

## **DÍVIDAS E DOLARIZAÇÃO\***

*Pierre Salama\*\**

Os países subdesenvolvidos mais industrializados são geralmente superendividados. É o caso dos países latino-americanos que estudaremos aqui mais particularmente. A amplitude e a diversidade dos problemas que enfrentam levam-nos a colocar em evidência certos mecanismos e a negligenciar o estudo de outros que são mais conhecidos.

Superendividados porque tomam emprestado para reembolsar, estes países constituem verdadeiros "laboratórios vivos", onde aparece e se desenvolve toda uma série de fenômenos novos que se antecipam à teoria. Em alguns deles, esse fenômeno novo é a dolarização de suas economias. Esta dolarização pode se definir por uma modificação profunda do papel da moeda local em proveito do dólar americano como unidade de medida, meio de reserva e, algumas vezes, em certos mercados de bens duráveis e de luxo, meio de circulação.

A dolarização da economia delimita, de um modo novo, a autonomia monetária e, mais além, a soberania política. Como consequência, a dolarização torna dependentes do Exterior o nível das despesas públicas, a rentabilidade das empresas e o nível de vida dos trabalhadores. Resultado da dívida internacional, das políticas econômicas adotadas, ela é o elo que liga esta dívida aos fenômenos que acabamos de evocar. É por isso que a dolarização é o meio pelo qual o endividamento internacional se socializa no interior do país.

O objeto deste estudo é analisar as causas e as consequências dessa dolarização. Analisaremos, em um primeiro momento, a autonomização da dívida em relação ao sistema produtivo. Estudaremos, em um segundo momento, a relação entre dívida externa e dívida interna, suas consequências sobre a soberania orçamentária e monetária de um lado e, de outro, sobre a vulnerabilidade das empresas.

---

\* Traduzido por Sueli e João Pedro Barros Cassal do original *Dettes et Dollarisation*, redigido em setembro de 1985.

\*\* Professor titular da Universidade de Paris 13 e Diretor do GREITA.

# 1 — A autonomização da dívida em relação ao sistema produtivo

## 1.1 — Em busca de uma razão significativa

A dívida dos países subdesenvolvidos é globalmente considerável. Vários dentre eles, porém, são superendividados: eles tomam emprestado para reembolsar e/ou reescalonom a dívida.<sup>1</sup> De acordo com o Fundo Monetário Internacional, essa dívida atingiria 812,4 bilhões de dólares em 1984, dos quais 97,6 bilhões seriam a curto prazo (menos de um ano) e mais da metade “vis-à-vis” aos credores estrangeiros, quer dizer, viriam essencialmente do mercado dos eurodólares.<sup>2</sup> Essas cifras são hoje bem conhecidas. O que se sabe menos, no entanto, é que essa dívida, por mais considerável que seja, representa apenas a metade da dívida federal americana.<sup>3</sup>

Essas economias passaram, em geral, nestes últimos 15 anos, por um importante processo de internacionalização de suas economias. A participação das exportações no produto nacional cresceu sensivelmente, mas insuficientemente em relação ao crescimento das importações.

A dívida cresceu. Ela aumentou quase duas vezes mais rapidamente do que o produto nacional em termos reais, no decênio 1973-82, para os países subdesenvolvidos não exportadores de petróleo<sup>4</sup> (na verdade, exceto a OPEP). Para os três países mais endividados — Brasil, México e Argentina —, ela foi multiplicada, em termos nominais, por 6,4 no Brasil, por 9,5 no México e por 5,9 na Argentina, enquanto que esta multiplicação era somente por cinco para o conjunto dos países subdesenvolvidos, exceto a OPEP.

Tais taxas de crescimento da dívida implicaram uma modificação profunda de sua estrutura. A dívida a curto prazo passa assim de 8,7% do total em 1973 a 14,6% em média de 1974 a 1979, para atingir 18,9% em média de 1980 a 1982 (Cline, 1983, p. 16). O serviço da dívida fica mais pesado não somente porque, a partir do início dos anos 80, as taxas de juro reais tornam-se acentuadamente positivas após terem sido levemente negativas, mas também porque a participação da dívida privada cresce e a influência de uma variação das taxas de juro sobre o serviço da dívida acentua-se em consequência<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> Ver Mejia (1984, p. 1002-3).

<sup>2</sup> Ver igualmente Cline (1983) e, de uma maneira geral, os relatórios do Banco Mundial (1984), da OCDE (1984) e do Comércio Exterior (1984).

<sup>3</sup> Ver Chesnais (1984, p. 517-32).

<sup>4</sup> A dívida aumentou 19,0% por ano em termos nominais e em média. Ela cresceu, em termos reais, 8,7% por ano (foi multiplicada, portanto, por 2,1% durante o período). Como a taxa de crescimento do PNB aumentou apenas 4,5% por ano, a dívida cresceu duas vezes mais rapidamente do que o produto.

<sup>5</sup> Em março de 1983, o aumento de um ponto da taxa de juro ocasionava um aumento dos encargos do serviço da dívida de 1,86 bilhão de dólares, dos quais 1,35 bilhão para o Brasil, o México e a Argentina reunidos (The Economist, 1983).

A internacionalização da maioria dessas economias, se bem que forte, foi insuficiente. As exportações cresceram de forma rápida, mas insuficientemente. A razão serviço da dívida (juro mais amortização do principal) sobre exportação cresceu então consideravelmente, como se pode constatar na Tabela 1.

Tabela 1

Indicadores da dívida externa dos países subdesenvolvidos não produtores de petróleo – 1973-82

(bilhões de dólares)

DISCRIMINAÇÃO	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Dívida externa										
Total	130,1	160,8	190,8	228,0	278,5	336,3	396,9	474,0	550,0	612,4
Longo prazo	118,8	138,1	163,5	194,9	235,9	286,6	338,1	388,5	452,8	499,6
Total a preços de 1975 (1)	169,0	175,7	190,8	218,0	250,9	281,0	294,7	308,6	331,3	357,8
Exportações (2)	112,7	153,7	155,9	181,7	220,3	258,3	333,0	419,8	444,4	427,4
Dívida/exportações (%)	115,4	104,6	122,4	125,5	126,4	130,2	119,2	121,9	124,9	143,3
Serviço da dívida (3)/exportações (%)										
Declarado	15,9	14,4	16,1	15,3	15,4	19,0	17,6	20,4	20,4	23,9
Corrigido (4)	...	-1,6	6,5	10,5	9,4	11,0	6,9	4,9	11,7	22,3
Dívida/percentagem da dívida bruta (%)	22,4	21,8	23,8	25,7	27,4	28,5	27,5	27,6	31,0	34,7
Percentagem do petróleo nas importações (5)	5,9	12,6	13,3	15,6	15,1	13,9	16,2	20,4	21,0	19,9

FONTE: WORLD ECONOMIC OUTLOOK 1982 (1983).

