangeira tomados a cada ano para financiar os déficits em transações correntes e, por outro lado, da transferência para o Banco Central de parte significativa da dívida externa contratada originalmente pelo setor privado.

---

(1) Economista do Instituto de Planejamento do IPEA.

Até 1982, o acesso ao mercado financeiro internacional permitia que os elevados encargos desta dívida assumida fossem cobertos através da contratação de novos empréstimos. Com a interrupção do fluxo voluntário de crédito externo, a economia brasileira foi forçada a reduzir violentamente a absorção doméstica, através de cortes nos investimentos e contenção do consumo agregado, para gerar superávits comerciais suficientes para o pagamento dos juros da dívida externa. No entanto, a superação da dimensão cambial do problema não deve encobrir o fato de que a transferência de recursos se faz às custas de uma parcela da poupança interna.

Como o Governo é o principal devedor em moeda estrangeira, esta remessa de recursos se faz em grande medida através da redução da poupança do setor público, com graves implicações sobre o investimento estatal e o volume de gastos governamentais. Na medida em que há limites ao financiamento da transferência ao exterior com recursos públicos, a tendência é recorrer à poupança do setor privado através da colocação líquida de títulos públicos federais e/ou expansão da base monetária.

Esta transferência de recursos do setor privado para o setor público e deste para o Exterior caracteriza a chamada substituição de dívida externa por dívida interna. A plena compreensão do processo de substituição de dívida externa por dívida interna exige, entretanto, que se examine todas as etapas do refinanciamento da dívida pública externa no Banco Central.

A suspensão dos financiamentos voluntários obrigou o Governo brasileiro a negociar com a comunidade financeira internacional (FMI, bancos credores e Clube de Paris) um conjunto de esquemas especiais para o refinanciamento do serviço da dívida externa. Por razões institucionais, coube ao Banco Central a tarefa de intermediar este processo. Os acordos assinados envolviam basicamente três tipos de operação. A primeira operação consistia em obter novos recursos ("dinheiro novo") na forma de financiamentos compensatórios e empréstimos involuntários. A segunda operação envolvia o reescalonamento das amortizações do principal dos empréstimos contratados junto a bancos comerciais estrangeiros e brasileiros. A terceira operação prorrogava as linhas comerciais de curto prazo e as linhas interbancárias de bancos brasileiros no exterior.

Na prática, a reestruturação da dívida implicava transferir ao Banco Central os compromissos assumidos com as amortizações reescaloadas e com o "dinheiro novo" contratado. Para os devedores em moeda estrangeira do setor público, o refinanciamento desta dívida representava substituir a dívida externa por uma dívida junto as Autoridades Monetárias.

Em um primeiro momento, o endividamento junto as Autoridades Monetárias era meramente uma operação contábil, que permitia ao devedor interno do setor público tomar recursos através de um empréstimo-ponte (Aviso MF-30), para fazer o depósito no Banco Central da

parcela referente à amortização devida. Estes empréstimos-ponte poderiam ser posteriormente liquidados com a formalização da operação de reescalonamento das amortizações ao devedor final através do "re-lending".

Este processo, no entanto, viabilizava somente o refinanciamento do principal. As parcelas referentes aos juros da dívida externa deveriam ser cobertas com "dinheiro novo" externos ou recursos próprios (1). Na impossibilidade prática de se obter novos recursos e/ou gerar superávits orçamentários no montante equivalente aos recursos transferidos para o exterior as entidades do setor público passaram a demandar empréstimos-ponte do Banco Central em volume superior aos depósitos de amortizações. A diferença entre os recursos emprestados para o refinanciamento da dívida externa (Aviso MF-30) e as amortizações transferidas, se traduzia em forte pressão sobre as contas do Banco Central. A preocupação em manter sob controle os agregados monetários para evitar que a expansão da liquidez interna pudesse comprometer o esforço de gerar superávits comerciais elevados, levou o Governo a promover uma expansão acentuada do seu endividamento interno.

---

(1) É importante assinalar que a Resolução nº 1081, de 30 de Janeiro de 1986, renova a limitação do acesso do setor público ao sistema financeiro doméstico à "rolagem" do principal de suas operações vincendas.

O objetivo deste artigo é estimar efetivamente a substituição de dívida externa por dívida interna, isto é, o incremento no endividamento interno que decorre do descompasso entre a oferta e a demanda de recursos no refinanciamento da dívida externa do setor público. Assim, após esta introdução, as duas seções seguintes examinam mais detidamente alguns pontos levantados até o momento. A segunda seção descreve as etapas da reestruturação da dívida externa brasileira. A terceira seção apresenta uma estimativa da substituição de encargos externos por endividamento interno. E a quarta seção encerra o artigo com as principais conclusões.

## II. A REESTRUTURAÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA BRASILEIRA

A partir do terceiro trimestre de 1982, com a interrupção do fluxo voluntário de crédito externo, o Brasil se viu impossibilitado de continuar "reciclando" as suas obrigações externas através da contratação de novos empréstimos. Diante de uma conta de juros extremamente elevada e do vulto dos compromissos de médio e longo prazos a reestruturação da dívida externa se colocava como uma fato inevitável.

Na verdade, a contração do crédito bancário apenas transformava em aberta uma crise latente de liquidez que já existia desde 1980, como se pode verificar pelos dados de reservas internacio-

nais na Tabela 1. Após três anos de sucessivas quedas, as reservas cambiais encontravam-se em níveis reconhecidamente baixos, de tal forma que em dezembro de 1982 elas eram negativas (-US\$ 2,9 bilhões) (1). Além disso, o Brasil encontrava dificuldades crescentes de sustentar as linhas comerciais de curto prazo e a posição interbancária de agências de bancos brasileiros no exterior.

---

(1) Os dados referentes às Reservas Internacionais Líquidas das Autoridades Monetárias fornecem apenas uma visão parcial da situação cambial. Em primeiro lugar, porque existem dúvidas quanto à conversibilidade real de ativos reais registrados como reservas do Banco Central. Em segundo lugar, porque é possível sustentar o nível oficial de liquidez recorrendo a endividamento de curto prazo das Autoridades Monetárias nas operações contábeis envolvendo agências de bancos brasileiros no exterior. Estes fatos sugerem que a redução das reservas neste período pode ter sido fato mais acentuado do que indicam os dados.



TABELA 1

## RESERVAS INTERNACIONAIS LIQUIDAS DAS AUTORIDADES MONETARIAS

1976/86

PERIODO	RESERVAS INTERNACIONAIS LIQUIDAS DAS AUTORIDADES MONETARIAS	
	(EM US\$ MILHOES)	RESERVAS/IMPORTACOES (EM MESES)
	(1)	(2)
1976	5657.0	5.5
1977	6216.0	6.0
1978	10281.0	9.0
1979	7925.0	5.3
1980	3500.0	1.8
1981	4272.0	4.2
1982		
	JAN 3476.0	2.2
	MAR 2505.0	1.5
	DEZ -2684.0	-1.8
1983		
	JUN -4494.0	-3.4
	DEZ -3296.0	-3.0
1984	4242.0	3.5
1985	10482.0	9.5
1986	6760.0	5.7

FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL.

Nesse contexto de extrema escassez de divisas, o País iniciou a redefinição da forma de refinar a sua dívida externa (1). Em primeiro lugar, apesar dos sucessivos desmentidos das autoridades econômicas, em novembro de 1982, logo após as eleições, o Governo brasileiro anunciou a intenção de buscar acesso máximo aos recursos do Fundo Monetário Internacional (FMI). Este passo se constituía exigência indispensável da comunidade financeira internacional para a renegociação da dívida brasileira (2).

Em segundo lugar, para evitar um colapso cambial, foi montado às pressas um conjunto de operações de emergência que visavam adiantar recursos ao Brasil, enquanto as negociações se desenrolavam.

