

Diego Garcia Angelico<sup>1</sup>  
Alexandre Lucchesi<sup>2</sup>

## A década perdida: da restrição externa ao declínio do nacional-desenvolvimentismo brasileiro

### RESUMO

O objetivo deste artigo foi realizar um levantamento sobre a década de 1980, chamada de década perdida, a fim de ressaltar quais foram os principais determinantes da ruptura do modelo nacional-desenvolvimentista vigente nas décadas anteriores. Foram levantadas contribuições de diversos autores sobre a dinâmica econômica e decisões de política que marcaram essa década, sem deixar de ressaltar algumas características da economia brasileira em períodos anteriores. As políticas internas adotadas tiveram como principal propósito assegurar a rentabilidade e a liquidez do setor privado, e tiveram como contraprestação a crise fiscal e financeira do setor público, que marcou a ruptura do modelo nacional-desenvolvimentista. Por fim, entende-se que a restrição imposta à economia brasileira, que condicionou as decisões de política econômica, foi resultante do ressurgimento das finanças globalizadas, fenômeno que intensificou a hierarquia existente entre economias centrais e periféricas.

### Palavras-chave

Nacional-Desenvolvimentismo; Restrição Externa; Crise Financeira e Fiscal; Moeda Indexada.

### ABSTRACT

*The purpose of this article is to review the 1980s, often referred to as the lost decade, in order to reveal the main elements behind the breakdown that occurred in the national-developmental model, which had been in force during the previous decades. This review covers the works of different authors on the economic dynamic and the policy decisions that marked this particular decade, and touches upon certain characteristics of the Brazilian economy that had prevailed in the previous decades. The domestic policies that were adopted at this time were primarily aimed at ensuring the profitability and liquidity of the private sector, the price of which was fiscal and financial crisis in the public sector. This in turn led to the aforementioned breakdown in the national-developmental model. Finally, our understanding is that the constraints imposed on the Brazilian economy, which essentially governed the economic policy decisions taken at the time, were the result of a resurgence of globalized finance, and that these ultimately intensified the existing hierarchy between core and peripheral economies.*

### Keywords

*National-Developmentalism; External Constraints; Financial and Fiscal Crisis; Indexed Currency.*

1. Graduado em Administração pela Universidade Estadual Paulista (Unesp). Atualmente é mestrando em Economia pela Universidade Estadual de Campinas (Unicamp). Áreas de pesquisa: Economia Internacional; Macroeconomia Aberta. Pesquisador do Centro de Estudos em Relações Econômicas Internacionais, CERI/Unicamp.
2. Graduado em Economia pela Universidade Estadual de Campinas (Unicamp), possui mestrado em Economia pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC-SP) e atualmente é doutorando em Economia pela Unicamp. Áreas de pesquisa: Economia Internacional; Macroeconomia Aberta; Sistema Financeiro Internacional. Pesquisador do Centro de Estudos em Relações Econômicas Internacionais, CERI/Unicamp.

## Introdução

No tema recorrente do desenvolvimento econômico brasileiro, o Estado foi um fator central de articulação. Os projetos de desenvolvimento nacional resguardaram-se no aparato estatal para se viabilizar. Ao longo do século XX, caminhou-se no sentido de prover o Estado dos mecanismos de intervenção e controle econômico, tanto pelo contexto interno como pelo externo. O desempenho das finanças públicas denotou, por sua vez, a dimensão em que o Estado logrou obter resultados mediante esse modelo de desenvolvimento.

Após um período de predominância, o modelo nacional-desenvolvimentista se viu em xeque na década de 1980, em face das mudanças estruturais no Brasil e da nova ordem econômica internacional. O setor público, ao mesmo tempo, explicitou nesse período uma crise resultante das opções do modelo adotado.

O objetivo deste artigo é realizar uma reflexão a partir do levantamento bibliográfico que trata da década de 1980, de modo a estabelecer a relação da crise do setor público brasileiro com a restrição externa imposta à economia ao longo desse decênio, consequência da exclusão do Brasil do início da segunda globalização financeira.<sup>3</sup> Em segundo lugar, pretende-se discutir os aspectos principais do financiamento do modelo desenvolvimentista adotado até o II Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND), cujas escolhas se deram em um contexto de adaptação às mudanças necessárias e constituíram uma resposta à nova conjuntura externa. Em terceiro lugar, será abordada a explicitação da crise do setor público sob uma dupla perspectiva: i) das consequências do ajustamento externo para o Estado; e ii) da inflação interna como elemento de exacerbação da crise do Estado brasileiro.<sup>4</sup>

Feita esta introdução, nas seções 1 e 2 discorreremos brevemente sobre os motivos do alto endividamento externo brasileiro que prevalecia no início da década de 1980, assim como sobre as principais causas da crise externa. Os tópicos 3 e 4 irão mostrar as principais implicações que a crise externa impôs à dinâmica econômica brasileira, assim como a resposta da política econômica diante desse cenário adverso. A seção 5

---

3. Dados coletados por Carneiro (2002) mostram que diversos países “em desenvolvimento” ficaram excluídos dos primeiros anos da globalização financeira dos anos 1980, visto que os fluxos de portfólio, que passaram a ganhar protagonismo nas finanças globalizadas se dirigiram essencialmente para países desenvolvidos.

4. Contudo, foge do escopo deste artigo abordar a segunda perspectiva com profundidade.

irá abordar brevemente algumas reformas institucionais adotadas pelo Estado brasileiro ao longo da década de 1980, as quais devem ser analisadas em conjunto com as decisões de política econômica implementadas no mesmo período. Por fim, serão sintetizadas as principais considerações finais do artigo.

## 1. Heranças do período nacional-desenvolvimentista

Desde a década de 1950, os planos nacionais de desenvolvimento colocaram como objetivo central a mudança da estrutura produtiva e conferiram importância ao processo de substituição de importações<sup>5</sup> como instrumentos desses planos, sendo a conjugação do capital privado nacional, do capital estrangeiro e do Estado o arranjo escolhido.

Não obstante, o desenvolvimentismo não conseguiu construir um arcabouço de progresso técnico autônomo, pois manteve um perfil dependente das mudanças no centro, além de estruturalmente atrasado, portanto com perda de competitividade<sup>6</sup> (FURTADO, 1968). Nesse sentido, o Estado nacional foi o mecanismo que tentou garantir a reprodução da relação entre o progresso técnico e a distribuição de renda de modo a corrigir essa tendência estrutural. Contudo, a opção do desenvolvimentismo foi permitir a concentração de renda em estreitas classes capazes de desfrutar do progresso técnico, de modo que o modelo brasileiro se baseou em uma estrutura de demanda e de financiamento que garantiu crescimento econômico durante a execução do Plano de Metas, mas que também resultou em formação de capacidade ociosa e de aceleração inflacionária.

Os indícios de crise e de esgotamento do modelo de substituição de importações nos anos 1960 constituíram parte de um processo de transição para o crescimento

---

5. Não obstante, apesar de claramente explicitado no II PND, Tavares (1998) revoga a utilização do termo "substituição de importações" como designação do processo de industrialização brasileiro. Há outros problemas mais relevantes de restrição ao mecanismo indutor dinâmico, como o crescimento da capacidade produtiva à frente da demanda, o caráter concentrado no tempo de blocos de investimento, as estruturas de financiamento e o risco dos investimentos envolvidos.