WORLD ECONOMIC OUTLOOK 1983 (1984).

Cline (1983).

(1) Valores deflacionados pelos preços por atacado nos EUA. (2) Bens e serviços. (3) Inclui juro (mas não amortização) da dívida a curto prazo (4) Deduzindo a erosão inflacionária da dívida. (5) Somente importações líquidas de petróleo.

Essa mesma razão expressa, desta vez, em termos reais cresceu ainda mais, o que significa que os países subdesenvolvidos sofrem uma erosão cada vez menor de suas dívidas, tendo a inflação, nos países capitalistas desenvolvidos, decrescido acentuadamente.

Essa razão aumentou relativamente mais rápido nos três países citados, segundo o mesmo relatório Cline. De 1973 a 1982, ela passa de 36 a 87% no Brasil, de 21 a 103% na Argentina e de 25 a 58% no México.

Durante esse período, e mais particularmente a partir do início dos anos 80, a dívida dos países hoje em dia mais endividados sofreu **um processo de autonomização** em relação ao sistema produtivo. Convém nos determos um momento nessa expressão. A partir de um certo limite, a dívida tende cada vez mais a viver por si mesma. **Se as condições exteriores se modificam, é o que ocorreu a partir de 1979-80, a dívida alimenta-se por si própria.** É por esta razão que, em certos momentos, po-

dem ser vistos, em paralelo, um fenômeno de desindustrialização e um aumento da dívida. O caso da Argentina nos anos 80 é um excelente exemplo desse fato.

A dívida, no entanto, não se tornou completamente autônoma em relação ao sistema produtivo. Ela se autonomiza: os laços existentes entre o sistema produtivo de um lado e a dívida de outro distendem-se, mas não se rompem. A política de austeridade, preconizada para eliminar a crise e financiar a dívida externa, perde parte de sua eficácia, o que suscita um agravamento das medidas de austeridade tomadas. Estas últimas têm conseqüências graves sobre a evolução do sistema produtivo, em lugar de agir eficazmente sobre o montante da dívida externa.

O limite além do qual a dívida se autonomiza depende de vários parâmetros:

- a) o montante da dívida, sua composição: curto prazo ou longo prazo, taxa de juro fixa ou taxa de juro flutuante, participação em dólar, participação em DM, etc. ;
- b) o peso relativo da dívida e de seu serviço em relação ao PNB e, sobretudo, em relação às exportações,<sup>6</sup> a porcentagem das importações incompressíveis em relação ao conjunto das importações; e,
- c) sobretudo, o peso dos fatores exógenos e de sua influência sobre a e b: as taxas de juro, as taxas de inflação no Centro, a evolução do comércio mundial (volume e termos de troca).

O superendividamento de um país começa quando ele financia o serviço de sua dívida através de novos empréstimos. A autonomização da dívida em relação ao sistema produtivo é um dos aspectos desse superendividamento. Para apreciar esse fenômeno, propomo-nos utilizar a razão seguinte: **a importação de bens de equipamento comparada aos juros pagos em função da dívida.**

Essa razão é interessante sob vários aspectos. O valor global das importações de bens de equipamento é dificilmente compressível. A produção de bens de equipamento — importados até data recente — leva à importação de outros bens de equipamento necessários para produzi-los. Atingindo um certo nível de complexidade do aparelho produtivo, a produção dos bens de equipamento conduz a importações de outros bens de equipamento mais sofisticados, cujo valor, nos primeiros anos, excede a economia operada pela produção local destes bens. A estrutura das importações modifica-se em favor da importação desses bens; a capacidade de importação toma-se insuficiente em relação ao volume da acumulação e a suas especificidades. Esta última só pode aumentar por duas vias: ou a economia do país abre-se mais para o Exterior exportando mais e/ou a política econômica adotada favorece o endividamento do país. Em um primeiro momento, o aumento da dívida é, assim, um paliativo para a insuficiência de divisas necessárias para importar esses bens de equi-

---

<sup>6</sup> A Coréia do Sul é um exemplo interessante. Ela tem uma dívida muito grande, mas nem por isso teve necessidade de reescalonar sua dívida. Esta última, relacionada às exportações, é muito mais fraca do que a das economias latino-americanas. A evolução de suas exportações constitui um fator favorável. A Coréia pôde assim beneficiar-se grandemente com a recuperação da economia americana.

pamentos e igualmente — em numerosos casos — é um paliativo para a insuficiência da poupança local.<sup>7</sup>

Então, podemos considerar que uma relação tenha podido existir entre a importação de bens de equipamento de um lado e, de outro, o crescimento da dívida internacional. Essa relação se modificou quando se passou de uma situação de endividamento a uma situação de superendividamento. O aumento da dívida serviu cada vez mais para financiar o serviço da dívida, em lugar de servir para importar bens de equipamento. A dívida começou a sofrer um processo de autonomização em relação ao sistema produtivo. **Pode-se admitir globalmente que, quando a soma dos juros pagos a título dos empréstimos efetuados excede o montante das importações de bens de equipamento, se assiste ao começo do processo de autonomização da dívida em relação ao sistema produtivo.**

Quando consideramos o caso do Brasil, observamos que as saídas de divisas devidas ao pagamento dos juros correspondem a **um quarto** do valor das importações de bens de equipamento em 1973 e que elas representam **mais do que o dobro** do valor destas últimas em 1981 (Tabela 2), ou seja, mais de 9 bilhões de dólares, 41% do valor do conjunto das importações, e excedem, pela primeira vez, o valor da amortização da dívida.

Tabela 2

Razão da autonomização no Brasil — 1973-1981

(bilhões de dólares)

ANOS	IMPORTAÇÕES (A)	EQUIPAMENTOS (B)	JUROS (C)	RAZÃO C/B
1973	6,192	2,143	0,514	0,24
1974	12,641	3,119	0,652	0,20
1977	12,023	3,101	2,103	0,67
1978	13,683	3,553	2,696	0,75
1979	18,084	3,732	4,186	1,12
1980	22,955	4,381	6,311	1,44
1981	22,091	4,020	9,180	2,28

FONTE: O Globo (30.6.83) apud SANTOS FILHO, Milton. **O financiamento internacional do Projeto Carajás**. Paris, IEDES, 1985. p. 143.