---

(1) Para uma descrição dos fatos que antecederam a crise cambial de 1982, da primeira fase de renegociação da dívida externa e das principais questões envolvidas na relação do País com os bancos credores ver Dúrcio Garcia Munhoz. "Negociação com os Bancos Credores - A Urgência na Redefinição de Objetivos". in *Brazil vs. FMI: A Armadilha da Recessão*, Fórum Gazeta Mercantil, 1983, pp. 37-48.

(2) Para um relato do papel do FMI na reestruturação da dívida dos países em desenvolvimento ver Edmar L. Bacha. "Prólogo para a Terceira Carta", in *Brazil vs. FMI. "A Armadilha da Recessão*, Op. Cit., pp. 113-128.

Durante os últimos dois meses de 1982 entraram US\$ 4,3 bilhões de empréstimos de curto prazo (1) destinados a financiar um déficit global do Balanço de Pagamentos de aproximadamente US\$ 10,1 bilhões. A diferença, US\$ 5,8 bilhões, representou a perda de reservas internacionais.

Por fim, em 20 de dezembro de 1982, após chegar a um acordo preliminar com o FMI, o Brasil submeteu aos principais bancos credores um esquema de financiamento global das contas externas para 1983, subdividido em quatro "Projetos":

- (a) Projeto 1 - Dinheiro Novo - "Empréstimos-jumbo" de US\$ 4,4 bilhões a serem concedidos pelos bancos comerciais estrangeiros em proporção à sua participação na dívida existente;

---

(1) Os recursos adiantados foram obtidos nas seguintes fontes: a) do FMI US\$ 500 milhões, através de uma linha de crédito compensatório para queda na receita de exportação ("Compensatory Credit Facility"); b) do Bank of International Settlements (BIS) US\$ 500 milhões; c) do Tesouro americano US\$ 900 milhões (líquido); e d) dos Bancos Comerciais Estrangeiros US\$ 2,3 bilhões na forma de "bridge-loans".

- (b) Projeto 2 - Reescalonamento automático, por mais oito anos, das amortizações de principal devidas a bancos comerciais estrangeiros e brasileiros em 1983, num total de US\$ 4,6 bilhões;
- (c) Projeto 3 - Recomposição e rolagem das linhas de crédito comerciais de curto prazo no montante de US\$ 8,8 bilhões; e
- (d) Projeto 4 - Restabelecimento e manutenção das linhas interbancárias para agências de bancos brasileiros no exterior aos níveis de 30 de junho de 1982, ou seja, US\$ 9,4 bilhões.

Uma vez definidas as necessidades de financiamento externo, o Brasil encaminhou em 7 de janeiro de 1983 a sua primeira Carta de Intenções. Esta carta foi posteriormente revista, em 24 de fevereiro, após a decisão de desvalorizar o câmbio (1). Assim, o entendimento com o Fundo foi formalizado em fins de fevereiro e o acordo com os bancos credores assinado logo em seguida.

-----

(1) Seis dias após a desvalorização cambial de 30%, o Governo brasileiro encaminhou ao FMI novo documento intitulado "Adendo à Carta de Intenções" que confirmava a estrutura básica do programa, mas alterava as projeções dos critérios de desempenho em função da variação na taxa de câmbio.

O acordo com o FMI sobre um programa de ajustamento para o triênio 1983-85 dava ao País acesso à Linha de Financiamento Ampliado ("Extended Financing Facility"), que representava um desembolso bruto de US\$ 4,9 bilhões no período. Os recursos eram de alta condicionalidade, de tal forma que a sua liberação estavam condicionadas às verificações trimestrais do programa de ajustamento. Em 1983, os empréstimos compensatórios somariam US\$ 2,1 bilhões a serem desembolsados em quatro "tranches" trimestrais.

A entrada de novos recursos (dinheiro novo) dos bancos comerciais e do FMI somavam, em 1983, US\$ 6,5 bilhões. Entretanto, a maior parte já estava comprometida com a liquidação dos empréstimos de emergência obtidos ao final de 1982. Mais de 60% dos recursos a serem liberados pelo FMI estavam em princípio destinados ao pagamento das dívidas de curto prazo com o Tesouro americano e com o BIS. E mais de 50% dos novos recursos previstos no "Projeto 1" seriam utilizados para saldar os "bridge-loans" dos bancos comerciais estrangeiros. Na prática, a entrada líquida de recursos estava reduzida a US\$ 1,9 bilhão, ou seja, cerca de 20% da conta juros.

O volume de recursos solicitados baseavam-se em projeções extremamente otimistas das contas externas brasileiras. Esperava-se que os recursos previstos nos quatro "Projetos" acima mencionados, aliados aos empréstimos de fontes oficiais de crédito e investimentos diretos pudessem produzir um saldo na conta de capitais suficiente pa-

ra cobrir o déficit em transações correntes e ainda financiar um aumento de US\$ 1,0 bilhão nas reservas internacionais.

Este aumento projetado das reservas internacionais era claramente insuficiente quando se considera que o Brasil teria iniciado o ano de 1983 com reservas líquidas negativas. Um aumento de US\$ 1,0 bilhão não contribuiria significativamente para reduzir a vulnerabilidade cambial. Além disso, ao não prever um aporte suficiente de recursos de médio e longo prazos, o plano de financiamento apresentava uma excessiva dependência em relação às linhas de curto prazo.

Em poucos meses tornou-se patente a fragilidade do esquema de financiamento para 1983. O irrealismo das metas e projeções que serviram de base ao programa de ajustamento, tanto na sua parte interna como na parte externa, seria confirmado pelos fatos já em abril.

Em primeiro lugar, em decorrência do não-cumprimento de algumas cláusulas de desempenho do programa de ajuste (1), não foi liberada a segunda "tranche" da linha de crédito do FMI. Como os desembolsos dos recursos do "Projeto 1" estavam contratualmente vinculados

---

(1) Haviam sido ultrapassados os tetos fixados para as necessidades de financiamento do setor público, para os ativos domésticos líquidos das Autoridades Monetárias e para o déficit global do Balanço de Pagamentos.

à liberação das parcelas do Fundo, interrompeu-se o fluxo de dinheiro novo ao País.

Em segundo lugar, apesar do esforço na balança comercial, as contas externas não se comportavam conforme o previsto na programação governamental. A discrepância entre as previsões e os resultados iniciais refletiu-se em parte num déficit maior do que o esperado na conta juros, mas o desvio principal foi observado na conta de capitais. A falta de comprometimento dos bancos estrangeiros com a sustentação das linhas de crédito dos "Projetos 3 e 4" permitiu que a posição brasileira, principalmente no mercado interbancário, ficasse descoberta, implicando em perdas adicionais de reservas cambiais (1). Além disso, o ingresso líquido de investimentos e a entrada de financiamentos ficou aquém do esperado.

A combinação deste conjunto de fatores acabou-se traduzindo em pressão sem precedentes sobre as contas externas, acentuando a negatividade das reservas internacionais (Tabela 1). Na prática, a

---

(1) Em junho de 1983, a diferença entre a meta originalmente prevista para os "Projetos 3 e 4" e a disponibilidade de linhas de curto prazo somava US\$ 3,6 bilhões.

crise de liquidez representava o fracasso da primeira fase da renegociação da dívida. A partir de fevereiro de 1983 o Banco Central começou a adiar a liquidação de obrigações vencidas, uma vez que a disponibilidade de caixa em moeda estrangeira havia atingido o seu nível operacional mínimo. Em junho o valor total dos pagamentos em atraso alcançava US\$ 0,9 bilhão (Tabela 2). Em 29 de agosto, o Governo brasileiro decidiu centralizar as operações cambiais (Resolução nº 851) com o objetivo de administrar o volume de atrasados.

A centralização das operações de contratos de câmbio durou aproximadamente sete meses, período em que se desenvolveram as negociações em torno da segunda fase do programa de refinanciamento da dívida externa brasileira (1). O novo programa se destinava a financiar as necessidades de recursos externos em 1984 e suprir as deficiências do programa de 1983.