6. A respeito desta tendência estrutural na periferia capitalista, o autor atesta a ocorrência de uma fratura da "anarquia produtiva" em seu processo de desenvolvimento, desunindo meios e fins e tornando o lucro um fim em si. O subdesenvolvimento teria, assim, uma causa histórica que se perpetua por vontade política, descolando a assimilação de progresso técnico das necessidades reais concretas.

econômico com base em uma nova estrutura de concentração da renda e de incentivo ao consumo de bens duráveis, segundo uma política econômica de reformas e de reestruturação institucional, adotada no primeiro governo militar (1964-1968) (TAVARES; SERRA, 1972).<sup>7</sup>

A expansão econômica do “milagre” (1968-1973) baseou-se na intensificação do consumo de bens duráveis, reflexo tanto da capacidade de produção surgida no Plano de Metas como das reformas institucionais do Plano de Ação Econômica do Governo, o PAEG (1964-1966). Porém, o caráter dessa expansão foi atípico (LESSA, 1981), pois durante anos não se alterou a estrutura industrial. Concebeu-se o II PND em 1974 com o intuito de corrigir os desníveis na indústria de insumos básicos e de bens de capital, centralizando no Estado a programação das metas e utilizando as empresas estatais para adquirir financiamentos para o setor privado, principalmente recursos externos.

O II PND representou o somatório das opções divergentes em relação ao financiamento e estratégia de ajustamento, diante da crise do petróleo de 1973 (CASTRO; SOUZA, 1985). Com a ativa presença do Estado, o plano buscou consolidar uma economia moderna, com base na atividade de novos setores e em uma nova tecnologia, porém ajustada à nova ordem econômica mundial. Pretendia-se, portanto, promover uma mudança na matriz energética e produtiva – a crise teria tornado imperioso e inadiável o programa da nação “potência”.

Dizia-se que o “paternalismo” político do Estado brasileiro gerou a opção pelo II PND, caracterizando uma alternativa politicamente determinada, em vez de estar munido de uma alta racionalidade econômica. Reis-Velloso (1998) defende que o plano foi uma escolha de aliar grandes interesses do capital financeiro, empreiteiras e o próprio Estado em torno do projeto de desenvolvimento, inclusive capaz de solucionar o déficit no balanço de pagamentos e de reorientar a produção interna para o *drive* exportador de produtos *tradeables* – ainda que tenha sido necessário esperar os resultados até 1984. Teria tido também um financiamento mais adequado que o do

---

7. É interessante notar que, segundo tal visão, no Brasil constitui-se um capitalismo retardatário que tem necessidade de mudanças permanentes e descontínuas, dificultando tanto o processo de desenvolvimento interno como a integração ao mercado internacional. Não haveria estagnação estrutural ou limitação à expansão, mas sim problemas para realizar o excedente internamente, uma vez que o progresso técnico não se difunde devidamente sob um contexto de concorrência perfeita, devido à defesa de sobrelucro e à sua retenção no próprio circuito produtivo.

Plano de Metas, pois se valeu do então BNDE e de fontes externas, em contraposição ao modelo inflacionário.<sup>8</sup>

Entretanto, houve uma desarticulação entre investimentos públicos e privados durante a vigência do II PND, em que as taxas de investimento não alcançaram o patamar de crescimento observado no período do “milagre econômico”. Um ponto importante apontado por Carneiro (2002) foi a insuficiência de investimentos em setores de alta complexidade tecnológica que caracterizou o Plano, justamente no momento em que a queda de produtividade dos países centrais impulsionava o declínio da ordem internacional de Bretton Woods, dadas as maiores dificuldades de integração das indústrias centrais de alta complexidade tecnológica com os países periféricos.

Dessa forma, o fim do regime de Bretton Woods implicou uma desregulamentação da mobilidade de capitais e um intenso aumento da taxa de juros promovido pelo Banco Central norte-americano (Federal Reserve Bank, o Fed), como forma de retomar a hegemonia do dólar como moeda internacional (TAVARES, 1985). Em um primeiro momento, a “reciclagem” dos petrodólares cumpriu o papel de financiar os déficits em conta-corrente da economia brasileira durante o II PND, os quais tinham como principais responsáveis o aumento do preço do petróleo importado e dos juros da dívida externa contraída.

Vale ressaltar que durante o período do “milagre econômico” houve uma grande contratação de dívida externa, ou seja, o estoque da dívida externa brasileira já estava em um patamar elevado. Além disso, no âmbito do declínio de Bretton Woods, uma importante inovação financeira que surgiu foi a indexação de empréstimos internacionais a juros flutuantes, variável que começou a pressionar o balanço de pagamentos brasileiro especialmente após o choque de juros promovido pelo Fed em 1979.

Apesar das críticas referentes à falta de especialização que caracterizou muitos investimentos no setor de bens de capital, conforme apontado por Carneiro (2002), a relativa estabilidade do coeficiente de exportação durante a segunda metade dos anos 1970 não reflete o dinamismo conferido à economia pelo II PND, visto que a maturi-

---

8. Segundo Lessa (1981), o II PND contou com diversas fontes de financiamento, entre as quais se destacam: a instrução 113 da Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc), que possibilitava a importação de bens de capital sem cobertura cambial; empréstimos externos; tributação específica (receitas vinculadas) de acordo com metas do plano; operações de swaps do Banco do Brasil etc.

dade de grande parte desses investimentos foi consolidada na década de 1980, de acordo com a tese de Castro e Souza (1985). Como será discutido posteriormente, o desempenho positivo das exportações de setores que foram alvo de investimentos do II PND, especialmente o de bens intermediários, durante a década de 1980, foi fundamental para enfrentar a crise da dívida externa.

## 2. Origens da crise da dívida

Já no início da década de 1980, os déficits em conta-corrente da economia brasileira apresentaram uma grande deterioração, visto que o choque de juros promovido pelo Fed aumentou consideravelmente os encargos do estoque da dívida externa, o qual já se encontrava em um patamar elevado devido ao financiamento externo que viabilizou o crescimento durante os períodos do “milagre econômico” e do II PND.

Ainda na fase do “milagre econômico” (1969-1973), podem ser encontradas essas conexões, quando se dá um primeiro impulso mais forte do endividamento externo. Por meio de uma revisão crítica das contas do balanço de pagamentos, Cruz (1995) nota que a entrada de recursos financeiros não apenas cobriu as transações correntes, mas foi muito superior, devido a um movimento mais geral de indução das economias em desenvolvimento à sobreacumulação financeira internacional. A partir do choque do preço do petróleo, o cenário de liquidez sofre uma inflexão entre 1974-1976 e a economia brasileira, em uma trajetória de desenvolvimento diferente da trajetória das economias avançadas, optou pelo endividamento no II PND e pela atuação do Estado, com suas empresas e o auxílio do Banco Central, que ofereceu cobertura ao risco cambial.

Ao final da década de 1970, sobressai a característica cumulativa da dívida externa brasileira, a partir de incentivos regulatórios<sup>9</sup> e do cenário internacional propenso, consolidando um comportamento indutor do governo ao endividamento (CRUZ, 1995). Assim, a dívida externa resultou em um desequilíbrio no balanço de pagamentos e na queima de reservas internacionais. Com o aumento das taxas de juros inter-

---

9. Resolução CMN no 432, que permitia aos mutuários de empréstimos externos a realização de depósitos em moeda estrangeira, e a circular no 230, que transferia ao Banco Central a responsabilidade sobre os recursos externos captados por meio da resolução no 63 que não encontrassem tomadores finais internos.

nacionais, a partir de 1979, o custo da dívida expandiu-se e o argumento convencional da necessidade de “poupança externa” mostrou-se paradoxal,<sup>10</sup> uma vez que a busca de recursos para evitar restrições externas se tornava a origem do próprio estrangulamento (CRUZ, 1995).

Entretanto, conforme relata Resende (1984), até os primeiros anos da década de 1980, a reciclagem dos petrodólares realizada por bancos estrangeiros financiava os volumosos déficits externos do Brasil. Esse mecanismo de financiamento sofreu uma abrupta reversão em 1982, após a moratória declarada pelo México, quando os bancos estrangeiros, especialmente os americanos, demonstraram uma elevada aversão ao risco e racionaram o crédito para os países latino-americanos, entre eles o Brasil.