<sup>7</sup> Cline (1983, p. 28) mostra que, em geral, o aumento do investimento permitido pelo crescimento do endividamento, no início, suscitou uma alta da taxa de poupança. Para os 10 países mais endividados, a taxa de poupança passou de 20,6% em 1965-73 a 21,0% em 1974-79, após a taxa de investimento ter passado, nesses mesmos períodos, de 20,4 para 22,6%. Tal não foi, no entanto, o caso do Brasil, como sublinha, bem a propósito, J. Adda (1985).

## 1.2 — Primeira consequência: a transferência de capitais da periferia em direção ao centro

O início dos anos 80 constitui um período decisivo. **Pela primeira vez, os países subdesenvolvidos tornam-se fornecedores líquidos de capitais.**

Essa nova situação é a tradução, no plano internacional, da autonomização da dívida que definimos. Com efeito, a transferência líquida, ou ainda fluxo líquido de capitais, correspondendo ao saldo das entradas de capitais (investimentos diretos e em carteira de crédito, empréstimos) e das saídas (pagamentos dos juros, amortização da dívida principalmente), torna-se negativa em 1983, segundo as estatísticas do Banco Mundial (Tabela 3).

Essa transferência líquida é mais elevada quando se consideram os 13 países mais endividados e é igualmente mais antiga. Essa transferência líquida torna-se negativa a partir de 1982 (−6,6 bilhões de dólares), atingindo o nível de −21,0 bilhões de dólares em 1983. O ano de 1983 é simétrico ao ano de 1978. Em 1978, as transferências líquidas eram de 21,0 bilhões de dólares; em 1983, de −21,0 bilhões de dólares, ou seja, uma variação de 42 bilhões de dólares, dos quais 21 foram pagos, desta vez, aos países do Centro. Isso mostra a importância e a rapidez dessa inversão.

Ainda que haja numerosos reescalamentos, os países subdesenvolvidos pagam. **The Economist**, depois de ter calculado o montante das transferências líquidas no que concerne aos países latino-americanos (−20,0 bilhões em 1982 e −30,0 bilhões em 1983), conclui: “(. . .) quanto mais a América Latina paga, mais seu crescimento se reduz, mais sua dívida aumenta” (*The Economist*, 1983).

No entanto os países subdesenvolvidos pagam “insuficientemente” em relação ao que devem, e esta é a razão por que suas dívidas continuam a crescer. Recebendo menos empréstimos do que antes, eles financiam essa transferência buscando saldos fortemente positivos em suas balanças comerciais. Para o conjunto da América Latina o déficit das balanças comerciais é de 7,4 bilhões de dólares em 1980, posteriormente, de 1,6 bilhão em 1981. O déficit reduz-se e em seguida se transforma em excedente, no momento mesmo em que, nos Estados Unidos, ele se agrava. Assim, o excedente comercial atinge 9,7 bilhões de dólares em 1982 e depois se eleva a 31,2 bilhões de dólares em 1983 (Ferrer, 1984, p. 990). Em geral, esses excedentes “insuficientes” são obtidos através de uma redução drástica das importações e de um aumento muito mais fraco das exportações, como é mostrado na Tabela 4.

Tabela 3

Dívida a médio e longo prazos, pública e privada, e fluxos financeiros  
dos países subdesenvolvidos e dos principais tomadores de empréstimos – 1973-1983

(bilhões de dólares)

DISCRIMINAÇÃO	1973	1978	1979	1980	1981	1982	1983
						(1)	(2)
<b>Todos países subdesenvolvidos (3)</b>							
Dívida paga e a liquidar . . . . .	109,2	299,9	353,0	406,5	464,6	517,8	(4)575
Desembolsos . . . . .	26,9	80,1	94,6	96,0	113,2	99,7	85
De credores privados . . . . .	18,6	60,9	72,3	68,1	84,6	69,0	55
Serviço da dívida . . . . .	16,0	48,2	63,4	71,1	82,8	93,0	96
Principais pagamentos . . . . .	11,2	31,9	40,9	40,5	43,8	46,8	50
Juro . . . . .	4,8	15,4	22,5	30,6	39,0	46,2	46
Transferências líquidas (5) . . . . .	10,8	32,8	31,2	24,8	30,4	6,6	11
<b>Principais tomadores de empréstimo (6)</b>							
Dívida paga e a liquidar . . . . .	71,7	196,3	230,9	261,8	300,1	330,5	360
Desembolsos . . . . .	18,4	53,2	64,8	60,3	75,1	58,9	46
De credores privados . . . . .	13,4	44,3	54,4	47,0	61,9	44,1	33
Serviço da dívida . . . . .	10,3	32,3	46,0	50,7	58,5	65,5	67
Principais pagamentos . . . . .	7,2	21,5	30,1	29,0	30,4	32,0	33
Juro . . . . .	3,2	10,7	15,9	21,6	28,0	33,6	34
Transferências líquidas (5) . . . . .	8,1	21,0	18,8	9,7	16,6	6,6	21

FONTE: RELATÓRIO ANUAL DO BANCO MUNDIAL (s. d.). [s.n.t.]. p.IX.

(1) Dados preliminares. (2) Dados baseados em estimativas. Para cada grupo de países, dívida, serviço e pagamentos são estimativas dos montantes efetivamente pagos, em vez de projeções de montantes devidos. (3) Inclui dados de 102 países. Os dados da Hungria são disponíveis somente para 1981 e 1982, assim, foram omitidos de todos os totais. A dívida privada não garantida foi estimada para os países que não a relataram. (4) Inclui os efeitos da consolidação de uma dívida a curto prazo de US\$ 22 bilhões em vencimentos mais longos. (5) Transferências líquidas são definidas como desembolsos menos serviço da dívida. (6) Os maiores tomadores de empréstimo são: Argélia, Argentina, Brasil, Chile, República Árabe do Egito, Índia, Indonésia, Israel, República da Coreia, México, Turquia, Venezuela e Iugoslávia. Cada um desses países devia, no mínimo, US\$ 13,5 bilhões no final de 1982.