A demora em chegar a um acordo com o FMI sobre o programa de ajustamento foi o principal responsável pelo longo período de

-----

(1) Formalmente, as negociações em torno da Fase II iniciaram-se em 16.06.1983 com a primeira reunião do Comitê de Assessoramento ("Advisory Committee") da Dívida Externa Brasileira, formado pelos representantes dos principais bancos credores.



TABELA 2

## PAGAMENTO AO EXTERIOR ATRASADOS EM 1983

---

PERIODO	US\$ MILHOES
MARCO	494.1
ABRIL	487.6
MAYO	840.8
JUNHO	927.4
JULHO	116.2

---

FONTE: Banco Central do Brasil. Relatório do Setor Externo da Economia Brasileira, 1979/84. pp 61.

negociações com os bancos credores. O fracasso do acordo original fez com que o Fundo assumisse uma postura cautelosa e muitas vezes intransigente. Nos primeiros seis meses de 1983 o Brasil já havia apresentado duas Cartas de Intenções ao Fundo, sendo que a primeira fôra revista. A terceira Carta deveria fixar as metas para os dois últimos trimestres de 1983 e para os anos de 1984 e 1985. Entretanto, a inadequação do modelo do FMI à economia brasileira tornava as metas irrealistas e, portanto, sujeitas a sucessivas revisões (1).

Após três meses de negociação foi finalmente acertado o novo programa de ajustamento com o Fundo. O novo memorando técnico de entendimentos, além de abrir caminho para uma nova rodada de negociações com os bancos credores, dava ao Brasil acesso a US\$ 1,8 bilhão, ou seja, a parcela correspondente a linha de crédito ampliado para 1984.

---

(2) Para uma análise crítica do modelo teórico usado pelo FMI ver Edmar L. Bacha. "Prólogo: A Terceira Carta". Op. Cit.; Rogério L.F. Werneck. "A Armadilha Financeira do Setor Público e as Empresas Estatais", in Brazil vs. FMI: "A Armadilha da Recessão", Op. Cit., pp. - 139-145; Ana Lúcia Martins Lobato. "Análise das Críticas Feitas ao Programa de Ajuste do FMI". Dissertação de Mestrado Não Publicada, UnB, 1985.

Em seguida foi anunciado o novo acordo com os bancos credores. A Fase II da renegociação da dívida externa brasileira era na estrutura muito semelhante à Fase I, apresentando "Projetos" equivalentes:

- (a) Projeto A - Dinheiro Novo - aporte de novos recursos para o País pelos bancos comerciais estrangeiros no montante de US\$ 6,5 bilhões;
- (b) Projeto B - reescalonamento automático das amortizações do principal devidas a bancos comerciais estrangeiros e brasileiros a vencer em 1984 no valor de US\$ 5,4 bilhões;
- (c) Projeto C - manutenção das linhas de crédito comercial de curto prazo durante o ano de 1984 no mesmo nível vigente em 30.06.1983, ou seja, cerca de US\$ 9,8 bilhões; e
- (d) Projeto D - manutenção das linhas de depósito interbancários de instituições financeiras junto a agências de bancos brasileiros no exterior ao longo do ano de 1984 no mesmo nível de 30.06.1983, ou seja, aproximadamente US\$ 5,4 bilhões.

Entretanto, no que diz respeito às condições acertadas para os "Projetos", os termos desta segunda fase eram bem melhores do que os que prevaleceram na primeira fase. Entre os avanços mais importantes convém destacar:

(a) o aumento substancial no volume de novos recursos disponíveis, de tal forma que os "empréstimos-jumbo" permitiram refinarciar cerca de 64% da conta juros;

(b) os recursos previstos no Projeto A (Dinheiro Novo) e no Projeto B (Reescalonamento automático das amortizações) teriam, além de uma pequena redução do "spread" (1), uma ampliação dos prazos de amortização e carência; e

(c) a contratação formal das linhas de curto prazo, comerciais e interbancárias, mediante a assinatura de cartas de compromisso.

---

(1) A redução do "spread" em cerca de 0,125% sobre a LIBOR representava um ganho estimado para 1984 de apenas US\$ 15 milhões, uma vez que as condições não se aplicavam a todo o estoque da dívida, mas apenas ao estoque da dívida incluída no esquema de reescalonamento.

O Quadro 1 sintetiza as principais modificações nas operações realizadas na primeira e na segunda fase da renegociação da dívida:

### QUADRO 1

#### Alterações nas Condições de Pagamento

Discriminação	Fase I	Fase II
<b>1. "Spreads"</b>		
- sobre a LIBOR	2 1/8%	2%
- sobre a Prime-Rate	1 7/8%	1 3/4%
<b>2. Prazos</b>		
- amortização	8 anos	9 anos
- carência	2 1/2 anos	5 anos

Além destas modificações, a nova fase das negociações incluía a decisão do Governo brasileiro recorrer ao Clube de Paris. Em 23 de novembro de 1983, foram estabelecidas as condições básicas para

a renegociação dos vencimentos da dívida com as agências governamentais dos países com assento no Clube de Paris, inclusive das parcelas por elas garantidas ou seguradas. O acordo reescalou 85% dos vencimentos (amortizações mais juros) no período 1983-84 da maior parte da dívida contratada até 31.02.1983 (1) por um prazo de nove anos, com cinco anos de carência, e parcelava os 15% restantes em quatro anos. As condições financeiras foram posteriormente acordadas com cada país individualmente.

Em 1984, a maior disponibilidade de novos recursos externos combinada com a performance excepcional da balança comercial brasileira, permitiu ao País honrar os seus compromissos externos, e ainda recompor o nível de reservas internacionais, apesar da elevação das taxas de juros no mercado financeiro internacional. Entretanto, o ajuste externo implicava em pressões crescentes sobre as contas internas, inviabilizando as metas acordadas com o FMI. Os termos das Cartas de Intenções tiveram que ser revistas três vezes nesse ano.

Neste contexto de equilíbrio relativo das contas externas, mas com dificuldades em cumprir as metas do Fundo, o Brasil deu início em dezembro de 1984 à discussão da terceira fase da renegociação da dívida. A proposta dos bancos credores, que chegou a ser aceita

-----  
(1) A parcela da dívida contratada junto a agências governamentais até 31.03.1983 excluída do acordo de novembro referia-se basicamente a créditos contratados à agências de países do leste europeu.

em sua concepção global pelo Governo Figueiredo, era muito semelhante às propostas que estavam sendo apresentadas aos demais países devedores da América Latina. Em linhas gerais, o acordo previa o reescalonamento plurianual das amortizações e impunha o compromisso do País não solicitar dinheiro novo em bases compulsórias. A título de compensação, eram introduzidas uma série de pequenos benefícios na forma de redução de "spreads" e ampliação dos prazos de amortização.

Os ganhos decorrentes deste tipo de proposta eram em muito superados pelas desvantagens do novo acordo. Na verdade, a plurianualização do reescalonamento das amortizações do principal representava uma formalização de um fato já plenamente aceito pelos credores: a inevitabilidade de se aceitar a renovação automática das parcelas do principal a vencer diante da incapacidade de pagamento do devedor. A exigência de não solicitar dinheiro novo em bases compulsórias pressupunha que a economia deveria gerar superávits comerciais suficientes para honrar os compromissos externos, aumentando a transferência de recursos ao exterior, deixando o País exposto a mudanças nas variáveis externas (taxa de juros, termos de intercâmbio, etc.), e permitindo que os bancos reduzissem seu "exposure" com o Brasil, uma vez que era altamente improvável que se pudesse captar novos recursos em bases voluntárias no mercado financeiro internacional.

Ademais, a redução proposta no "spread", assim como na segunda fase, representava um ganho marginal, pois as taxas de

"spread" previstas nos contratos originais vigorariam até a data de vencimento, de tal forma que a nova taxa só incidiria sobre as parcelas à medida em que elas fossem vencendo.