Esse novo contexto marcou uma reversão dramática em relação ao modelo desenvolvimentista adotado até então, visto que a crise da dívida externa impôs restrição praticamente absoluta aos financiamentos internacionais que viabilizaram os períodos de crescimento e desenvolvimento da economia brasileira. Apesar de ter havido pequenas contratações de dívida externa pública de curto prazo ao longo da década, conforme será discutido posteriormente, entende-se que a restrição externa só foi superada em meados da década de 1990, no âmbito do Plano Brady.

Além do choque de juros promovido pelo Fed nesse período, Carneiro (2002) chama a atenção para as reformas liberalizantes, promovidas por países anglo-saxões, como medidas que impulsionaram a crise da dívida externa brasileira, visto que com a desregulamentação financeira houve ascensão dos instrumentos de financiamento do tipo *market-based*, ou seja, a importância dos empréstimos internacionais foi reduzida, e o Brasil teve que recorrer ao FMI em 1983, entre outros organismos multilaterais, ao longo da década.

Ou seja, esse movimento dos Estados Unidos de elevar sua taxa de juros, em 1979, seja para conter a aceleração inflacionária, acima de dois dígitos na época, seja para retomar a hegemonia produtiva e comercial, em crescente contestação desde o fim do regime de Bretton Woods (CARNEIRO, 2002, p. 117), gerou uma retração do volume de empréstimos aos latino-americanos, algo crítico dado o peso que o serviço da dívida tinha sobre suas contas nacionais.

10. O excesso de compromissos para financiar o próprio estoque da dívida é uma das razões para Cruz (1995) posicionar-se contra a retórica oficial da boa administração da dívida para adquirir credibilidade.

Segundo Lara-Resende (1983), enquanto os organismos internacionais não conseguiam articular uma saída coordenada para o comportamento geral de fuga dos investidores dos papéis de risco, o discurso oficial no Brasil era o de que o perfil de dívida era favorável e o país possuía elevado volume de reservas. Contudo, o autor entende que as decisões do governo de contratar empréstimos de curto prazo para resolver necessidades de caixa e de reduzir importações para contrair novos financiamentos, em 1983, não trouxeram consigo uma proposta de adaptação coerente da economia, evidenciando que se atingira o limite das possibilidades de equacionamento das contas nacionais.

A respeito do programa de ajuste externo, implementado pelo FMI sobre a economia brasileira na primeira metade dos anos 1980, Bacha (1983) posicionou-se contrariamente devido a seus efeitos de retração da demanda interna, via geração induzida de superávits comerciais e de políticas fiscal e monetária contracionistas – contração da necessidade de financiamento do setor público e redução do crédito –, algo que não era totalmente necessário para a melhoria do balanço de pagamentos. O problema teria sido de diagnóstico, por parte da equipe do Fundo, para quem havia, no Brasil, um nível de acima das receitas públicas, ou seja, um nível de demanda que excedia aquele de recursos disponíveis localmente.<sup>11</sup>

Uma decisão de política econômica adotada nesse contexto foi o decreto da resolução CMN nº 432 e da circular nº 230, as quais permitiram o depósito de dívidas externas contraídas pelo setor privado junto ao Banco Central, em moeda local, o que na prática transferiu todo o risco cambial ao setor público brasileiro. Dessa forma, o endividamento externo brasileiro, contraído principalmente durante o “milagre econômico” e o II PND, passou a ser de responsabilidade pública, ou seja, a dívida externa pública aumentou consideravelmente durante a década de 1980, enquanto a parcela privada desse estoque caiu em termos relativos. Assim, o Estado brasileiro passou a ser o principal devedor em divisa estrangeira, em um contexto de juros internacionais ascendentes.

Aliada a isso, a regra de “minidesvalorizações” cambiais que entraram em vigor em 1968 fez parte da estratégia do governo de manter elevadas taxas de investimento

---

11. Cabe ressaltar que os programas de assistência do FMI ao Brasil nos anos 1980 foram sujeitos ao Enfoque Monetário do Balanço de Pagamentos por parte de seus formuladores.

da economia brasileira, via incentivos à exportação. Assim, a captação de recursos em moeda estrangeira tornava-se vantajosa para o setor privado em face dos empréstimos com correção monetária que eram obtidos internamente. Esses mecanismos, ao possibilitar o ajuste do setor privado adiante da restrição externa, foi um dos principais determinantes da crise fiscal e financeira do setor público durante esse período. Ademais, como não havia disponibilidade de recursos do BNDE para empresas estatais, estas tiveram que recorrer a financiamentos externos, o que agravou o balanço consolidado do setor público (CARNEIRO, 2002).

Apesar desse contexto altamente desfavorável, as exportações brasileiras apresentaram uma grande recuperação ao longo da década, devido em parte aos investimentos realizados no âmbito do II PND, à maxidesvalorização cambial ocorrida em 1983, à recuperação das economias centrais após 1984, entre outros fatores.

### **3. A década de 1980 – dinâmica econômica e setor externo**

Tendo sido brevemente apresentadas as principais causas da crise da dívida externa que marcou a economia brasileira durante a década de 1980 e até início da década de 1990, este tópico tem como objetivo expor, resumidamente, qual foi a dinâmica imposta aos setores produtivos internos como resposta à necessidade de se realizar transferência de recursos reais ao exterior para fazer frente ao pagamento dos juros da dívida externa, assim como diferentes visões a respeito da restrição externa vivenciada pela economia brasileira durante esse período.

Enquanto a década de 1970 foi marcada por altas taxas de investimento e crescimento econômico, a década de 1980 caracterizou-se pela instabilidade da formação bruta de capital fixo, inclusive com retração em diversos subperíodos, e consequentemente por um péssimo desempenho do crescimento econômico (CARNEIRO, 2002). Além disso, uma grande diferença entre essas décadas foi em relação ao comportamento do setor externo. No primeiro caso, a economia brasileira absorveu recursos reais, ou seja, apresentou déficit na balança comercial. Já nos anos 1980, houve uma transferência de recursos reais ao exterior, dada a necessidade de se realizar o pagamento dos juros da dívida externa durante esse período.

Há um grande consenso, embora não absoluto, de que essa necessidade de transferir recursos reais ao exterior foi um dos principais determinantes do desempenho desfavorável da economia brasileira na década de 1980, em conjunto com as tentativas fracassadas de combate à inflação. Alguns autores até defendem a ideia de que, mesmo em um contexto de reduzida absorção doméstica para gerar excedentes exportáveis, em um cenário de crescente progresso tecnológico mundial, haveria restrições externas no momento em que a pauta das exportações fosse modernizada (CARDOSO DE MELO, 1984). Dessa forma, o período 1979-1984 foi marcado por duas maxi-desvalorizações cambiais, visto o caráter ascendente dos serviços da dívida externa, além do aumento das tarifas públicas e redução de alguns subsídios de forma a tentar amenizar a crise fiscal, já que o setor público se transformou no principal devedor externo ao longo da década, conforme já discorrido.

Desse modo, a política econômica do período foi marcada por um intenso debate em relação às formas de enfrentamento da restrição externa imposta pelo sistema financeiro internacional. Para o então ministro Delfim Netto (1984), a política de desvalorização cambial proporcionaria à economia um crescimento do tipo *export-led*, e os setores exportadores dinamizariam outras cadeias de produção, ou seja, não haveria restrição externa ao crescimento.

Assim, o crescimento das exportações deveria ser superior ao verificado para os juros da dívida externa, e haveria uma crescente amortização da dívida externa, de forma que o crédito internacional seria restabelecido (CARNEIRO, 2002). Demais autores, entre eles Castro e Souza (1985), ressaltaram os investimentos realizados no âmbito do II PND, os quais permitiram a geração de superávits estruturais durante a década de 1980.

