# *Abertura Econômica e dinâmica do Déficit Público pós Plano Real – o peso da componente financeira*

*Vanessa Petrelli Corrêa*[1]
*Fabio Bittes Terra*

**Resumo**: A análise acerca dos principais determinantes do movimento da Dívida Pública a partir de 1994 é um tema controverso, que tem gerado intensos debates, sendo que o argumento que é o mais utilizado é o de que a dinâmica perversa da dívida deve ser buscada no comportamento dos Gastos Primários, que não teriam sido devidamente controlados logo após a implantação do Plano Real. Contrariamente, o nosso argumento é o de que crescimento da Dívida Interna brasileira no período recente esteve principalmente articulado ao lado financeiro do déficit, especialmente ligado à política macroeconômica que interrelacionou: abertura financeira e juros altos. O argumento perseguido é o de que a nova inserção macroeconômica do país acaba por definir uma dinâmica perversa que relaciona JUROS INTERNOS X CONTAS EXTERNAS. Esta inexorável interrelação leva a uma forte vulnerabilidade externa, engendrando impactos constantes, sobre juros e/ou sobre o câmbio, o que gera crescimentos explosivos da Dívida Pública.

**Palavras chave**: política econômica, déficit público, desenvolvimento econômico.
**Economia e Estado – Sub área 11**

## *Introdução*

A análise acerca dos principais determinantes do movimento da Dívida Pública a partir de 1994 é um tema controverso, que tem gerado intensos debates (Giambiagi & Alem,1996; Rossi, 1987; Bevilaqua e Garcia, 1999), sendo que o argumento que é o mais utilizado é o de que esta questão não está relacionada ao movimento de abertura financeira. Segundo esta perspectiva, a dinâmica perversa da dívida deve, antes, ser buscada no comportamento dos Gastos Primários, que não teriam sido devidamente controlados logo após a implantação do Plano Real(Pastore, 2000; Pastore 2002).

Segundo este argumento, a queda da inflação, gerava a perda da Senhoriagem, o que se agregava ao crescimento da rigidez fiscal resultante da Constituição de 1988. Considerava-se que a inflação em níveis próximos de zero deveria vir acompanhada da redução dos gastos primários para que a Dívida Pública se mantivesse no patamar de 30% do PIB. A reforma fiscal era indicada como fundamental e a redução do superávit primário, é vista como o fator explicativo do movimento ascendente da Dívida.

Contrariamente, o nosso argumento é o de que o crescimento da Dívida Interna brasileira no período recente esteve principalmente articulado ao lado financeiro do déficit, especialmente ligado à política macroeconômica que interrelacionou abertura financeira e juros altos. Esta inexorável interrelação leva a uma forte vulnerabilidade externa, engendrando impactos constantes sobre juros e/ou sobre o câmbio, o que gera um crescimentos explosivos da Dívida Pública.

Para discutir esta questão o presente texto apresenta quatro seções. Na primeira delas, retomamos o movimento da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) no período imediatamente

---

[1] Professora do Instituto de Economia da Universidade Federal de Uberlândia e aluno do curso de Economia da mesma Universidade. Iniciante Científico PIBIC/Cnpq.

anterior à implantação do Plano Real para ilustrar a situação da dívida pública no início do Plano. A seguir, passamos a analisar os principais determinantes do movimento das Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP) e da Dívida Líquida do Setor Público. Pós implantação do Plano Real. Para desenvolver este estudo, na segunda seção, apresentamos a análise do período 1994 a 1999, fase em que se articula o processo de abertura financeira com regime de câmbio controlado. Na terceira seção analisaremos os principais condicionantes do período 1999-2004. A primeira fase será mais detalhada, pois o nosso intuito é mostrar como crescem os passivos financeiros de uma forma inexoravelmente vinculada à engrenagem macroeconômica montada. A idéia é destacar que estes passivos, uma vez montados, são de difícil reversão. Neste sentido, a terceira seção tem o intuito de mostrar que a mudança de regime de câmbio e a adoção de um controle severo sobre as contas primárias não é capaz de desmontar a armadilha sobre as contas públicas. Na quarta seção, traçaremos considerações finais.

## *1- O período imediatamente anterior à implantação do Plano Real.*

Quando analisamos o comportamento da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) um dos fatos importantes a mencionar é que, até 1993, a Dívida Externa do Setor Público se apresentava superior à Dívida Interna (Gráfico 1), sendo que até meados dos anos 1980 ambas se colocavam numa trajetória de crescimento. Observa-se que os altos patamares da dívida eram fortemente influenciados pelo movimento da Dívida Externa e a relação DLSP/PIB passa a ser usada como um dos indicadores internacionais da dificuldade de solvência do Estado na crise externa do início dos anos 1980. Até 1984, o indicador comentado sobe do patamar de 20% para 50%, movimento associado: a um baixo crescimento do PIB; aos déficits fiscais da época; à desvalorização cambial de 1983, que elevou o valor da dívida externa medida como percentagem do PIB.