Tabela 4

Varição percentual das importações e das exportações dos principais  
países endividados – 1981-84

DISCRIMINAÇÃO	IMPORTAÇÕES		EXPORTAÇÕES	
	1983/81	1984/83	1983/81	1984/83
Argentina . . . . .	-51,1	-5,3	-14,3	11,0
Brasil . . . . .	-30,2	-9,3	-6,0	21,0
Chile . . . . .	-56,4	12,8	0,4	-1,3
Colômbia . . . . .	-0,1	-9,6	-6,7	8,3
Equador . . . . .	-40,4	13,6	-7,0	7,8
México . . . . .	-67,7	36,0	10,2	10,3
Peru . . . . .	-29,3	-7,0	-7,2	2,8
Venezuela . . . . .	-44,1	32,8	-26,6	5,6
Subtotal . . . . .	-45,6	7,1	-7,9	11,5
Nigéria . . . . .	-35,5	-30,3	-41,8	6,6
Filipinas . . . . .	-4,5	-22,2	-13,2	8,7
Indonésia . . . . .	7,2	-6,4	-20,0	10,2
Coréia . . . . .	2,5	15,2	12,3	16,4
Malásia . . . . .	13,8	6,7	20,5	14,4
Taiwan . . . . .	-7,3	20,6	11,7	23,9
Tailândia . . . . .	2,6	0,4	-8,6	14,1
Turquia . . . . .	3,0	6,5	21,8	25,0
Subtotal . . . . .	-4,6	2,1	-5,5	15,3
TOTAL . . . . .	-22,4	3,6	-6,5	13,7

FORNE: WORLD FINANCIAL MARKETS (1984).



## 2 – A dolarização e suas conseqüências

O papel que desempenha uma moeda depende do lugar que ocupa na economia mundial o país que a utiliza. O dólar não é o franco francês, “a fortiori” o peso ou o cruzeiro. Os déficits orçamentários e comerciais dos Estados Unidos contribuem para a alta da cotação do dólar. Déficits bem menores na França provocam um enfraquecimento do franco (Salama, 1984). Essa comparação mostra o quanto a moeda é tributária do lugar e do papel que desempenha a economia da qual ela depende, a níveis industrial e financeiro, na economia mundial. Sabemos que esta última deve ser considerada como estruturada e hierarquizada. O lugar particular das economias subdesenvolvidas, inclusive das semi-industrializadas, na economia mundial explica fundamentalmente algumas das atrofias de suas moedas. A moeda é, desde o início, amputada de uma de suas funções. Ela não é reserva de valor e, se for, é na condição de ser indexada à cotação do dólar. Igualmente, seu papel a nível das outras funções (unidade de medida, meio de circulação) pode ser reduzido. As potencialidades da dolarização existem. Com o endividamento, as potencialidades da dolarização tendem a se tornar efetivas. A dolarização pode, assim, ser definida como uma modificação profunda do papel da moeda em proveito do dólar como unidade de medida, sobretudo e como meio de circulação em certos mercados de bens duráveis e de luxo.

### 2.1 – Nas origens da dolarização

É a partir dessa situação que a dolarização pôde se desenvolver nestes últimos 10 anos. As políticas econômicas adotadas, quaisquer que tenham sido seus fundamentos,<sup>8</sup> tiveram geralmente como resultado uma **supervalorização** das moedas dos países semi-industrializados (Cline, 1983 e Salama, 1984a) durante uma fase bem precisa que vai de 1975 ao início dos anos 80 e que corresponde a um período da economia mundial que se caracteriza como de economia de endividamento internacional superlíquido.<sup>9</sup> A supervalorização das moedas (pesos, cruzeiros, etc.) que se pode ver no gráfico seguinte acompanhou-se freqüentemente, mas não de maneira sistemática, de taxas de juros reais superiores às praticadas, na mesma época, nos mercados internacionais.

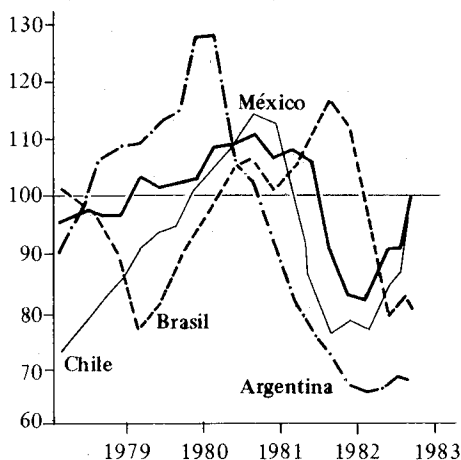
---

<sup>8</sup> Monetaristas com a experiência chilena e sua variante argentina ou não. Para um estudo aprofundado das políticas econômicas adotadas na América Latina, ver mais particularmente os trabalhos de Lichtensztejn (1978, 1983 e 1984).

<sup>9</sup> Compreende-se que não se trata aqui de uma referência aos trabalhos de Hayek. Ver Aglietta (1984).

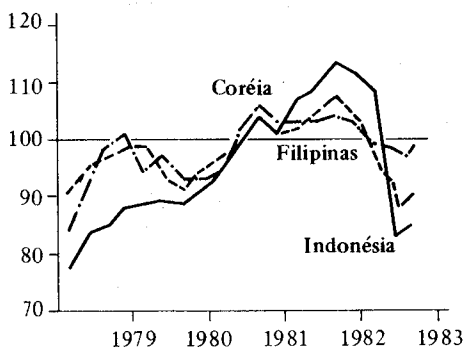
## GRÁFICO 1

**TAXAS DE CÂMBIO EFETIVAS E  
REAIS NA ARGENTINA, BRASIL,  
CHILE E MÉXICO  
1979-83**



## GRÁFICO 2

**TAXAS DE CÂMBIO EFETIVAS E  
REAIS NA CORÉIA, FILIPINAS E  
INDONÉSIA – 1979-83**



FORNTE: WORLD FINANCIAL MARKETS (1983)

- NOTA: 1. Cada índice mostra valorização ou depreciação da moeda em termos de comércio, comparada com 15 outras moedas mais importantes, usando médias das taxas diárias (12 horas) em Nova Iorque e valores de comércio bilateral baseados no comércio de manufaturados de 1980.
2. Os dados anuais correspondem a média do ano útil.
3. Índice 100 para o período 1980-82.

Além das razões que fundamentavam essas políticas econômicas, pode-se observar que elas tinham uma dupla vantagem face aos poderes públicos.

De um lado, elas incitavam as empresas a tomarem empréstimo no Exterior. Com efeito, à medida que essas paridades podem se manter, os empréstimos em moeda estrangeira têm um custo pouco elevado. Conseqüentemente, a fixação de tais paridades é benéfica para o tomador de empréstimo. Da mesma forma, quando as taxas de juro nos mercados financeiros internacionais são inferiores às praticadas nos mercados nacionais, é mais interessante buscar financiamentos externos do que internos. Esta segunda razão deve, no entanto, ser matizada. A política econômica, em matéria de taxas de juro, foi em geral flutuante; algumas vezes as taxas de juro eram inferiores, outras superiores às praticadas nos mercados financeiros

internacionais. Mas, mesmo quando essas taxas de juro eram inferiores, a dimensão dos mercados internacionais comparada à dos mercados locais e à capacidade de poupança do país levava as empresas a procurarem financiamentos externos.