Em relação à atividade econômica interna, a forte pressão dos juros da dívida externa sobre a conta-corrente brasileira prejudicou seu dinamismo, visto que as empresas estatais tiveram que realizar cortes nos orçamentos e retrainar os investimentos. Além disso, contribuiu para a crise financeira das empresas estatais o fato de essas empresas estarem contraindo um grande volume da dívida externa para financiar os investimentos públicos desde a década de 1970. Já durante o ajuste dos anos 1980, a prática de contrações tarifárias para conter a inflação e a redução dos repasses fiscais agravaram sua situação patrimonial e financeira, ou seja, essas empresas perderam a situação financeira favorável que haviam alcançado com a política de preços do PAEG (LOPREATO, 2013).

Nesse cenário, os investimentos privados, que perderam a orientação pública, estagnaram ao longo da década, enquanto os investimentos das estatais caíram mais em relação aos observados para a administração pública, visto que as empresas estatais anteriores estavam fortemente endividadas em dólar (CASTRO e SOUZA, 1985).

Um aspecto negativo dessa dinâmica, conforme apontado por Carneiro (2002), foi a queda mais acentuada dos investimentos em máquinas e equipamentos durante a referida década, com sérias implicações para o posterior desenvolvimento da indústria brasileira, o que contraria a tese desenvolvida por Delfim Netto (1984) de que o *drive* exportador dinamizaria a indústria. Ou seja, pelo que se observou, a indústria dependia da dinâmica do mercado interno, o qual durante a década de 1980, na média, teve que apresentar uma baixa absorção. Em relação ao comportamento dos setores produtivos, observou-se que os desempenhos da agricultura, do extrativismo mineral e dos serviços de utilidade pública ajudaram a puxar o crescimento do PIB durante esses anos, enquanto a indústria de transformação e a construção civil ficaram estagnadas.<sup>12</sup>

A interpretação de Carneiro (2002) também destacou a necessidade por transferência externa de recursos reais como principal debilitadora do investimento nos setores de bens de capital e duráveis, concretizando-se em um movimento contrário ao observado na década de 1970, referente ao II PND e ao “milagre econômico”, respectivamente. Cabe ressaltar que, apesar de o saldo comercial ter sido atribuído em grande parte aos setores que receberam investimentos no II PND, o desempenho das exportações e importações brasileiras apresentaram um caráter cíclico em relação às variações de absorção doméstica ocorridas na década de 1980.

Durante a primeira metade da década, marcada pela recessão econômica, observa-se que a queda das importações foi o principal determinante do desempenho positivo da balança comercial, enquanto nos demais anos o aumento das exportações passou a explicar mais os superávits comerciais, de tal forma que, observando-se a década como um todo, o comportamento ascendente das exportações foi o principal componente para a transferência de recursos reais ao exterior.

---

12. Vale ressaltar que o período que compreende os anos 1984-1987 apresentou uma taxa de crescimento considerável, na ordem de 6,1% ao ano. Contudo, o crescimento da renda *per capita* ao longo de toda a década de 1980 foi praticamente nulo.

Em ambos os casos, com uma força relativa superior para as exportações, a variável *quantum* (quantidade) contribuiu mais para o superávit comercial do que a variável preço. Apesar disso, vale ressaltar que a queda média do preço do petróleo ao longo da década, que era o principal item da pauta importadora, também favoreceu a redução da absorção doméstica. Também houve uma redução da quantidade importada dos bens de capital, porém o aumento do preço destes contrabalanceou esse comportamento. Já para bens de consumo, observa-se um aumento médio das importações durante a década, via *quantum* e preço e, por fim, o aumento das exportações de produtos manufaturados e semimanufaturados é explicado pela variação positiva do *quantum*, apesar de variações cíclicas, visto que há uma redução dos respectivos preços (CARNEIRO, 2002).

Dando continuidade ao debate que marcou essa década, observa-se que o comportamento cíclico do superávit comercial em relação às variações da absorção doméstica parece confirmar a tese de que havia um *trade-off* entre crescimento econômico e transferência externa de recursos reais. Ou seja, a necessidade de gerar excedentes exportáveis demandaria uma taxa de poupança interna sistematicamente superior à taxa de investimento, além da restrição de os setores exportadores operarem com capacidade ociosa, visto que investimentos adicionais exigiriam importações. Dessa forma, ambas as restrições implicariam uma baixa taxa de crescimento econômico.<sup>13</sup>

Já a tese de Castro (1985) defendia que era possível conciliar ambos os objetivos desde que não houvesse um crescimento muito intenso da demanda que superasse o produto potencial dos setores exportadores.

Quanto a esse ponto, dados levantados por Carneiro (2002) mostram que os setores exportadores, entre eles produtos intermediários e têxteis, apresentaram um alto grau de utilização da capacidade instalada e pouca oscilação durante o período de recessão. No caso específico dos produtos intermediários, um dos setores com mais alto coeficiente de exportação, o grau máximo de uso da capacidade instalada chegou a 89%, constituindo-se em um forte indício da necessidade de investimentos adicionais. Dessa forma, essas evidências apontam para um esgotamento na capacidade instalada dos setores exportadores, demonstrando que para tais indústrias houve a existência do referido *trade-off*.

---

13. Vale ressaltar que o uso máximo da capacidade instalada não é, necessariamente, indicativo de investimento, pois pode resultar em pressão inflacionária.

## 4. Moeda indexada, inflação e o ajuste do setor privado

Dando continuidade ao objeto de estudo deste artigo, este tópico tem como objetivo mostrar como o setor privado brasileiro se ajustou às condições de restrição externa, alta inflação e baixo dinamismo econômico durante o período considerado, destacando o papel que o Estado teve nesse processo. Conforme será discutido ao longo do tópico, a crise do setor público e a presença da inflação inercial foram consequências do ajuste que evitou uma crise de *debt deflation*<sup>14</sup> no setor privado e da necessidade de transferência de recursos reais ao exterior.

Além da restrição externa e suas consequências para a economia produtiva que marcaram a década de 1980, uma peculiaridade de extrema importância na economia brasileira foi a existência da moeda indexada. Dessa forma, antes de serem apresentadas as características desta institucionalidade criada ao final dos anos 1980, faz-se necessária uma breve análise de seus antecedentes durante as décadas de 1960 e 1970.

A criação das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTNs) ocorreu durante as reformas do PAEG, entre 1964-1967, com o propósito de permitir a existência de juros reais positivos em um contexto de inflação. A institucionalização desse instrumento tinha como objetivo a indexação de contratos mais longos, os quais eram atrelados à variação de um índice de preços interno, sendo que em um primeiro momento as ORTNs serviam principalmente para os bancos comerciais atenderem suas reservas junto ao Banco Central.

Entre 1967-1980, as variações cambiais foram inferiores à inflação interna, o que permitiu um aumento das transações com cláusulas cambiais, sendo que durante esse período a variação das ORTNs acompanhou a variação de preços internos. Entretanto, já em 1979-1980, em meio ao segundo choque de petróleo e dos juros internacionais, o índice de preços interno foi superior à variação observada para as ORTNs (BARROS, 1992).

Durante o período 1974-1979, houve uma maior aderência dos contratos e operações de crédito às ORTNs, dada a ocorrência dos choques de preços internacionais e

14. Uma crise de *debt deflation* (deflação de dívidas), teoricamente introduzida por Fischer (1933), se caracteriza por uma situação em que os rendimentos reais dos devedores são corroídos. Isso, por sua vez, leva a uma constante postergação de decisões de investimento e consumo, o que por seu turno pode causar uma depressão econômica e uma queda persistente do PIB potencial de um país.

crise cambial que ocorreram durante esse período e, além disso, as operações de mercado aberto com títulos públicos lastreados às ORTNs também começaram a crescer. Nesse contexto, houve a ocorrência da aplicação de um redutor no valor das ORTNs em 1979 e, posteriormente, a tentativa de expurgo da inflação promovida pelo então ministro Delfim Netto. Não surpreende que essas decisões começassem a abalar a credibilidade das ORTNs de refletir a inflação de maneira fiel, e contribuíssem, entre outros fatores, para a ascensão da indexação financeira em meados da década de 1980.