Por fim, um dos pontos mais controversos desta proposta era a exigência contratual de monitoramento da economia brasileira pelo FMI em bases trimestrais até o ano 2000, sem nenhuma contrapartida financeira. Esta cláusula conferia aos bancos o poder de denunciar o acordo com o Brasil com base nos relatórios do Fundo.

A decisão do FMI de rejeitar o programa de ajustamento do Brasil para 1985 não permitiu que as negociações entre o Governo Figueiredo e o Comitê Assessor de bancos fossem concluídas. Na ausência de um acordo com os bancos, em 14 de fevereiro de 1985 foram prorrogadas até 31 de março as condições acertadas na segunda fase.

Da mesma forma, a exigência do Clube de Paris para que o Brasil chegasse a um entendimento com o FMI, impossibilitou a negociação de um acordo envolvendo as amortizações e os juros a vencer a partir de janeiro de 1985. Na ausência de um acordo provisório, o Brasil passou a depositar no Banco Central os vencimentos da dívida externa contratada antes de 31.03.1983 (Resolução nº 804).

Com a posse do novo Governo, em março de 1985, começaram a surgir divergências crescentes entre as autoridades econômicas em relação tanto ao acordo com os bancos credores, como ao programa de



ajustamento com o FMI. As dificuldades de acerto com o Fundo fizeram as negociações se arrastar por quatro meses e meio, até que em agosto decidiu-se prorrogar por mais seis meses os termos da negociação da segunda fase.

Em Janeiro de 1986 reiniciaram-se as negociações em torno da dívida externa. Um novo acordo cobrindo apenas as amortizações do período 1985-86 foi acertado com o Comitê de Assessoramento dos bancos credores em março. Os principais avanços com relação as negociações anteriores eram a ausência de monitoramento do Fundo e uma redução na taxa de "spread" (1). Entretanto, o acordo não previa aporte de novos recursos pelos bancos estrangeiros.

Na verdade, este acerto visava em grande medida apenas normalizar as relações entre o Brasil e os bancos credores. Em primeiro lugar, estabelecia as bases legais para os depósitos das amortizações de 1985 (US\$ 6,8 bilhões) e para que se continuassem a depositar no Banco Central as amortizações previstas em 1986 (US\$ 8,9 bilhões).

---

(1) O "spread" da dívida externa brasileira com bancos comerciais estrangeiros foi reduzido de 2,25% sobre a LIBOR em média para 1,125% para o setor público e 1,25% para o setor privado. Mas, como nas vezes anteriores, esta redução se aplicava de forma "seriada", isto é, à medida que venciam os prazos originais dos contratos.

Em segundo lugar, prorrogava as linhas de curto prazo (comerciais e interbancárias) por mais 360 dias e reduzia o "spread" sobre a dívida negociada como reconhecimento de que o "spread" cobrado ao Brasil era excessivamente alto, quando comparado às margens cobradas no mercado e demais devedores em processo de reestruturação da dívida externa.

Em contrapartida, o Governo brasileiro assegurava aos bancos estrangeiros o comprovante do recolhimento do Imposto de Renda incidente sobre as remessas de juros. O recibo do Imposto de Renda é um componente importante na rentabilidade efetiva das operações financeiras, uma vez que garante aos bancos um crédito fiscal nos países onde estão sediados.

A partir do momento em que o Brasil conseguiu renegociar a sua dívida externa com os bancos comerciais estrangeiros sem qualquer envolvimento formal com o FMI, iniciaram-se as pressões para que o País negociasse sua dívida com Agências Governamentais no âmbito do Clube de Paris. Mas, nas negociações transcorridas no primeiro semestre de 1986, os países membros do Clube exigiram, como pré-requisito para a reestruturação dos débitos a vencer a liquidação integral dos débitos não pagos - que até abril de 1986 somavam US\$ 2,4 bilhões - e a negociação de um programa econômico com o FMI.

A recusa do Brasil em aceitar estas condições teve como resposta a intensificação das pressões dos países membros do Clube, principalmente dos EUA, em diferentes áreas. O EXIMBANK americano suspendeu a abertura de novos créditos ao Brasil, no que foi seguido pela maior parte das agências oficiais de financiamento. Junto ao Banco Mundial aumentaram as dificuldades para a contratação de novos empréstimos.

Diante deste quadro, o Governo brasileiro apresentou uma proposta no âmbito do Clube que permitisse mitigar as pressões dos países membros. Ainda que não contemplasse um entendimento com o FMI, a proposta brasileira obteve a concordância tácita do Clube. As principais características da proposta eram as seguintes:

- (a) o pagamento de 15% do total dos débitos (amortizações e juros) da maior parte da dívida contratada até 31.03.1983 não pagos no período de janeiro de 1985 a abril de 1986. Estes pagamentos seriam parcelados em três vezes: 9% em junho de 1986, 3% em dezembro do mesmo ano e 3% em junho de 1987;
- (b) o pagamento integral dos juros a partir de 1º de maio de 1986;
- (c) o reescalonamento de 85% do total dos débitos (amortizações e juros) não pagos no período 01.01.1985 a

30.04.1986 por um prazo de dez anos com cinco de carência; e

- (d) a retenção no Banco Central das amortizações a vencer no período de 01.05.1986 a 30.06.1987, que seriam reescaloadas automaticamente por um prazo de dez anos com cinco de carência.

Os dois últimos lances da renegociação da dívida externa em 1986 foram:

- (a) a assinatura do acordo formal com os bancos credores, em setembro, após obter a adesão ao acordo prévio acertado com o Comitê Assessor dos bancos envolvidos. Para efeitos legais, este acordo não se constituía um novo acerto, mas meramente um adendo à Fase II negociada em 1984, uma vez que as partes não chegaram a um entendimento sobre a submissão do Banco Central do Brasil à jurisdição estrangeira. O Governo brasileiro preferia não admitir que o Banco Central, enquanto negociador em nome do Tesouro Nacional, se submetesse às cortes internacionais. Por outro lado, os bancos credores não abriam mão da cláusula que sujeitava as partes à arbitragem das cortes de Nova Iorque e Londres. A solução encontrada foi não assinar um novo acerto, mas introduzir um

adendo ao acordo anterior. Assim, evitava-se o desgaste político do Governo brasileiro, sem fazer com que os bancos credores abrissem mão de sua exigência;

- (b) a retomada das negociações com o Clube de Paris em dezembro. Embora a proposta brasileira apresentada em maio tivesse obtido anuência tácita dos países membros do Clube, estes em nenhum momento comprometeram-se formalmente com a sua aceitação. A proposta brasileira logrou, entretanto, reduzir as pressões sobre o Brasil, permitindo que o Clube dispensasse o País de um entendimento prévio com o FMI.

Em síntese, o processo de reestruturação da dívida externa brasileira no período 1983-86 permitiu:

- (a) nos dois primeiros anos (1983-84), obter novos recursos para o refinanciamento parcial da conta juros;
- (b) reescalonar as amortizações do principal devidas aos bancos comerciais estrangeiros e brasileiros;
- (c) consolidar a maior parte da dívida contratada até 31.03.1983 junto às agências governamentais, inclu-

sive créditos garantidos ou segurados, para amortização posterior em prazos ampliados; e

- (d) sustentar as linhas de curto prazo (comerciais e interbancárias) em um nível mínimo para evitar a perda adicional de reservas internacionais.

As negociações com os bancos comerciais estrangeiros não logravam obter, entretanto, uma redução no constrangimento externo da economia brasileira. Em primeiro lugar, porque o País foi obrigado a transferir uma parcela substancial do seu produto ao exterior para honrar os compromissos assumidos com a dívida externa. Em segundo lugar, porque a reversão do fluxo de créditos externos, que para alguns observadores era simplesmente uma crise de liquidez do mercado financeiro internacional, tornou-se mais acentuada no decorrer do período.