De outro, elas pressionavam as empresas e os particulares a aplicarem seu dinheiro em seus próprios países, mesmo que fossem em contas-dólar — o caso do México é, deste ponto de vista, muito interessante —, em vez de transferi-lo ao estrangeiro (Paniagua-Ruiz, 1984a, 1984b).

Essa política econômica vai favorecer os pedidos de empréstimo nos mercados financeiros internacionais. Nesse sentido, se o endividamento tem como origem o funcionamento de regimes de acumulação excludentes devoradores de divisas (Salama, 1983), ele vai-se desenvolver graças à implantação de políticas cambiais e monetárias deste tipo, e isso ainda mais à medida que a supervalorização das moedas será superior ao efeito mecânico da subvalorização que o dólar sofria na época.

Mas bastará que a confiança na paridade seja alterada para que se assista a fugas maciças de capitais, a desvalorizações em cadeia, à fixação de taxas de câmbio subvalorizadas. Porém, antes de estudarmos as conseqüências de uma tal inversão, que se pode facilmente observar nos Gráficos 1 e 2, retornemos às razões — frequentemente ocultas — das políticas de supervalorização das moedas que esses países tiveram de 1975 ao início dos anos 80.

A supervalorização da moeda constitui um meio para os governos obterem divisas. Quando o crédito do Estado se torna abalado junto aos banqueiros internacionais e se segue uma deterioração das condições de empréstimo (alta do “spread”), torna-se interessante mandar fazer os empréstimos por intermédio de outros, principalmente pelas grandes empresas públicas:

- de um lado, o Estado incita as empresas a tomarem emprestado no Exterior, instituindo uma vantagem de câmbio e, algumas vezes, de taxas de juro;
- de outro, o Estado **tenta recuperar** o produto, ao menos parcial, desses empréstimos, uma vez financiadas as importações para as quais os mesmos foram feitos (ou temporariamente antes que estas importações sejam feitas e, se necessário, retardando-as), **emitindo certificados indexados não somente à taxa de inflação, mas também e sobretudo à cotação do dólar.**

Uma parte do passivo das empresas torna-se dolarizada devido aos empréstimos contraídos no Exterior, mas uma parte do ativo é igualmente dolarizada graças aos empréstimos feitos ao Banco Central.<sup>10</sup> Com o produto desses empréstimos, o Banco Central pode aumentar suas reservas<sup>11</sup> e tomar emprestado novamente em melhores condições e/ou financiar o serviço de sua dívida.

<sup>10</sup> Essa ligação não existiu em todos os países endividados. Em alguns deles, por exemplo, a Colômbia, somente o produto das exportações originou esse tipo de certificado. Os importadores deviam adquirir estes últimos para efetuarem suas compras no Exterior.

<sup>11</sup> Ver a série de artigos publicados em: *Le Système Monétaire International Face aux Déséquilibres*, ed. Economica, 1982.

**Essa política econômica estabelece uma ligação estreita entre endividamento externo e endividamento interno.** Trata-se aí de uma vinculação nova, frequentemente negligenciada nas análises.

As conseqüências dessa vinculação — dívida externa-dívida interna — são consideráveis. Vamos analisá-las em seguida.

## **2.2 — Em direção a uma soberania orçamentária e monetária cada vez mais reduzida**

A co-administração com o Fundo Monetário Internacional e a alteração da autonomia orçamentária e monetária são freqüentemente associadas. Os governos dos países mais endividados devem subscrever a certas obrigações: redução do déficit orçamentário e de algumas despesas públicas (subvenção aos produtos de primeira necessidade por exemplo), controle da massa monetária e de seus componentes e maior abertura às trocas externas associada a uma desvalorização drástica. É a partir da elaboração de programas desse tipo e de sua aplicação que eles obtêm, ao mesmo tempo, créditos do FMI e a possibilidade de iniciar discussões concernentes aos reescalamentos com os bancos internacionais.

Uma ingerência desse tipo na definição das políticas orçamentária, monetária e até mesmo industrial reduz consideravelmente a soberania do país. No entanto seria insuficiente limitarmo-nos a essa constatação sem procurar suas origens. O FMI impondo ou não, em totalidade ou em parte, a política de austeridade que ele preconiza, a soberania, contudo, é atingida nos seus fundamentos desde que uma relação específica se estabelece entre endividamento externo e interno. Nesse caso, com efeito, **a dívida externa dolariza uma parte substancial da dívida interna.**

A dívida interna dolarizada e sua evolução vão depender estreitamente da cotação do dólar e das taxas de juro, não se tratando de uma influência marginal, já que no Brasil, por exemplo, a dívida indexada à cotação do dólar se eleva a 12,0 bilhões de dólares (World Financial Markets, 1984), ou seja, o dobro da base monetária. O controle dessa fração dolarizada escapa aos governos, pois depende de parâmetros cuja determinação lhes é alheia.

A parte ocupada pelo serviço da dívida interna, no conjunto das despesas públicas, aumentará quando a cotação do dólar e/ou as taxas de juro subirem. A alta absoluta e relativa desses encargos financeiros pesa sobre os outros componentes das despesas públicas. Se a massa global das despesas públicas deve ser reduzida, a alta de um de seus componentes conduz a uma baixa mais acentuada dos outros. Os investimentos públicos e o orçamento de funcionamento são mais reduzidos do que o conjunto das despesas públicas.

Sistematizemos mais: se as despesas públicas dependem de uma política econômica definida pelo FMI (o Exterior) e se os encargos da dívida interna aumentam (devido ao Exterior), os outros componentes das despesas públicas constituem cada vez mais um **saldo**, e a detenção do controle nacional do orçamento reduz-se consi-

deravelmente. Tais mecanismos explicam porque as políticas deflacionistas preconizadas, até mesmo impostas pelo FMI, são na verdade muito mais importantes do que permitiria supor a simples leitura da redução do déficit orçamentário. A limitação desse déficit conduz a quedas drásticas de investimento e de funcionamento e, por conseguinte, a uma diminuição sensível dos honorários pagos aos agentes do Estado e a reduções consideráveis de empregos.