Além desses fatores, durante o período 1979-1984 as desvalorizações cambiais realizadas reduziram a demanda por crédito com correções cambiais e, de certa forma, estimularam a migração da poupança financeira para as operações do mercado aberto. Aliado a isso, em uma aparente situação de descasamento entre ativos e passivos das instituições bancárias, o Banco Central começou a praticar, no final dos anos 1980, a zeragem automática com o objetivo de eliminar riscos de liquidez do sistema financeiro. Esse instrumento também garantia que os ativos dessas instituições tivessem um rendimento superior ao observado para a taxa *over Selic*, referência de remuneração das captações efetuadas pelos bancos (BARROS, 1992).

Dessa forma, em meados da segunda metade dos anos 1980, o arcabouço da moeda indexada possibilitou a remuneração dos depósitos à vista à taxa *over Selic*, sendo que esses depósitos eram integralmente aplicados em títulos públicos. As operações de zeragem automática do Banco Central, além de suas realocações de títulos junto ao sistema bancário, permitiram um ganho real a essas aplicações, a despeito dos altos níveis de inflação até então presentes. Esse arcabouço garantiu a manutenção da moeda indexada, visto que qualquer moeda manual era aplicada no mercado aberto e a zeragem automática eliminava todo risco de liquidez. Assim, esse arcabouço institucional evitou uma maior fuga para ativos reais ao longo da década de 1980.

A existência da moeda indexada suscitou o debate sobre as causas da alta inflação brasileira na década de 1980, entre elas a da inflação inercial desenvolvida por Resende e Arida (1984). Vale ressaltar que, durante a década de 1980, houve uma redução do período de ajustamento de salários e contratos, que por sua vez contribuiu para a aceleração do nível de preços a despeito das políticas monetária e fiscal restritivas em vigor. Estas políticas datavam desde o acordo assinado com o FMI no início da década de 1980, sendo que o programa imposto pelo Fundo provocou uma grande redução do déficit operacional do setor público sem que houvesse, entretanto, desaceleração da inflação.

Sob o arcabouço institucionalizado da moeda indexada, as ORTNs indexavam todo tipo de contrato, inclusive preços e transações não financeiras. Uma característica importante da economia brasileira nesse período foi o fato de que as apreciações da ORTN e as desvalorizações nominais do câmbio ocorriam de forma praticamente simultânea. Apesar disso, não havia conversibilidade, visto que o regime de câmbio real era fixo e havia restrições e controles da conta financeira do balanço de pagamentos. Apesar desta indexação generalizada às ORTNs, os contratos salariais eram revisados com um certo atraso, o que comprometia a composição de seus valores reais (RESENDE; ARIDA, 1984).

Conforme ressaltado anteriormente, a forte instabilidade de juros e dos indexadores da economia brasileira, que já havia se iniciado ao final dos anos 1970, agravou-se na década de 1980, visto que durante esses anos a política de juros ora tentava estimular o crescimento, ora equilibrar o balanço de pagamentos. Aliado a isso, o programa de ajuste do FMI no início da década impôs o racionamento de crédito, algo que afetou a disponibilidade de recursos privados de curto prazo para as indústrias. Nesse contexto, as empresas começaram a aumentar o *mark-up* de seus produtos como estratégia defensiva, contribuindo para a elevação do patamar da inflação.

Dessa forma, de acordo com Belluzzo e Almeida (2002), houve a concessão de subsídios e incentivos ao setor exportador a fim de se manter um superávit comercial diante da necessidade de se gerar divisas para o pagamento dos juros da dívida externa nos anos 1980. Conforme já mencionado, a resolução nº 432 de certa forma permitiu a estatização dessa dívida externa contraída pelo setor privado em anos anteriores, ou seja, ao longo desse processo de ajuste externo do setor privado a situação fiscal e financeira do Estado começou a se deteriorar.

O setor público que possuía poupança nos anos 1970 passou a apresentar uma variação negativa desse indicador ao longo da década de 1980. Os juros da dívida pública interna ficaram instáveis e aumentaram a partir de 1985, quando houve um crescimento da dívida pública interna como consequência do ajuste da dívida externa privada, de forma que a crise fiscal preservou o lucro do setor privado e possibilitou o ajuste externo dos empresários.

A emissão de moeda indexada, ou seja, a indexação dos títulos públicos à variação passada de preços – e, posteriormente, à taxa de juros do *overnight* – permitiu um nível de juros reais satisfatório ao setor privado, ao passo que a dinâmica desses juros

aumentou consideravelmente o déficit nominal do setor público nessa década. Nesse ponto em que houve alteração do tipo de indexação, passando a ser do tipo financeira na segunda metade da década, o risco de desvalorizações cambiais foi eliminado do portfólio de riqueza financeira dos agentes privados e transferido ao setor público (BARROS, 1992).

A crise fiscal e financeira não ficou restrita ao governo central, visto que a dívida de governos estaduais e de empresas estatais também aumentou, em atenção ao programa de ajuste imposto pelo FMI e ao consequente racionamento de crédito aos bancos estaduais. Aliado a esse racionamento, o crédito externo não foi restabelecido ao longo desses anos e o crédito público também foi fortemente reduzido, já que o governo passou a ser um grande devedor devido à emissão de títulos indexados que ajustavam a liquidez do setor privado.

Essa dinâmica do endividamento implicou movimentos de política econômica que tornaram o Estado brasileiro o epicentro do ajuste. Há a interpretação de que havia outras opções, como o ajuste ortodoxo, baseado no corte primário de gastos governamentais, ao contrário do financiamento da dívida com emissão de títulos públicos. Contudo, o volume do estoque de dívida e os efeitos recessivos da contração fiscal dificilmente teriam sido eficazes. O equacionamento das finanças públicas não poderia se restringir ao âmbito da política fiscal e à obtenção de superávit primário equivalente à carga de juros, pois esta carga era alta, assim como o eram as isenções fiscais e subsídios. Tratava-se de mecanismos necessários para viabilizar a transferência de recursos reais ao exterior (CARNEIRO, 2002).

Nesse contexto, Belluzzo e Almeida (2002) ressaltam que reformas pontuais em tributação e gastos públicos não trouxeram avanços para a crise do setor público, visto que a indexação da dívida pública prejudicou intensivamente qualquer tentativa nessa direção. O quadro geral de agravamento paralisou o investimento, e o Estado absorveu e contraiu dívidas privadas e forneceu isenções e incentivos fiscais, desequilibrando-se. Esse processo acelerou a inflação e tornou a própria arrecadação tributária sujeita à corrosão da alta generalizada dos preços.

Não apenas o Estado começou a perder seu perfil desenvolvimentista, ou seja, de realizar investimentos públicos e orientar os privados, como também a política monetária perdeu sua eficácia em termos de redução da inflação durante os anos 1980. Ou seja, o Banco Central orientou-se no sentido de manter o ajuste do setor privado

em termos de liquidez, via gestão da moeda indexada, fazendo uso da zeragem automática, realocação de títulos nos portfólios privados, entre outros instrumentos já mencionados.

Ainda em relação à ineficácia da política monetária durante esse período, vale ressaltar, sob uma perspectiva keynesiana, que esse fenômeno também pode ser atribuído à falta de diversidade de opiniões quanto ao comportamento futuro da taxa de juros, visto que as expectativas predominantes eram de sucessivas elevações.<sup>15</sup> Nesse cenário, em que houve predominância dos agentes baixistas quanto ao comportamento dos preços dos títulos públicos, os mercados de risco tiveram o papel de balizar qual seria a taxa de juros ideal para a moeda indexada.

Dessa forma, a presença da moeda indexada permitiu que o setor privado se tornasse “líquido” e conseguisse reduzir seu nível de endividamento, fenômeno que, aliado à formação dos *mark-ups*, sustentou grandes empresas durante a década. Além disso, como os títulos públicos eram pós-fixados, a política monetária restritiva em vigor contribuía para um efeito renda positivo sobre o patrimônio financeiro dos agentes econômicos. Entretanto, apesar dessas institucionalidades que garantiam proteção aos grupos econômicos privados, em combinação com uma economia fechada, o ambiente de incerteza que permeava expectativas de juros, câmbio e inflação afetou negativamente decisões de investimento em ativos produtivos, o que explica o péssimo desempenho da formação bruta de capital fixo durante esses anos.