### III. A Substituição de Dívida Externa por Dívida Interna

Por razões institucionais, a reestruturação da dívida externa brasileiro foi intermediada pelo Banco Central do Brasil. Em primeiro lugar, porque a decisão de recorrer à Linha de Financiamento Ampliado ("Extended Fund Facility") do FMI implica em um endividamento do Banco Central junto àquela instituição. Formalmente, os desembolsos destas operações de crédito, as chamadas "tranches", caracterizam-se por uma troca de moedas entre o Fundo e o Banco Central do país-mem-

bro. O aumento nos ativos externos líquidos da autoridade monetária tem como contrapartida uma elevação do seu passivo não-monetário e não implica, portanto, em expansão da base monetária.

Em segundo lugar, porque dinheiro novo obtido junto aos bancos comerciais estrangeiros em 1983 e 1984, bem como o reescalona-mento das amortizações do principal devidas aos bancos estrangeiros e brasileiros no período 1983-86, importava em envolvimento formal do Banco Central. A negociação com os bancos credores não era feita diretamente com o devedor final, cabia ao Banco Central assumir os compromissos relacionados ao dinheiro novo e às amortizações reescaloadas, para que fossem, posteriormente, repassadas internamente.

O dinheiro novo desembolsado ("Projeto 1") e as amortizações devidas pagas em cruzeiros ("Projeto 2") (1) ficavam depositadas em contas especiais no Banco Central em nome do credor externo. Este poderia negociar, dentro dos prazos e condições de custo estipulados no acordo entre os bancos estrangeiros e o Banco Central, o re-

-----

(1) As amortizações devidas deveriam ser resgatadas no seu correspondente em cruzeiros/cruzados pelo mutuário interno junto a um banco autorizado a operar com câmbio, que então repassaria ao Banco Central. No Banco Central, estas amortizações seriam reescaloadas e permaneceriam depositadas em nome do credor externo para posterior repasse.

passse interno destes recursos ("relending"). Mas, os bancos que preferissem (1), por motivo de segurança, poderiam deixar seus depósitos sob responsabilidade do Banco Central, que então se tornaria o mutuário final.

Por fim, a partir das negociações com o Clube de Paris em dezembro de 1983, passaram a ser depositados no Banco Central (Resolução nº 890) os vencimentos (amortizações e juros) não pagos da dívida contratada até 31.03.1983 com agências oficiais, inclusive créditos garantidos ou segurados.

Ao absorver estes depósitos e obrigações em moeda estrangeira, o Banco Central passou a contar com uma fonte significativa de recursos não-monetários a serem aplicados no refinanciamento parcial da dívida externa do setor público. Na intermediação deste processo, quando as operações ativas não eram compatíveis com as operações passivas em moeda estrangeira decorrentes da reestruturação da dívida, ocorria a substituição de dívida externa por dívida interna.

Podemos compreender como ocorria esta substituição de dívida externa por dívida interna se examinarmos mais detidamente as

---

(1) Fizeram esta opção, principalmente os bancos suíços, os regionais americanos e os europeus de pequeno porte.



etapas do refinanciamento da dívida externa do setor público. Primeiro, com a interrupção do fluxo de crédito externo em 1982, o volume de recursos externos disponíveis para a "reciclagem" da dívida externa do setor público estavam limitados àquele obtidos na renegociação da dívida ("Projetos 1 e 2") e os empréstimos obtidos de organismos oficiais.

Segundo, o acesso aos recursos dos "Projetos 1 e 2" era possível de duas formas: "relending" e Aviso MF-30. O "relending", como já foi assinalado, é o repasse dos recursos oriundos dos "Projetos 1 e 2" depositados no Banco Central. Estas operações deveriam corresponder à formalização junto ao mutuário final do acordo de reestruturação da dívida negociado entre os bancos credores e o Banco Central.

O Aviso MF-30 (1) é um instrumento para antecipar recursos aos órgãos e entidades públicas que não dispõe de recursos externos para liquidar débitos em moeda estrangeira. Estes empréstimos-pon- te concedidos pelo Banco do Brasil seriam posteriormente liquidados através de operações de "relending" ou pelo repasse dos saldos dos

---

(1) Aviso nº 30 do Ministro da Fazenda ao Presidente do Banco do Bra-  
sil de 23.08.1983 (ver especificamente o anexo).

"Projetos 1 e 2" não utilizados pelos bancos estrangeiros, a partir do momento em que o Banco Central se tornasse mutuário final (1).

Assim, o Aviso MF-30 deveria ser meramente uma manobra contábil para antecipar aos órgãos e entidades públicas, que não tivessem acesso aos "relending", os recursos externos depositados no Banco Central (2). Os empréstimos-ponte permitiriam ao setor público depositar no Banco Central, na data originalmente prevista em contrato, as parcelas externas. A manobra contábil era desfeita com a contratação de dinheiro novo ou com o reescalonamento automático da amortização devida.

-----

(1) Formalmente, os recursos dos "Projetos 1 e 2" não utilizados pelos bancos estrangeiros chegavam aos órgãos e entidades públicas através de repasses do Tesouro na forma de transferência de recursos orçamentários, aumento de participação acionária da União em empresas estatais, etc.

(2) A contratação destes empréstimos-ponte no Banco do Brasil estavam condicionados, em cláusula contratual, à prévia utilização dos recursos mantidos em contas de Depósitos Registrados em Moeda Estrangeira, sempre que a empresa ou entidade fosse detentora de recursos nessas contas.

Entretanto, foram introduzidos nestes instrumentos de acesso aos recursos dos "Projetos 1 e 2" distorções que prejudicavam as suas funções alocativas e, em última análise, geravam a substituição de dívida externa por dívida interna. O principal desvio nas operações de "relending" decorria da cobrança por parte dos bancos credores de comissões extraordinárias, que no mercado receberam a denominação de "sweetners", para o repasse interno dos recursos depositados no Banco Central. Como a necessidade de recursos para a cobertura dos pagamentos de juros e amortizações, fundamentalmente por parte do setor público, superava em larga margem o total disponível para o "relending", os bancos estrangeiros passavam a promover verdadeiros leilões de recursos, que aumentavam substancialmente o custo do refinanciamento da dívida (1).

O Governo brasileiro demorou a tomar providências para conter os abusos praticados nas operações de "relending", mas a partir de 1985 passou a introduzir algumas medidas de controle. Em primeiro

---

(1) Para uma breve descrição das distorções do "relending" ver COPAG. "Subsídios para a Renegociação da Dívida Externa". Revista de Economia Política, Vol. 5(4), Out-Dez/85, pp. 133-137.

lugar, passou a estabelecer tetos mensais para as operações de "relending" para o setor privado, como forma de manter sob controle os agregados monetários. Em segundo lugar, passou a exercer fiscalização sobre estas operações com o setor público, de modo a limitá-las aos tetos estabelecidos pela SEPLAN/PR para a "rolagem da dívida" (1).

Por fim, diante da cobrança de comissões extorsivas nas operações de "relending" e, posteriormente, com as medidas restritivas para este tipo de operação, o Governo passou a facilitar o acesso aos recursos dos "Projetos 1 e 2" através do Aviso MF-30. Para ter uma dimensão da importância relativa dos recursos do Aviso MF-30 na cobertura das necessidades de financiamento do setor público, basta observarmos que no período 1983-86 estas operações representavam mais de 2/3 do total do financiamento interno do setor público (Tabela 3) (2).

-----

(1) A concessão de prioridades para a contratação de crédito externo pelo setor público, inclusive "relending", é feita pela SEPLAN/PR. Na medida em que ela concede as prioridades de crédito em níveis compatíveis com o volume de recursos disponíveis, reduz-se a possibilidade de "leilões" pelos credores externos.

(2) Além de registrar a participação dos empréstimos-ponte (Aviso MF-30) no financiamento interno do setor público, a Tabela 2 permite observar que uma parcela substancial das necessidades de financiamento do setor público estão associadas ao refinanciamento da dívida externa.