A partir de 1984, começa a haver uma inflexão deste movimento, ocorrendo uma queda na Dívida até 1993. A redução é explicada inicialmente pela diminuição da Dívida Externa, movimento seguido pela queda da Dívida Interna.

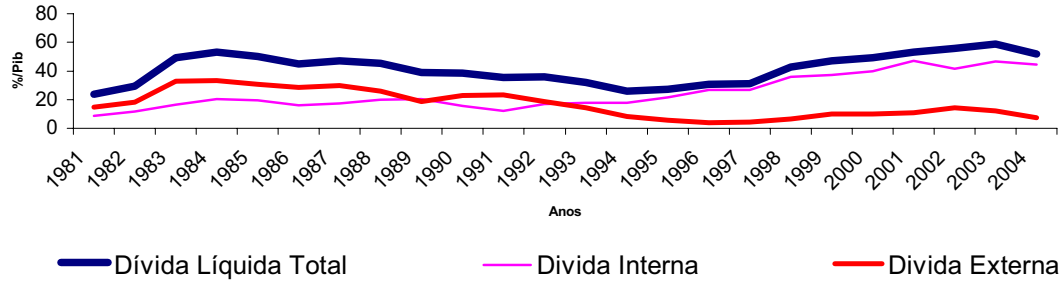
No que tange à Dívida Interna, desde o início da década de 1980 e até 1989 apresentam-se expressivos déficits fiscais[2]. Entre 1981 e 1990 houve um crescimento significativo: nas Despesas com Pessoal e nas Despesas com Previdência e isto se exacerba após a Constituição de 1988

[2] No que tange à análise dos Gastos Primários, o estudo detalhado quanto aos determinantes da piora do resultado fiscal nos anos considerados fica dificultado pelo fato de que não há dados da execução fiscal "acima da linha" para a primeira metade da década e também pelas diferenças metodológicas entre as informações da contas nacionais e a apuração do déficit feita pelo Banco Central (GIAMBIAGI & ALÉM, 1996)

(Giambiagi,1997) , que determinou uma maior rigidez para os Gastos Públicos.

Mesmo considerando esta questão, indicamos que a dinâmica financeira da dívida já se apresentava como um fator essencial do crescimento da mesma. Entre 1980 e 1989 os gastos com juros reais apresentam-se em patamares médios de 5% do PIB, ainda que na maioria dos anos tenha se apresentado um superávit primário. Seguimos a interpretação de que, já aí é o perfil da Dívida Mobiliária Federal – pós-fixada, ligada à correção monetária, à taxa de câmbio e posteriormente à taxa Selic que explica o referido patamar.

**Gráfico 1-Dívida Líquida do Setor Público Anual 1981 a 2004 (em%/Pib)**




A conjunção da piora do Resultado Primário e do movimento dos Juros Reais Líquidos, levam a que as NFSP (conceito operacional) aumentem ao longo da década de 1980. Isto puxa o crescimento da Dívida Liquida até 1989.A partir deste ano há uma reversão da situação anterior: o Resultado Primário do Setor Público começa a apresentar superávits crescentes e os Juros Reais apresentam patamares mais baixos do que os que se verificaram na década de 1980.

Quanto à melhora do Resultado Primário, mesmo considerando o crescimento da rigidez dos mesmos, é preciso qualificar os dados. Ainda que a performance fundamental dos Gastos Públicos deva ser analisada a partir do Conceito Operacional, o Conceito Nominal nos permite analisar a questão de que parte das Necessidades de Financiamento do Setor Público passa a ser, de fato, coberta com a Receita de Senhoriagem, que é alta quando a inflação é crescente (Pastore, 1995). Então, parte da melhora do referido resultado primário tem a ver com esta receita. Como conseqüência, a DLSP cai até 1994, movimento conjugado também à queda da Dívida Externa.

No que tange a esta última, quando se implanta o Plano Real esta questão se apresntava como relativamente equacionada por conta da renegociação da Dívida Externa antiga através do Plano Brady. Com isto, a parte da Dívida Pública a ser paga em dólar passa a ser muito menor e o indicador DLSP/PIB passa a ser fortemente influenciado por fatores referentes a pagamentos em moeda nacional.

Chega-se então a uma relação DLSP/PIB no níves de 30%, considerado internacionalmente como aceitável.

Após a implantação do Plano Real a performance dos Gastos Públicos saiu de uma situação de relativo controle (dívida interna e externa) para um movimento de crescimento constante, condicionado, principalmente, pela dívida interna. Se, de um lado, o resultado a ser analisado deve levar em conta o comportamento do Resultado Primário das Contas Públicas, o que queremos destacar é que a dinâmica que envolve a expansão das reservas internacionais, articulada aos altos juros internos são componentes essenciais do crescimento da Dívida Pública. Para discutir estes elementos a seguir traçamos a explicação separando-a em dois períodos, correspondentes à mudança do regime cambial: o período 1994/1998 e o período 1999/2002.