Outro fenômeno apontado por Barros (1992) que também marcou esse processo foi o fato de a dívida pública indexada ter passado a ocupar o lugar da intermediação financeira, dadas suas características de alta liquidez e rentabilidade. Dessa forma, as operações com depósitos à vista passaram a ser quase integralmente lastreadas em títulos públicos, ao passo que o crédito produtivo foi perdendo atratividade nesse cenário, o que também contribuiu para explicar o baixo crescimento do investimento em capital fixo durante esses anos e o aumento dos *mark-ups* das empresas como estratégia defensiva ao crédito escasso. O grande efeito perverso desses mecanismos foi que, em um período marcado pela crise fiscal e financeira do Estado, a dívida pública não serviu para financiar o Estado, mas sim para acumular a riqueza financeira dos agentes privados, que por sua vez pressionava as despesas financeiras do setor público.

---

15. Essa análise teórica é apresentada por Belluzzo e Almeida (2002).

O crescimento da dívida interna, como resultado do fechamento do financiamento externo, só não se acelerou mais porque, a partir de 1984, os sucessivos congelamentos de preços depreciaram o valor patrimonial da dívida. Ocorre que o governo corrigia a dívida em uma proporção inferior à inflação, pois o indexador de preços captava os preços médios da economia, gerando um ganho patrimonial, de forma que esse mecanismo estabilizou a dívida ao longo da segunda metade da década de 1980 (CARNEIRO, 2002).

Belluzzo e Almeida (2002) ainda conseguiram identificar que uma outra alternativa para reajustar os desequilíbrios dessa década seria a de uma recessão de *debt deflation* à la Fischer, ou seja, um ajuste via deflação de dívidas e ativos. Entretanto, conforme vem sendo discutido, a moeda indexada evitou esse tipo de recessão à custa do desmantelamento do Estado desenvolvimentista. Conforme já mencionamos, a dívida pública indexada serviu como mecanismo de valorização do patrimônio financeiro, além de parâmetro para reajustes dos preços dos produtos, fenômeno caracterizado pelos autores como a financeirização da economia brasileira nos anos 1980.

Vale destacar que, ao longo desse período, houve uma incapacidade de se mensurar o valor dos patrimônios reais, visto existir grande dificuldade de se estabelecer expectativas e projeções de rendimento de longo prazo para esses ativos, dado o comportamento incerto da inflação e dos juros. Esse processo causou, entre outras restrições, uma maior exclusão dos ativos de preços flexíveis ao acesso a crédito, o que por sua vez levou a um aumento da demanda por subsídios por parte desses setores.

Outra peculiaridade de grande impacto sobre a economia brasileira na década de 1980 foi a diferença observada para os ativos cuja produção era voltada para o mercado externo em relação àqueles dirigidos ao mercado doméstico. Dada a lógica de acumulação privada, a produção para o mercado externo tinha maiores certezas e menores riscos, pois sua produção estava indexada à taxa de câmbio. A correção dos preços desses ativos em relação às minidesvalorizações da taxa de câmbio, correção que passou a ter base diária a partir de 1985, garantiu um horizonte de maior certeza para esses ativos, além do fato de a dívida desse setor também ser indexada à taxa de câmbio, o que permitiu um mecanismo de *hedge* automático para as exportações. Na realidade, houve um sistema de indexação defasado que favoreceu esse setor, visto que as revisões contratuais de salários e demais custos internos tinha uma defasagem superior à da taxa de câmbio (BELLUZZO; ALMEIDA, 2002).

Dessa forma, de uma ótica keynesiana, houve um diferencial nos custos de uso de cada tipo de ativo, processo que favoreceu a transferência de recursos reais ao exterior e foi fundamental para o pagamento dos juros da dívida externa.<sup>16</sup> Cabe ressaltar que, apesar de o setor exportador ter recebido incentivos e subsídios durante essa década, esses produtores não ampliaram seus investimentos de forma significativa, com o propósito de manter o capital escasso e garantir a valorização de seu patrimônio real, fenômeno que de certa forma contrariou a defesa de autores de que o *drive* exportador eliminaria o *trade-off* entre crescimento econômico e transferência de recursos reais ao exterior (CARNEIRO, 2002).

Belluzzo e Almeida (2002) chamam a atenção para o fato de que esse aparente desequilíbrio entre mercado externo e interno foi resolvido pela formação de *mark-ups* dos produtores domésticos, conforme já discutido. Dessa forma, o ajuste se deu via alterações nos preços dos produtos, e não nos preços dos ativos, algo que implicaria uma crise de *debt deflation*, pois seria necessária uma forte recessão econômica para reequilibrar os preços desses ativos.

Entretanto, o *mark-up* das empresas que produziam para o mercado doméstico teve que se ajustar à vantagem de custo de uso dos ativos que produziam para o mercado externo, cujos preços dos produtos por sua vez estavam indexados à taxa de câmbio. Essa dinâmica pareceu justificar a tese de autores que afirmaram ter havido uma hiperinflação no Brasil, via dolarização indireta, a qual, todavia, não constitui consenso entre os economistas. Dessa forma, a inflação de *mark-ups* e a proteção conferida pela emissão de moeda indexada, que por sua vez corresponderam ao componente inercial da inflação, preveniram uma forte depressão na economia brasileira. Segundo Belluzzo e Almeida (2002), “a negação do valor da moeda foi necessária para afirmar o valor da riqueza”.

Em termos keynesianos, pode-se entender que, durante a década de 1980, ativos produtores de bens exportáveis eram os mais líquidos, uma vez que esse atributo de liquidez se instituiu devido à necessidade de transferência de recursos reais ao exterior em um período no qual o crédito externo estava praticamente esgotado. Uma consequência dessa conjuntura foi o aprofundamento da crise fiscal e financeira do Estado, visto que os títulos da dívida pública tinham que ser indexados a altas taxas

---

16. Esse resgate teórico também é apresentado por Belluzzo e Almeida (2002).

de juros a fim de acompanhar o rendimento e o prêmio de liquidez do ativo com maior valor – o de exportação – e assim garantir condições financeiras internas favoráveis que evitassem fuga de capitais e consequente crise de *debt deflation*.

Um ponto muito interessante diz respeito à restrição externa da economia brasileira nesse período e seus mecanismos de transmissão sobre a economia doméstica e a crise do setor público. Ao longo da década, mesmo quando algumas expectativas de desvalorização cambial foram confirmadas, observou-se que as reservas internacionais apresentaram um comportamento inelástico a essas variações na taxa de câmbio. Além disso, não havia como atrair o ingresso do fluxo de capitais por meio do aumento da taxa de juros, ou seja, qualquer queda das reservas internacionais, por elevar o risco de desvalorização cambial e elevar as expectativas de inflação, constituía um risco de dolarização da economia. A dolarização direta da economia não ocorreu devido aos instrumentos de indexação criados; contudo, essa restrição externa impediu o sucesso de qualquer plano de estabilização dos preços durante o período.

Desse modo, fica evidente a pressão que o setor exportador exercia para o aumento dos juros internos, aliado ao fato de que esse setor também exercia pressões para a desvalorização cambial, ou seja, a dinâmica das variáveis-chave câmbio e juros era determinada pela necessidade de se transferir recursos reais ao exterior e evitar uma crise de *debt deflation*. Cabe ressaltar que no contexto caracterizado pela ruptura de financiamento externo, após 1983, as elevações de juros internos não causavam pressões de valorização da moeda nacional. Além desses fatores, o ágio do mercado paralelo de dólar que se observou durante a década também influenciava a taxa de juros da moeda indexada, na medida em que indicava o quanto os exportadores estavam deixando de ganhar ao realizarem suas aplicações em títulos públicos via o uso da taxa de câmbio oficial.