TABELA 3

(1)  
 NECESSIDADE DE FINANCIAMENTO DO SETOR PÚBLICO: PARTICIPAÇÃO DAS OPERAÇÕES DE AVISO NF-30 NO FINANCIAMENTO INTERNO  
 1981-85

PERÍODO	FINANCIAMENTO INTERNO	EMPRESTIMOS PONTE	(C=B/A)
	(FLUXO EM Cr\$ MILHOES)	(AVISO NF-30) (FLUXO EM Cr\$ MILHOES)	(EM %)
	(A)	(B)	
1981	1,238	172	13.9
1982	2,252	65	2.9
1983	2,975	2,378	79.9
1984	2,169	2,725	129.2
1985	40,372	26,727	66.2
(2) 1986	132,204	92,859	70.2

1) Conceito Operacional.

2) Fluxo em Cr\$ Milhoes.

FONTE: Banco Central do Brasil. Brasil Programa Economico, "varios" numeros.

Os recursos ao Aviso MF-30 para o refinanciamento da dívida externa do setor público, apesar de evitar as distorções do "re-lending", tinha, entretanto, duas graves implicações. Em primeiro lugar, embora trate-se de uma mera manobra contábil, o Aviso MF-30 exigia para completar a operação contábil que o Banco Central se tornasse mutuário final dos depósitos constituídos em nome dos credores externos (bancos estrangeiros e Clube de Paris). Ao tornar-se mutuário final, o Banco Central assumia os encargos de juros e amortizações do principal destes depósitos, o que representava uma pressão adicional sobre as suas contas (1).

Em segundo lugar, na medida em que os órgãos e entidades públicas não conseguiam gerar superávits orçamentários, exceto juros, equivalentes à sua transferência de recursos ao exterior, estes passavam a demandar empréstimos-ponte (Aviso MF-30) em volume superior à disponibilidade de recursos no Banco Central para o refinanciamento da dívida externa. Na verdade, a concessão de Avisos MF-30 acima do lastro de recursos externos era uma forma de obrigar o Banco Central a honrar os compromissos da dívida pública externa. Mas, para fazer isso o Banco Central era obrigado a expandir o seu passivo monetário.

---

(1) É importante assinalar que o Banco Central já assumira, por razões institucionais, os encargos decorrentes da Linha de Financiamento Ampliado contratado ao FMI.

A preocupação excessiva em manter sob controle os agregados monetários levou o Governo a promover uma acentuada expansão do seu endividamento interno. Este endividamento interno associado à necessidade de esterilizar a expansão monetária decorrente, por um lado, do descompasso entre a oferta e a demanda de recursos para o refinanciamento da dívida pública externa e, por outro lado, os encargos assumidos pelo Banco Central no refinanciamento da dívida pública externa é que caracteriza a substituição de dívida externa por dívida interna.

Podemos estimar a pressão que o processo de refinanciamento da dívida externa do setor público exerceu sobre as contas do Banco Central e, conseqüentemente, sobre a expansão do endividamento interno do Governo a partir do conjunto de tabelas apresentadas a seguir (Tabelas 4 a 7).

A Tabela 4 registra a oferta de recursos disponíveis para o refinanciamento da dívida pública externa no período 1983-86. Na primeira linha encontramos o aporte de dinheiro novo de bancos comerciais estrangeiros ("Projeto 1") e do FMI. As amortizações do principal devidas a bancos estrangeiros e brasileiros que foram reescaloadas automaticamente estão na linha 2. E na terceira linha estão registrados os vencimentos não pagos da dívida contratada até 31.03.1983 com os credores do Clube de Paris que foram depositados no Banco Central conforme estava previsto na Resolução nº 890. Deste sub-total fo-

ram subtraídos os recursos reemprestados ("relending") para o setor privado, o que nos fornece o montante disponível para o setor público (linha 6).

A Tabela 5 decompõe a demanda do setor público por recursos para o refinanciamento de sua dívida externa ao longo do período 1983-86. Na primeira linha encontramos o montante de recursos adiantados ao setor público através de empréstimos-ponte (Aviso MF-30). As operações de "relending" para o setor público estão registradas na linha 2. A terceira linha discrimina os encargos assumidos pelo Banco Central com o refinanciamento da dívida externa. Enquanto a liquidação dos empréstimos de emergência obtidos no final de 1982 estão registrados na linha 4. A quinta linha totaliza a demanda do setor público por recursos para o refinanciamento da dívida externa no Banco Central.

A Tabela 6 registra a diferença entre a oferta e a demanda por recursos para o refinanciamento da dívida pública externa e o impacto desta diferença sobre as contas do Banco Central. A pressão que esta diferença exerce sobre a colocação líquida de títulos é estimada na Tabela 7. Na terceira linha desta tabela, a pressão máxima corresponde a hipótese desta diferença entre oferta e demanda por recursos para o refinanciamento da dívida externa ser financiada exclusivamente pela colocação de títulos da dívida pública interna. Enquanto, na quarta linha, a pressão mínima representa a colocação adicional de títulos no caso deste impacto sobre as contas do Banco Central ser financiado em grande medida pela expansão da base monetária.



TABELA 4

OFERTA DE RECURSOS PARA O REFINANCIAMENTO DA DÍVIDA EXTERNA DO SETOR PÚBLICO NO BANCO CENTRAL

DISCRIMINAÇÃO	(EM US\$ MILHÕES)			
	1983	1984	1985	<sup>P</sup> 1986
1- "DINHEIRO NOVO"	5,171	8,201	—	—
1.1- BANCOS ESTRANGEIROS (PROJETO I)	4,395	6,405	—	—
1.2- FMI	776	1,796	—	—
2- REFINANCIAMENTO DE AMORTIZAÇÕES (PROJETO II)	4,452	4,724	6,671	8,901
3- REFINANCIAMENTO JUNTO AO CLUBE DE PARIS	1,014	2,889	1,973	1,294
4- SUB-TOTAL (1+2+3)	10,637	15,014	8,644	10,195
5- "RELENDING" AO SETOR PRIVADO	1,216	1,214	810	191
6- DISPONÍVEL PARA O SETOR PÚBLICO (4-5)	9,421	13,800	7,834	10,004

p) Preliminar.

FONTES: Banco Central do Brasil.

TABELA 5

## DEMANDA DE RECURSOS PARA O REFINANCIAMENTO DA DÍVIDA EXTERNA DO SETOR PÚBLICO NO BANCO CENTRAL

1983/84

DISCRIMINAÇÃO	(FLUXO EM US\$ MILHÕES)			
	1983	1984	1985	P 1986
(1)				
1- EMPRESTIMOS-PONTE (AVISO NF-30)	5,760	6,620	6,464	6,382
1.1- EMPRESAS ESTATAIS	5,510	3,288	5,695	5,621
1.2- GOVERNOS ESTADUAIS E MUNICIPAIS	127	2,712	478	397
1.3- GOVERNO CENTRAL	123	620	287	364
2- "RELEASING" AO SETOR PÚBLICO	1,267	6,690	5,144	746
3- ENCARGOS DO BANCO CENTRAL COM O REFINANCIAMENTO DA DÍVIDA EXTERNA	1,261	2,510	3,573	3,500
3.1- AMORTIZACÕES PAGAS AO FMI	—	—	63	576
3.2- JUROS PAGOS AO FMI	251	394	388	397
3.3- AMORTIZACÕES PAGAS AO CLUBE DE PARIS	—	—	98	275
3.4- AMORTIZACÕES DE PROJETOS	—	—	100	985
3.5- JUROS SOBRE DEPOSITOS DE PROJETOS (2)	1,010	2,116	2,624	3,267
4- LIQUIDAÇÃO DE EMPRESTIMOS DE EMERGENCIA	4,139			
4.1- BANCOS COMERCIAIS ESTRANGEIROS	2,339			
4.2- TESOURO AMERICANO	900			
4.3- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS)	900			
5- DEMANDA DO SETOR PÚBLICO (1+2+3+4)	12,447	23,620	25,177	22,620

1) Convertido pela taxa de câmbio (média do final do período).