Mas uma situação desse tipo não poderia desenvolver-se linearmente por duas razões. A primeira diz respeito à evolução dos componentes das despesas públicas. Sua redução maciça não pode exceder certos limites. É essa constatação que faz o Banco Morgan quando observa: “(. . .) nem o aumento da contribuição ao fisco, nem as reduções de salário podem dar mais do que já deram (SIC)” (World Financial Markets, 1984, p. 10), ou quando salienta que o obstáculo reside hoje nos encargos da dívida dolarizada.<sup>12</sup> Desindexar a dívida interna dolarizada da cotação do dólar — como alguns preconizam — gera, no entanto, múltiplos problemas. A dificuldade principal reside nas conseqüências financeiras para as empresas que têm em carteira numerosos certificados contabilizados em dólar. Essa é a razão por que a solução desse tipo de problema passa plausivelmente pela transformação profunda do sistema financeiro, por uma desregulação mais acentuada e pelo surgimento de novos produtos financeiros cujo objetivo seria socializar a destruição (parcial, desindexando-os) desses títulos de crédito.<sup>13</sup> Mas a criação de novos produtos financeiros, tal como fazem os bancos americanos para socializar seus títulos de resgate incerto, e a transformação profunda do sistema financeiro jovem e frágil constituem objetivos extremamente difíceis de serem realizados no contexto atual (Monnier & Passadéos, 1984 e Dinebudak & Pastré, 1984). Eis porque outras soluções são buscadas, tais como as que consistem em indexar a cotação da moeda à cotação do dólar<sup>14</sup>, e assim eliminam o problema da dolarização parcial dos balanços e do orçamento, generalizando-o.

A segunda razão é mais diretamente política. Uma redução drástica das despesas públicas constitui um fator poderoso de empobrecimento. Desse modo, uma política deflacionista desse tipo é suscetível de provocar um **déficit de legitimação aumentado**. A contradição entre a instauração de governos mais democráticos do que os que os precediam de um lado e a perda de legitimidade que uma tal política de austeridade seria suscetível de provocar de outro se aguça. A possibilidade que esses governos têm de recorrer a soluções de tipo repressivo é, por enquanto, limitada, já que as últimas resultaram precisamente nos impasses atuais.

<sup>12</sup> O Banco Morgan registra: “The biggest, and so far insurmountable obstacle to reducing the overall deficit is the servicing of the enormous cruzeiro — denominated debt of the Brazilian public sector — almost of it indexed” (World Financial Markets, 1984, p. 7).

<sup>13</sup> Ver, por exemplo, Tavares (1984).

<sup>14</sup> Ver Tavares (1984).

O enfraquecimento da autonomia orçamentária provém, antes de mais nada, da perda de controle da gestão da dívida interna por causa da dolarização parcial. Passar pelas limitações que o FMI tenta impor apenas acentua esse enfraquecimento, mas não o provoca.

O aparecimento e o desenvolvimento dos pseudodólares desse tipo (certificados indexados) têm igualmente conseqüências muito importantes sobre a rentabilidade das empresas e repercutem, dessa forma, nas condições de vida dos assalariados. De um lado, ela tende a “financiarizar” mais as atividades de certas empresas (quer dizer, aumentar a participação dos ativos financeiros nos ativos totais) e, de outro, implica uma redução importante das massas salariais e, conseqüentemente, diminuição de salários e despesas.

As empresas que tomaram emprestado no Exterior sofrem uma dolarização de seu passivo. Quando a moeda local passa por desvalorizações em relação ao dólar, a dívida — expressa em moeda nacional — eleva-se, e os encargos financeiros aumentam. Os dados de que dispomos sobre a evolução dos balanços das empresas no México são eloqüentes, como se pode ver na Tabela 5.

Tabela 5

Impacto da variação de câmbio sobre ativo/passivo, vendas/passivo e juros/vendas para 17 grupos de empresas no México — 1981/82

(bilhões de pesos)

GRUPOS DE EMPRESAS	PASSIVO EM DEZ/81 (A)	PASSIVO EM MAR/82 (1) (B)	PASSIVO EM AGO/82 (2) (C)	ATIVO (D)	D/A	D/B	D/C	VENDAS (E)	E/A	E/B	E/C	JUROS (3) (F)	F/E
Alfa	76,2	122,4	189,6	120,8	1,6	0,98	0,64	62,7	0,82	0,51	0,33	31,9	0,51
Visa	55,1	74,4	102,5	76,6	1,4	1,0	0,75	40,5	0,74	0,50	0,40	27,3	0,67
Vitro	29,1	45,6	69,6	52,6	1,8	1,2	0,76	25,4	0,37	0,56	0,36	12,6	0,50
Desc	22,7	33,3	48,7	53,0	2,3	1,6	1,10	28,5	1,3	0,86	0,59	10,4	0,36
Cydsa	17,7	27,6	42,0	36,5	2,1	1,3	0,87	13,0	0,73	0,47	0,31	7,7	0,60
Celanesa	14,5	20,9	30,2	34,6	2,4	1,7	1,14	13,8	0,95	0,7	0,46	0,8	0,50
Cermoc	13,1	19,2	28,1	28,0	2,1	1,5	1,00	13,8	1,1	0,72	0,49	6,8	0,43
Toimex	8,8	13,9	21,3	24,8	2,8	1,8	1,20	10,0	1,1	0,7	0,47	3,8	0,38
Grupo Industrial													
Minero México	8,5	13,2	20,0	19,8	3,3	1,5	0,99	9,2	1,1	0,7	0,46	3,7	0,40
Peñoles	15,0	19,1	25,1	30,0	2,0	1,6	1,20	17,6	1,2	0,9	0,70	7,8	0,44
GISSA	8,3	12,4	18,4	19,0	2,3	1,5	1,03	6,2	0,7	0,5	0,34	3,8	0,61
Tamsa	16,2	20,6	27,0	33,8	2,1	1,6	1,3	8,1	0,5	0,4	0,30	8,4	1,0
Telmex	44,8	61,6	86,0	128,1	2,9	2,1	1,5	33,9	0,8	0,6	0,39	21,9	0,65
Fundidora	13,3	23,3	37,8	38,3	2,9	1,6	1,0	15,3	1,1	0,7	0,40	5,9	0,39
Mexicana de Aviación	13,2	23,0	37,3	25,5	1,9	1,1	0,68	14,7	1,1	0,6	0,39	5,0	0,34
Cananea	6,1	10,2	16,2	13,8	2,3	1,4	0,85	1,7	0,3	0,2	0,10	2,5	1,50
Somex (4)	26,3	36,6	51,6	42,5	1,6	1,2	0,82	25,5	0,96	0,7	0,49	12,7	0,50

FONTE: RELATÓRIOS DA BOLSA MEXICANA DE VALORES (s. d.)

RELATÓRIO ANUAL SOMEX (s. d.)

Tabela extraída de QUIJANO, Y. M. apud PANIAGUA-RUIZ, Rafael (1984b). *Etat et capital: le cas du mexique*. [s. l.], Université de Picardie.