Basicamente, todos esses fatores interligados ocasionaram a financeirização da economia brasileira, ao passo que as expectativas dos juros dos títulos públicos eram incorporadas nos preços dos produtos, em que o *mark-up* da produção doméstica procurava compensar a liquidez e prêmio de risco em relação aos ativos para exportação e, dessa forma, contribuía para a formação do componente inercial da inflação e deterioração da situação financeira do setor público (BELLUZZO; ALMEIDA, 2002).

## 5. Reformas institucionais

Conforme discutido nos tópicos anteriores, a restrição externa que marcou a década de 1980 e as decisões de política econômica que garantiram a rentabilidade e a solvência do setor privado causaram uma grande fragilidade ao setor público brasileiro. Esses acontecimentos se deram no contexto de uma insistente imposição de medidas de cunho ortodoxo-liberal ao Estado brasileiro, as quais tiveram como objetivo a realização de reformas institucionais e a elaboração de programas ortodoxos para combate à inflação. Como mostra a experiência, a imposição dessas medidas foi ineficaz no combate à inflação predominantemente inercial e responsável por reduzir drasticamente o campo de atuação e coordenação do Estado desenvolvimentista brasileiro.

Como também já foi discutido, a década de 1980 caracterizou-se pelo intenso debate entre visões divergentes sobre as causas das instabilidades observadas na economia brasileira, assim como sobre prescrições de política econômica. Esse debate não foi diferente para o caso do aparato institucional brasileiro vigente nessa década, em que os orçamentos fiscal e monetário não estavam devidamente separados, e esse aparente descontrole monetário era apontado como uma das principais causas da inflação brasileira, na ótica monetarista. Além desse aparato orçamentário, a concentração de recursos fiscais e financeiros na esfera federal e a perda de autonomia dos entes subnacionais eram características da economia brasileira vigentes até então.

As mudanças no pacto político na transição do regime militar para a Nova República trouxeram à tona outros questionamentos ao modelo de federalismo fiscal, à concentração da receita tributária no governo central e à perda de autonomia dos governos subnacionais no controle do ritmo e do volume dos seus investimentos. Os estados tinham objetivos políticos de maior participação federativa, ou seja, de uma nova distribuição de recursos (LOPREATO, 1992).

Nesse sentido, a Assembleia Constituinte de 1988 de fato ratificou a redistribuição de recursos da arrecadação federal aos estados e municípios, repartindo os recursos de receitas tributárias. Não obstante, permaneceram problemas no financiamento público estadual e na convivência intergovernamental. A fundamentação teórica da proposta de reforma institucional distanciou-se do PAEG, mas o

avanço das alterações institucionais pouco agregou na luta contra a inflação, ao final da década de 1980, e contra a deterioração fiscal (LOPREATO, 2011, p. 119).

Dessa forma, a instauração da crise do setor público, devido aos fatores apontados nos tópicos anteriores, pôs em xeque a arbitrariedade do governo central ao controlar os recursos financeiros do Estado, ao passo que a política pregada por teóricos liberais começou a ganhar força, com destaque para a crítica à existência do orçamento monetário, em que o déficit público seria o principal responsável pela alta inflação vigente na década de 1980 (LOPREATO, 2013).

Dada a característica do orçamento monetário brasileiro, em que o Banco do Brasil também funcionava como autoridade monetária por meio da conta movimento, e o Banco Central tinha atribuições típicas de um banco de fomento, a crítica monetarista era de que políticas restritivas não causavam impactos sobre a inflação, já que a base monetária sempre se expandia. Nesse contexto, o congelamento da conta movimento do Banco do Brasil e a imposição de um Banco Central com funções clássicas foram reformas institucionais realizadas em meados da década, visto que a visão dominante à época pregava a necessidade de controle da moeda por meio da unificação orçamentária.

Ainda sobre as reformas da década, a crítica de vertente liberal defendia a visão de que os orçamentos fiscal, monetário e das empresas estatais apresentavam, de forma consolidada, um grande déficit, sendo que as empresas estatais eram grandes responsáveis por esse resultado. Contudo, autores como Braga (1982) criticavam essa abordagem ao afirmar que os subsídios concedidos à iniciativa privada eram canalizados para a moeda indexada, alimentando a inflação inercial, ou seja, nesse contexto as políticas restritivas iriam contribuir para esse fenômeno ao elevar a poupança financeira dos agentes privados.

Entretanto, em razão do ajuste imposto pelo FMI, houve pressões para a unificação orçamentária e a redução do déficit público, assim como controle do crédito de instituições públicas. Sob esse novo arcabouço institucional, a necessidade de financiamento do setor público passou a incluir as contas dos entes federativos, das empresas estatais e da previdência social. A transparência das contas públicas advinda dessas reformas é apontada como um grande avanço para a sociedade brasileira, entretanto a abordagem de *sound finance* para o orçamento público se caracterizou como uma ruptura ao modelo anterior adotado com as reformas do PAEG, em que a

presença dos investimentos e a coordenação do Estado foram os principais elementos do crescimento e desenvolvimento da economia brasileira<sup>17</sup> (BIASOTO, 1994). Dessa forma, a política econômica do PAEG, que contava, entre outros fatores, com incentivos fiscais a empresas, ao mercado de capitais e ao desenvolvimento regional, foi se deteriorando em função da necessidade de se arrecadar mais impostos e cortar gastos para reduzir a necessidade de financiamento do setor público.

Basicamente, a ruptura do crédito externo, o programa do FMI que racionou o crédito das instituições oficiais e promoveu a redução do déficit fiscal, o qual por sua vez se traduziu em menor vinculação de recursos fiscais a diversas áreas, e o aumento da inadimplência dos governos subnacionais provocaram grande estagnação em diversos serviços de utilidade pública. Com isso, os estados e os municípios também foram severamente afetados, pois dependiam dos repasses dos bancos estaduais, os quais dependiam da estrutura financeira e fiscal do governo central. Dessa forma, os dados de Barros (1992) mostram que houve contração de crédito das instituições públicas superior à observada para as instituições privadas. Nesse cenário de crise das finanças públicas e de colapso dos governos estaduais, “os maiores defensores das reformas institucionais recorreram ao ideário monetarista e apontaram a perda de controle sobre a oferta monetária como a causa determinante da aceleração inflacionária brasileira” (LOPREATO, 2011, p. 4). Essa visão teria se saído vitoriosa no debate com os keynesianos.

As reformas do setor público, em meados de 1980, que consistiram em mudanças institucionais como o fim do orçamento monetário, a assunção das contas fiscais pelo Orçamento Geral da União (OGU) e a criação da Secretaria do Tesouro Nacional – medida concomitante à extinção da “conta movimento” do Banco do Brasil –, refletiam os anseios por uma reformulação do aparato estatal e um rearranjo da política fiscal, no que diz respeito a reorganizar a política do gasto público e de conter o arbítrio sobre o controle da receita fiscal (LOPREATO, 2011). Esse novo arcabouço institucional, em conjunto com as decisões de política econômica adotadas nesse período, sancionaram o declínio do nacional-desenvolvimentismo que havia sido predominante nas décadas anteriores.

17. Foge ao escopo deste artigo realizar um debate entre as vertentes de *sound finance* e finanças funcionais. Queremos apenas ressaltar essa alteração de guia para as finanças públicas que foi gradualmente ocorrendo ao longo da década de 1980 e se consolidou nos anos 1990

## Considerações finais

Este artigo procurou estabelecer, primeiramente, as causas da crise da dívida externa que marcou a década de 1980, já que a restrição externa imposta à economia brasileira nesse período foi a principal determinante para as decisões de política econômica e para a dinâmica da atividade interna da economia brasileira. Entende-se que a economia política desse período foi a favor do ajuste de liquidez e solvência do setor privado à custa da saúde financeira do setor público, o que caracterizou uma ruptura com o modelo de desenvolvimento adotado nas décadas anteriores, especialmente entre 1950 e 1980.