2) Estimado com base no "spread" de 2,0% sobre os depósitos dos Projetos 1 e 2, líquidos de "releasing".

3) Previsões.

Fonte: Banco Central do Brasil.

TABELA 6

IMPACTO DO REFINANCIAMENTO DA DIVIDA EXTERNA DO SETOR PUBLICO NO BANCO CENTRAL - 1983/86

DISCRIMINACAO	(EM US\$ MILHOES)			
	1983	1984	1985	1986 <sup>f</sup>
1- DEMANDA POR RECURSOS PARA O REFINANCIAMENTO DA DIVIDA EXTERNA DO SETOR PUBLICO	12,947	15,820	15,177	12,628
2- RECURSOS DISPONIVEIS PARA O REFINANCIAMENTO DA DIVIDA EXTERNA DO SETOR PUBLICO	9,421	13,800	7,834	10,004
3- IMPACTO (2-1)	3,526	2,020	7,343	2,624
4- NECESSIDADE DE FINANCIAMENTO DO BANCO CENTRAL	4,685 <sup>e</sup>	6,376	8,672	4,782
5- IMPACTO SOBRE A NECESSIDADE DE FINANCIAMENTO DO BANCO CENTRAL (3/4) (Z)	75.3	31.7	84.7	54.9

1) Convertido pela taxa de cambio (venda) media do final de periodo.

e) Estimativa.

FONTES: Banco Central do Brasil e tabelas 22 e 23.

TABELA 7

ESTIMATIVA DO IMPACTO DO REFINANCIAMENTO DA DÍVIDA EXTERNA DO SETOR PÚBLICO DO BANCO CENTRAL  
 SOBRE A COLOCAÇÃO LÍQUIDA DE TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS - 1983/86

DISCRIMINAÇÃO	(EM Cr\$ BILHOES)			
	1983	1984	1985	1986 <sup>p</sup>
(1)				
1- IMPACTO DO REFINANCIAMENTO DA DÍVIDA EXTERNA DO SETOR PÚBLICO NO BANCO CENTRAL	3,336	6,076	72,784	38,174
2- NECESSIDADE DE FINANCIAMENTO DO BANCO CENTRAL	4,432 <sup>e</sup>	23,904	85,952	69,571
2.1- BASE MONETÁRIA	2,142	14,073	32,743	133,428
2.2- COLOCAÇÃO LÍQUIDA DE TÍTULOS	2,290	9,831	53,209	(63,856)
3- PRESSÃO MÁXIMA SOBRE A COLOCAÇÃO LÍQUIDA DE TÍTULOS (1/2.2) (EM %)	145.7	61.8	136.8	(59.8)
4- PRESSÃO MÍNIMA SOBRE A COLOCAÇÃO LÍQUIDA DE TÍTULOS [(1-2.1)/2.2] (EM %)	52.1	(61.3)	75.3	149.2

1) Convertido pela taxa de câmbio (venda) média do final do período.

e) Estimativa.

p) Preliminar. Convertido para Cr\$ bilhões na proporção de 1000 para 1.

FDNTE: Banco Central do Brasil.

Como podemos verificar a partir deste conjunto de tabelas, o impacto do refinanciamento da dívida pública externa sobre as contas do Banco Central decorre primordialmente de fatores atuando do lado da oferta de recursos disponíveis. No primeiro ano, a entrada de dinheiro novo estava comprometida principalmente com a liquidação dos empréstimos de emergência. Além disso, o desembolso do FMI foi menor do que originalmente previsto, em decorrência das dificuldades em cumprir o programa de ajustamento acertado com aquela instituição. Assim, descontadas a liquidação dos empréstimos de emergência e os encargos do Banco Central com o refinanciamento da dívida externa, o volume de recursos disponíveis para operações de "relending" com o setor público é empréstimos-ponte (Aviso MF-30) atendia apenas 57% da demanda.

Esta diferença entre as operações ativas e passivas no refinanciamento da dívida externa foi coberta pela expansão da base monetária e/ou a colocação líquida de títulos. Em 1983, esta substituição de dívida externa por dívida interna explica no mínimo 52,1% do endividamento adicional do Governo federal. Na hipótese de pressão máxima, isto é, de que a emissão de moeda não tenha sido usada para financiar este impacto sobre as contas do Banco Central, a substituição de dívida externa por dívida interna mais do que justifica o incremento líquido da dívida mobiliária federal.

As negociações da Fase II, além de permitir o reescalonamento de parcela substancial dos vencimentos no âmbito do Clube de

dados preliminares indicam que esta transferência não exerceu uma pressão sobre as contas do Banco Central tão forte quanto no ano anterior.

A redução do impacto do refinanciamento da dívida externa sobre as contas do Banco Central está associado a dois fatores. Em primeiro lugar, na ausência de acordo formal com os bancos credores, as operações de "relending" com o setor privado permitiu reter no Banco Central uma parcela maior dos recursos externos ali depositados. Em segundo lugar, o Governo fixou o teto para a "rolagem" das amortizações da dívida externa do setor público em 90% em média, obrigando os órgãos e entidades públicas a assumir uma parcela dos encargos financeiros externos (1).

Além disso, a violenta expansão da base monetária, associada ao processo de remonetização da economia após o Plano Cruzado,

---

(1) Ao limitar a "rolagem" das amortizações do setor público, o Governo visava garantir recursos para financiar os elevados encargos assumidos pelo Banco Central com o refinanciamento da dívida externa.

Paris, ampliaram o aporte de recursos novos pelos bancos estrangeiros em 1984. O aumento na oferta de recursos disponíveis para o refinanciamento da dívida externa do setor público reduziu em 44% o impacto desta operação sobre as contas do Banco Central. A pressão sobre a colocação líquida de títulos também caiu, chegando a ficar negativa na hipótese de pressão mínima e representando 61,8% na hipótese de pressão máxima.

Na verdade, em 1984 a transferência de recursos financeiros ao exterior foi substancialmente menor do que nos demais anos do período, o que explica a redução na pressão sobre as contas do Banco Central e, conseqüentemente, sobre o mercado financeiro doméstico. Assim, o conceito relevante para mensurar o impacto da transferência de recursos ao exterior sobre o mercado financeiro doméstico é o de transferência de recursos financeiros, visto que a transferência de recursos reais pode estar associada tanto a uma transferência de recursos financeiros, quanto a ampliação das reservas cambiais. Neste último caso, a pressão sobre a colocação líquida de títulos decorre da necessidade de esterilizar o impacto expansionista sobre a base monetária. Enquanto no primeiro caso toda colocação de títulos públicos visa cobrir encargos externos.

Em 1985, a transferência de recursos financeiros ao exterior aumentou violentamente. Esta transferência era a contrapartida da redução na oferta de recursos para o refinanciamento da dívida externa, uma vez que neste ano não houve aporte de dinheiro novo dos

bancos credores e do FMI. Além disso, as demais fontes de financiamento externo da economia brasileira estavam reduzindo a sua contribuição líquida.

O resultado prático é que, embora a demanda de recursos para o refinanciamento da dívida externa se situasse em torno dos níveis observados em 1984, a oferta de recursos cobria apenas 52% das necessidades do setor público (1). O financiamento desta diferença representou uma pressão sem precedentes sobre as contas do Banco Central, exigindo uma substancial colocação líquida de títulos. Assim, em 1985 a substituição de dívida externa por dívida interna explica no mínimo 75% do incremento líquido do endividamento interno do Governo.

Em 1986, embora tenha havido uma redução na transferência de recursos reais ao exterior, a queima de US\$ 3,9 bilhões de reservas internacionais manteve a transferência de recursos financeiros em níveis muito elevados, cerca de US\$ 10,0 bilhões. Entretanto, os

---

(1) É importante assinalar que a partir de 1985 iniciam-se as amortizações de créditos obtidos em 1983 ao FMI e aos bancos credores ("Projeto 1"), o que passou a representar uma demanda adicional por recursos externos. Na medida em que a demanda global se manteve constante, podemos admitir que o setor público não-financeiro foi obrigado a suportar um volume maior dos encargos externos.



dados preliminares indicam que esta transferência não exerceu uma pressão sobre as contas do Banco Central tão forte quanto no ano anterior.