(1) Taxa de câmbio de 48 pesos por dólar. (2) Taxa de câmbio de 80 pesos por dólar. (3) Estimados em 40% da taxa de juro. A estimativa foi feita a partir dos valores seguintes que exprimem um cálculo conservador: 15% de taxa de juro para os créditos em moeda estrangeira; 20% de variação na taxa de câmbio preferencial até dezembro de 1982; e 60% de taxa de juro para os créditos em moeda nacional. (4) Abrange 36 empresas

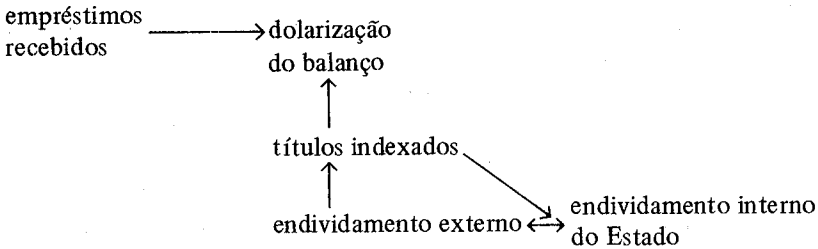
Encontra-se aqui em ação o mecanismo que acabamos de descrever da dolarização de uma parte da dívida interna. Mas aqui o caso é, ao mesmo tempo, mais claro e mais complexo. Mais claro à medida que os encargos financeiros representam uma parte crescente da destinação da mais-valia. O setor financeiro alimenta-se, cada vez mais, do valor criado no setor produtivo. Certamente essa evolução participa de um movimento geral que faz lembrar a justo título Chesnais (1984, p. 530) quando escreve: “(. . .) a modificação na repartição da renda americana (. . .) é a seguinte: os rendimentos obtidos dos empréstimos de dinheiro a juro representaram 5,1% da RN em 1970, 8,5% em 1980 e 9,6% em 1982”. Mas, retomando sua expressão, “o poder opressivo do capital rentista” é aqui bem mais importante, já que ele dependeu e continua a depender não somente das taxas de juro, mas igualmente da cotação da moeda “vis-à-vis” ao dólar. A reversão da situação a nível internacional é acompanhada de desvalorizações maciças, que ela provoca em parte, de uma **subvalorização quase sistemática das moedas** e, consecutivamente, de um aumento dos encargos da dívida, de uma acentuação do poder opressivo desse capital-dinheiro de empréstimo. E, segundo o princípio dos vasos comunicantes, a parte da mais-valia que poderia ser destinada aos investimentos reduz-se. Essa baixa relativa se transforma em baixa absoluta quando a massa da mais-valia aumenta insuficientemente ou se reduz. Isso se produz, a nível macroeconômico, quando políticas deflacionistas dominam e, a nível microeconômico, quando as reduções de investimento, provocadas pela insuficiência de financiamento, conduzem a perdas de competitividade das empresas.

O caso é igualmente mais complexo. É necessário distinguir várias situações: as empresas que adquiriram pseudodólares, as que não o fizeram ou adquiriram pouco, as que têm uma atividade exportadora importante e aquelas que não a tem.

Essas duas situações diferentes podem evidentemente se cruzar. Ao estudarmos a primeira situação, observamos que o encargo financeiro dolarizado correspondente ao saldo entre o ativo e o passivo dolarizados (em pseudodólar e em dólar). Quando o passivo (em dólar) excede o ativo (em pseudodólar), o encargo financeiro da dívida dolarizada é positivo, sendo negativo no caso contrário. Compreendemos, então, que as empresas possam ter interesse em “tornar mais financeiras” as suas atividades, comprando certificados indexados no mercado financeiro. Essas empresas obtêm um lucro dessa operação quando há evolução em direção a uma baixa da moeda local em relação ao dólar. Assim, em condições cada vez mais difíceis de realização de sua produção em consequência da redução do mercado interno, certas empresas podem ser incitadas a seguir esse caminho e a obter uma parte substancial de seu lucro de um capital que, em lugar de ser investido, se metamorfoseia em capital de empréstimo. Desse modo, essas empresas participam da “aspiração” da mais-valia produzida em outras empresas, dessa vez em seu proveito.

As empresas que têm uma atividade exportadora considerável apresentam menos dificuldades, já que uma parte de seu volume de negócios é dolarizada, e se beneficiam, então, da alta da cotação do dólar. Essa dolarização permite compensar, em parte ou totalmente, a dolarização de seu passivo.

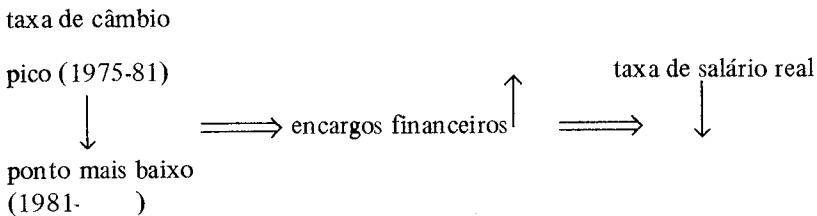
Resumindo, teremos o seguinte esquema:



O peso da dolarização é, dessa forma, função do saldo entre o ativo e o passivo dolarizados e da parte representada pelas exportações no volume de negócios.

As conseqüências dessa dolarização são consideráveis: por um lado, ela incita as empresas a “tornarem mais financeiras” suas atividades, como acabamos de ver, por outro, ela conduz a uma gestão diferente da força de trabalho. A dolarização do balanço pode conduzi-las — mas não necessariamente se a empresa “tornou mais financeiras” suas atividades ou trabalha para os mercados externos — a **buscar um “exutório” no empobrecimento de seus trabalhadores e/ou na alta dos preços.**

Pode-se estabelecer uma relação entre o **pico** (taxa de câmbio supervalorizada) e o **ponto mais baixo** (taxa de câmbio subvalorizada) da taxa de câmbio e a taxa de empobrecimento<sup>15</sup>. Quanto mais a taxa de câmbio diminui, mais existem pressões para fazer baixar o salário real. A influência da taxa de câmbio sobre a taxa de salário real torna-se cada vez mais importante, e isto parece ser uma particularidade das economias superendividadas.



<sup>15</sup> Em estudos precedentes, utilizávamos o termo “exploração” em lugar de “empobrecimento”. Aquele termo era inadequado, ou então teria sido necessário mostrar que a essa redução de salário iria corresponder um rebaixamento do valor da força de trabalho, o que era, no mínimo, prematuro. É por essa razão que preferimos utilizar o termo menos preciso “empobrecimento”.