Primeiramente, a estatização das dívidas externas privadas foi uma medida que demonstrou claramente a pressão imposta ao Estado para manter o setor privado solvente, à custa da deterioração da situação financeira do setor público, já que este passou a ser um grande devedor externo em um contexto de alta restrição. Por outro lado, a emissão de títulos da dívida pública indexadas à inflação passada – e posteriormente à taxa de juros do *overnight* – demonstrou a pressão a que o Estado foi submetido com o propósito de evitar uma fuga da riqueza financeira para ativos reais. Esse processo, por sua vez, aumentou a deterioração financeira do setor público, visto que a rubrica dos serviços da dívida interna aumentou consideravelmente ao longo da década.

Por fim, destaca-se que as reformas institucionais impostas pelo FMI ao longo da década de 1980, as quais tiveram por objetivo combater a inflação, fizeram uso de um receituário ortodoxo que desmantelou os canais de atuação do Estado desenvolvimentista, tais como os investimentos de empresas estatais e o crédito de instituições públicas.<sup>18</sup> Dessa forma, entende-se que tanto essas reformas institucionais como as decisões de política econômica adotadas possibilitaram a solvência e a liquidez do setor privado ao longo da década perdida, ao passo que o papel do Estado de adotar políticas keynesianas foi se deteriorando paulatinamente, em que se destaca o apelo de se evitar uma hiperinflação aberta, ou até mesmo uma grande recessão de *debt deflation*.

---

18. Também não constitui objetivo deste artigo levantar um debate sobre pontos positivos e negativos de cada um dos modelos de desenvolvimento, seja referente ao nacional-desenvolvimentismo, seja referente ao modelo liberal, mas apenas fornecer uma contribuição de como ocorreu essa transição para o caso brasileiro.

Por fim, este artigo procurou contribuir para o debate sobre a década perdida por meio da análise da transição de ordens econômico-financeiras internacionais. O choque da taxa de juros americana que desencadeou a crise da dívida externa foi, no plano internacional, uma das principais manifestações do ressurgimento das finanças liberalizadas, ou então do segundo período de globalização financeira. Esta nova ordem econômica internacional, caracterizada pela desregulamentação dos mercados financeiros, por alta mobilidade de capitais e por intensa volatilidade das taxas de câmbio e de juros dos países, intensificou a subordinação dos países periféricos aos países centrais.

Como sustentação empírica para essa contribuição, cabe apontar os seguintes fatos: i) o Brasil, assim como outros países “em desenvolvimento”, esteve à margem dos fluxos privados internacionais de capital ao longo da década em questão; ii) além de não constituir um destino dos fluxos de portfólio, o Brasil possuía a conta financeira fortemente regulada, com diversos controles *inward* e *outward* de capital. A progressiva desregulamentação da conta de capital e financeira brasileira somente iria ocorrer com maior ímpeto em meados dos anos 1990.

Sustenta-se, pois, a hipótese de que o Brasil, apesar de excluído do circuito financeiro internacional da primeira década do ressurgimento das finanças globalizadas, esteve sujeito aos efeitos deletérios da transição da ordem econômica internacional. Dessa forma, a forte crise que assolou a economia brasileira, assim como diversas outras economias latino-americanas, foi um “efeito colateral” da retomada da supremacia dos países anglo-saxões, especialmente os Estados Unidos, na economia internacional. E, no âmbito nacional, o Estado brasileiro foi quem mais arcou com o ônus dessa transição.

## Referências

- ARIDA, P.; RESENDE, A. L. Inflação inercial e reforma monetária: Brasil. In: ARIDA, P. (Org.) *Inflação zero: Brasil, Argentina e Israel*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1986.
- BACHA, E. *Prólogo para a Terceira Carta*. In: FÓRUM GAZETA MERCANTIL. *FMI X Brasil: a armadilha da recessão*. São Paulo: G.M., 1983, p. 113-128.
- BELLUZZO, L. G.; ALMEIDA, J. S. A crise da dívida e suas repercussões sobre a economia brasileira. In: BELLUZZO; BATISTA JR. (Orgs.) *A luta pela sobrevivência da moeda nacional*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1992, p. 25-50.
- \_\_\_\_\_. *Depois da queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.
- BIASOTO JR., G. *A questão fiscal no contexto de crise do pacto de desenvolvimento*. Tese (Doutorado). Instituto de Economia, Unicamp. Campinas, 1994.
- BIELSCHOWSKY, R. Estratégia de desenvolvimento e as três frentes de expansão no Brasil: um desenho conceitual. *Economia e Sociedade*, Campinas, vol. 21, número especial, p. 729-747, dez. 2012.
- BRAGA, J. C. S. Os orçamentos estatais e a política econômica. In: BELLUZZO, L. G. M.; COUTINHO, R. (Org.) *Desenvolvimento capitalista no Brasil: Ensaio sobre a crise*. São Paulo: Brasiliense, 1982.
- CARDOSO DE MELLO, João Manuel. *O capitalismo tardio*. Campinas: Unicamp-IE, 1998.
- CARNEIRO, R. *Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX*. São Paulo: Editora da Unesp, 2002.
- CASTRO, A. B. de; SOUZA, F. E. P. de. *A economia brasileira em marcha forçada*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1985.
- \_\_\_\_\_. O saldo e a dívida. *Revista de Economia Política*, vol. 8, n. 2, abr.-jun. 1988.
- CRUZ, P. D. Endividamento externo e transferência de recursos reais ao exterior: os setores público e privado na crise dos anos oitenta. *Nova Economia*, vol. 5, n. 1, p.125-144, 1995.
- DELFIN NETTO, A. *Mudanças estruturais da economia no Governo Figueiredo (1979-1984)*. Brasília: Seplan, 1984.
- FISCHER, I. The debt deflation theory of great depressions. *Econometrica*, vol. 1, p. 337-357, 1933.
- FURTADO, C. *Subdesenvolvimento e estagnação na América Latina*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1968.
- LARA-RESENDE, A. A ruptura do mercado internacional de crédito. In: ARIDA, P. (Org.) *Dívida externa, recessão e ajuste estrutural*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1983.
- LESSA, C. Visão crítica do II PND. *Revista Tibiriçá*, São Paulo, n. 6, jan.-mar. 1977.

\_\_\_\_\_. *15 anos de política econômica*. São Paulo: Brasiliense, 1981.

LOPREATO, F. L. C. *Crise de financiamento dos governos estaduais (1980-1988)*. Tese (Doutorado). Instituto de Economia, Unicamp. Campinas, 1992.

\_\_\_\_\_. *Caminhos da política fiscal no Brasil*. São Paulo: Editora da Unesp, 2013.

MALAN, P. S.; BONELLI, R. Brazil 1950-1980: three decades of growth – Oriented Economic Policies. *Texto para discussão*, Ipea/Inpes, Rio de Janeiro, n. 187, mar. 1990.

MENDONÇA DE BARROS, L. C. A moeda indexada. *Economia e Sociedade*, n. 2, 1992.

REIS-VELLOSO, J. P. A fantasia política: a nova alternativa de interpretação do II PND. *Revista de Economia Política*, vol. 18, n. 2 (70), abr.-jun. 1998.

TAVARES, M. C.; SERRA, J. Além da estagnação. In: TAVARES, M. C. *Da substituição de importações ao capitalismo financeiro*. Rio de Janeiro: Zahar, 1972.

\_\_\_\_\_. A retomada da hegemonia norte-americana. *Revista de Economia Política*, vol. 5, n. 2, abr.-jun. 1985.

\_\_\_\_\_. *Acumulação de capital e industrialização no Brasil*. Campinas, IE-Unicamp, 1998.

Recebido em 25/4/2016  
e aceito em 2/1/2017.