A redução do impacto do refinanciamento da dívida externa sobre as contas do Banco Central está associado a dois fatores. Em primeiro lugar, na ausência de acordo formal com os bancos credores, as operações de "relending" com o setor privado permitiu reter no Banco Central uma parcela maior dos recursos externos ali depositados. Em segundo lugar, o Governo fixou o teto para a "rolagem" das amortizações da dívida externa do setor público em 90% em média, obrigando os órgãos e entidades públicas a assumir uma parcela dos encargos financeiros externos (1).

Além disso, a violenta expansão da base monetária, associada ao processo de remonetização da economia após o Plano Cruzado,

---

(1) Ao limitar a "rolagem" das amortizações do setor público, o Governo visava garantir recursos para financiar os elevados encargos assumidos pelo Banco Central com o refinanciamento da dívida externa.

não permitiu que esta diferença entre a oferta e a demanda de recursos no refinanciamento da dívida pública externa se traduzisse em pressão sobre a colocação líquida de título. Em 1986, a expansão da base monetária logrou não apenas cobrir as necessidades de financiamento do Banco Central, como também permitiu resgatar liquidamente títulos da dívida mobiliária interna.

No período 1983/85, entretanto, o controle estrito da base monetária obrigou o Banco Central a expandir acentuadamente a dívida pública interna para financiar a transferência de recursos ao exterior associada a dívida externa nas mãos do setor público. Na hipótese de pressão mínima sobre a colocação líquida de títulos, a substituição de dívida externa por dívida interna é responsável por um incremento anual de 15% na dívida mobiliária interna neste período. Na hipótese de pressão máxima sobre a colocação líquida de títulos, todo endividamento interno adicional nesse período decorre da necessidade de atender encargos externos do setor público.

#### IV. Conclusões

Ao longo do período 1983/86 o Governo brasileiro financiou cerca de 40% da transferência de recursos ao exterior através do incremento no seu endividamento interno e da expansão da base monetária. Isso se deve a três fatores básicos. Primeiro, ao volume limitado

de recursos obtidos nas negociações para a reestruturação da dívida externa. Segundo, a incapacidade do setor público financiar a sua conta de juros externos com recursos próprios. Terceiro, às distorções alocativas introduzidas aos mecanismos de acesso aos recursos obtidos na reestruturação da dívida: "relending" e Aviso MF-30.

Assim, a demanda por recursos para o refinanciamento da dívida externa neste período superou em 37,7% a oferta de recursos disponíveis. Para cobrir a diferença, o Banco Central foi obrigado a captar poupança do setor privado através da colocação líquida de títulos públicos e de emissão monetária. Esta transferência de recursos do setor privado para o setor público e deste para o exterior é que caracteriza a substituição de dívida externa por dívida interna.

## VI. BIBLIOGRAFIA

- ALMONACID, R. e PINOTTI, M.C. (1980). "Inflação Mundial Distorce Dados do Balanço de Pagamentos do Brasil". Conjuntura Econômica, nº 34 (1). Janeiro.
- ARIDA, P. e LARA RESENDE, A. (1985). "Recessão e Taxa de Juros: o Brasil nos Primórdios da Década de 1980". Revista de Economia Política, 5 (1). Janeiro/Março.
- ARIDA, P. (1985). "Déficit Público: um modelo simples". Revista de Economia Política, vol. 5 (4). Outubro/Dezembro.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Brasil Programa Econômico: Ajustamento Interno e Externo. Vários números.
- BACHA, E. L. (1983). "Prólogo para a Terceira Carta". In Brasil X FMI: A Armadilha da Recessão. Fórum Gazeta Mercantil. São Paulo.
- BATISTA JUNIOR, P.N. (1981). "Participação Brasileira no Mercado Financeiro Internacional: Custo e Perfil da Dívida Externa Brasileira". Estudos Especiais, nº 2. Fundação Getúlio Vargas. Rio de Janeiro.

(1983). "O Reescalonamento da Dívida Externa Brasileira: Evolução Recente e Perspectivas". Mimeo. IBRE/CEMEI. Fundação Getúlio Vargas. Outubro.

(1984). "Países Devedores e Bancos Comerciais em Face da Crise Financeira Internacional". Estudos Econômicos, vol. 14 (111). Setembro/Dezembro.

(1986). "Formação de Capital e Transferência de Recursos ao Exterior". Mimeo. IBRE/CEMEI. Fundação Getúlio Vargas. Setembro.

CASTRO, A. L. P. e LUNDBERG, E. L. (1985). "Desequilíbrio Financeiro do Setor Público e seu impacto sobre o Orçamento Monetário". Mimeo. Secretaria de Planejamento da Presidência da República

COPAG (1985). "Subsídios para a Renegociação da Dívida Externa". Revista de Economia Política, vol. 5 (4). Outubro/Dezembro.

CRUZ, P. D. (1984). Dívida Externa e Política Econômica. Editora Brasiliense. São Paulo.

DORNBUSCH, R. (1980). Open Economy Macroeconomics. Basic Books. New York.

FRAGA NETO, A. e LARA RESENDE, A. (1985). "Déficit, Dívida e Ajustamento: uma nota sobre o caso brasileiro". Revista de Economia Política, vol. 5 (4). Outubro/Dezembro.

GAZETA MERCANTIL. 5 de novembro de 1986 e 17 de novembro de 1986.

LARA RESENDE, A. (1982). "A Ruptura do Mercado Internacional de Crédito". in Dívida Externa, Recessão e Ajuste Estrutural: O Brasil Diante da Crise. Paz e Terra. Rio de Janeiro.

LOBATO, A. L. M. (1985). Análise Crítica das Críticas Feitas aos Programas de Ajuste do Fundo Monetário Internacional. Dissertação de Mestrado não publicada. Departamento de Economia/UnB.

MALAN, P. S. (1983). "A Questão Externa". in FMI X BRASIL: A Armadilha da Recessão. Fórum Gazeta Mercantil. São Paulo.

MAQUES, M. S. B. E BATISTA JR., P. N. (1984). A Terceira Versão do Acordo BRASIL-FMI". Revista de Economia Política, vol 4 (2). Abril/Junho.

MUNHOZ, D. G. (1983). "Negociação com os Bancos Credores: a Urgência na Redefinição de Objetivos". in FMI X BRASIL: A Armadilha da Recessão. Fórum Gazeta Mercantil. São Paulo.

(1985-a). "A Teoria da Não-Universalidade da Teoria Econômica". Revista de Economia Política, vol. 5 (1). Janeiro/Março.

(1985-b). "Os Déficits do Setor Público Brasileiro - Uma Avaliação". Texto para Discussão nº 123. Departamento de Economia/UnB. Abril.

(1985-c). "Finanças Públicas - Causas da Decomposição e Alternativas de Saneamento". Texto para discussão nº 155. Departamento de Economia/UnB. Outubro.

(1986-a). "Os Déficits Públicos e o Reordenamento das Finanças Públicas. Mimeo. Departamento de Economia/UnB. Janeiro.

(1986-b). "Déficits Públicos - A Origem Não é Externa". Artigo Publicado no Jornal "O Nacional" em 1º de outubro de 1986.

OLIVEIRA, J. do C. (1985). "Déficits dos Orçamentos Públicos no Brasil: Conceitos e Problemas de Mensuração". Mimeo. Secretaria de Planejamento da Presidência da República.

SILVA, M. T. da (1986). "A Dívida Externa Brasileira como um Constrangimento à Retomada do Crescimento Econômico". Mimeo. Outubro.

WERNECK, R. L. F. (1983). "A Armadilha Financeira do Setor Público e as Empresas Estatais". in FMI X BRASIL: A Armadilha da Reces-  
são. Fórum Gazeta Mercantil. São Paulo.