A influência da taxa de câmbio sobre a taxa de salário real torna-se cada vez mais importante. Outras variáveis intervêm e podem se opor parcialmente a essa influência crescente. Trata-se da combatividade dos trabalhadores, da política social do Governo. Mas, visto a amplitude das desvalorizações efetuadas e sua freqüência repetida, o impacto de uma variação da taxa de câmbio adquire uma importância nova. Quando a redução das despesas com salários não é suficiente, tendo-se em conta a variação da taxa de câmbio e a resistência dos assalariados, a busca do lucro mínimo **passa por uma aceleração da alta dos preços**, no momento mesmo em que o objetivo das políticas de austeridade é reduzi-la.

Chegamos assim ao círculo vicioso seguinte: as políticas de austeridade são acompanhadas de desvalorizações importantes; estas se traduzem por um aumento de custos (importações e encargos financeiros crescentes), uma baixa da demanda efetiva, uma redução sensível da rentabilidade do capital, uma diminuição das despesas salariais, uma aceleração provável da alta dos preços, uma redução da taxa de crescimento da produção e até mesmo uma baixa desta última; a aceleração da alta dos preços, ou uma inflação ainda elevada demais, pode, por sua vez, conduzir a uma nova desvalorização que, de novo, agravaria os custos, etc.



A dolarização que as economias superendividadas sofrem traduz-se por uma perda de autonomia monetária e orçamentária e por uma redução das margens de manobra em matéria salarial. Essa situação só pode ser instável. Após os reveses econômicos e políticos dos regimes repressivos e após as mobilizações populares, a maioria dos governos caracteriza-se hoje em dia por uma maior legitimidade. Mas enfraquece-os o fato de se encontrarem confrontados com situações aparentemente sem saída. Se eles aplicarem as políticas econômicas preconizadas pelo FMI, não somente administrarão uma herança pela qual não são responsáveis, mas, assim procedendo, correrão o risco de perderem a legitimidade recentemente conquistada. Se não aplicarem as diretrizes do FMI, eles correrão muito provavelmente o risco de ter que sofrer as medidas de retorsão deste último e dos bancos, sem estarem necessariamente preparados para enfrentá-las. Uma tal situação só pode ser instável. Quanto mais ela durar, mais seu desfecho corre o risco de ser explosivo.

## Bibliografia

- ADDA, J. (1985). **Brésil-Corée do Sud: deux économies semi industrialisées face à la crise.** /s. n. t./. (mimeo).
- AGLIETTA (1984). Les régimes monétaires de crise. **Critiques de l'Economie Politique**, Paris, La Découverte, (26-7).

- CHESNAIS, François (1984). Quelques remarques sur le contexte mondial de la dette des pays en développement et la nature du capital prêté. *Revue Tiers-Monde*, Paris, Institut D'Étude du Développement Économique et Social, 25(99):517-32, juil./sep.
- CLINE, W. (1983). **International debt and stability of the world economy**. Washington, Institute of International Economics.
- DINEBUDAK, N. & PASTRÉ, O. (1984). Innovations technologiques et innovations financières aux Etats Unis: vers la disparition d'une industrie bancaire spécifique. *Revue Française d'Études Américaines*, /s. l., s. ed./, nov.
- THE ECONOMIST (1983). London, The Economist Newspaper, 31 mar.
- FERRER, A. (1984). Deuda, soberanía y democracia en América Latina. *Comercio Exterior*, Mexico, Banco Nacional de Comercio Exterior, 34(10):990, out.
- O GLOBO (30.6.83) apud SANTOS FILHO, Milton. **O financiamento internacional do Projeto Carajás**. Paris, I.E.D.E.S., 1985.
- LICHTENSZTEJN, L. (1978). Sobre el enfoque y el papel de las políticas de estabilización en América Latina. *Al Cide*, /s. l., s. ed./, n. 1.
- . (1983). América Latina en la dinámica de la crisis financiera internacional. *Al Cide*, /s. l., s. ed./, n. 10.
- . (1984). De las políticas de estabilización a las políticas de ajuste. *Al Cide*, /s. n. t./.
- MEJIA, J. A. Garrido et alii (1984). *Comercio Exterior*, 34(10):1002-3, out.
- MONNIER, Sabine & PASSADEOS, Christos. Gestion de l'insecurité financière et comportement des banques. *Revue Tiers-Monde*, Paris, Institut D'Étude du Développement Économique et Social, 25(99):701-10, juil./sep.
- OCDE (1984). **Endettement extérieur des pays en voie de développement**. Paris.
- PANAGUA-RUIZ, Rafael (1984a). Crise financière et problème de la dette: les limites de l'intervention publique entre 1978 et 1981. *Revue Tiers-Monde*, Paris, Institut D'Étude du Développement Économique et Social, 29(99):659-67, jul./aep.
- . (1984b). **Etat et capital: le cas du Mexique**. /s. l./, Universidade de Picardie.
- QUIJANO, J. M. apud PANIAGUA-RUIZ, Rafael (1984b). **Etat et capital: le cas du Mexique**. /s. l./, Universidade de Picardie.
- RELATÓRIO ANUAL DO BANCO MUNDIAL (s. d.). /s. n. t./.
- RELATÓRIO ANUAL SOMEX (s. d.). /s. n. t./.
- RELATÓRIO DA BOLSA MEXICANA DE VALORES (s. d.). /s. n. t./.
- SALAMA, Pierre (1983). Endettement et disette urbaine? **Critiques de l'Économie Politique**, Paris, La Découverte, n. 25.

- \_\_\_\_\_. (1984). France: le taux de change et sa manipulation. **Critiques de l'Économie Politique**, Paris, La Découverte, n. 29, out./dez.
- \_\_\_\_\_. (1984a). Endettement et accentuation de la misère. **Revue Tiers-Monde**, Paris, Institut D'Étude du Développement Économique et Social, 25(99):491-507, jul./sep.
- \_\_\_\_\_. (s. d.). **Detes et dollarisation**. Paris, Institut d'Étude du Développement Économique Social.
- TAVARES, Maria da Conceição (1984). Indexação total terá conseqüências imprevisíveis. **Economia em Perspectiva**, São Paulo, /s. ed./, dez.
- WORLD ECONOMIC OUTLOOK 1982(1983). /s. l./, International Monetary Fund.
- WORLD ECONOMIC OUTLOOK 1983 (1984). /s. l./, International Monetary Fund.
- WORLD FINANCIAL MARKETS (1983). /s. l., s. ed./, set.
- WORLD FINANCIAL MARKETS (1984). /s. l., s. ed./, out./nov.
- WORLD FINANCIAL MARKETS (1984). Stabilization policies in Brazil. /s. l., s. ed./, jun.