Iremos analisar com mais detalhes o primeiro período, para destacar que aí se geram as condições de crescimento dos passivos públicos que, uma vez assumidos se tornam de difícil e custosa reversão.

## *2 - O movimento geral da dívida no período 1994/1998 – a montagem de novos passivos financeiros*

**Tabela 1- Dívida Líquida do Setor Público/ PIB em %**

| Meses/Anos | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **janeiro** | 32,3 | 29,4 | 32,0 | 34,5 | 35,3 | 51,8 |
| **junho** | 34,1 | 28,6 | 34,3 | 33,4 | 38,1 | 45,8 |
| **dezembro** | 30,0 | 30,6 | 34,5 | 34,5 | 42,6 | 47,0 |

**Fonte:** BACEN

### 2.1- O movimento dos gastos primários

No primeiro período considerado verifica-se inicialmente uma queda do Superávit Primário e, ao mesmo tempo, vemos a conta juros mantendo-se em patamares semelhantes aos observados anteriormente, sendo que após a crise da Ásia o patamar sobe abruptamente. (Tabela 2) Vejamos os determinantes destes resultados.

No ano de 1994 e até maio de 1995 as condições das Contas Primárias (NFSP) melhoram, pois entre janeiro e julho de 1994 a alta inflação foi um mecanismo importante para garantir os bons resultados fiscais primários (Pereira,1999).

A partir de 1994 o superávit primário aumentou, graças ao crescimento das receitas.No que tange ao Resultado Operacional, entre julho de 1994 e maio de 1995 houve aumento dos gastos financeiros com a Dívida em termos reais, mas a melhora do superávit primário garantiu também uma melhora do Resultado Operacional, fechando-se o ano com um superávit de 1,37% do PIB (tabela 2)

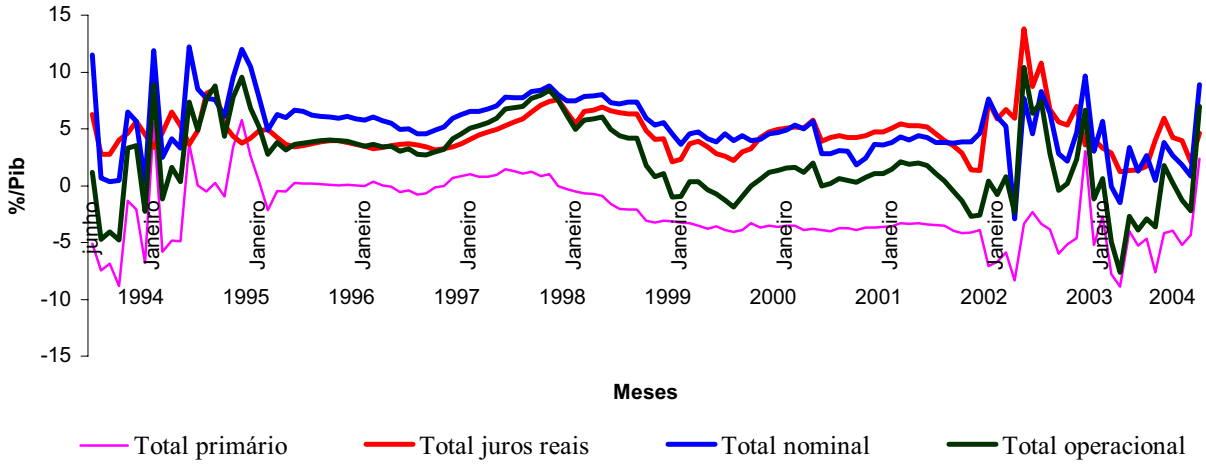
**Tabela 2 –Necessidade de Financiamento do Setor Público/PIB (em %)**

| Discriminação | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Resultado Nominal** | 45,5 | 7,18 | 5,87 | 6,11 | 8,03 | 5,57 | 4,57 | 3,61 | 4,61 | 9,64 | 8,9 |
| **Resultado Operacional** | -1,37 | 4,88 | 3,75 | 4,29 | 7,54 | 1,05 | 1,18 | 1,04 | -2,6 | 6,64 | 6,95 |
| **Resultado Primário** | -5,29 | -0,36 | 0,09 | 0,92 | -0,01 | -3,1 | -3,5 | -3,7 | -3,9 | 3,05 | 2,35 |
| **Juros Reais** | 3,92 | 5,24 | 3,66 | 3,37 | 7,55 | 4,13 | 4,72 | 4,72 | 1,32 | 3,59 | 4,6 |

**Fonte**: BACEN

Depois de maio de 1995 a trajetória das contas primárias passa a mudar.Entre junho de 1995 e dezembro de 1996 se apresenta uma deterioração da situação fiscal (Gráfico 2).O superávit do PIB em junho de 1995 foi revertido para um déficit de 0,09% do PIB no final de 1996, sendo que e em 1997 a deterioração fiscal do ponto de vista das contas primárias permanece, atingindo 0,92% do PIB.Entre 1994 e 1998 observa-se, paralelamente, um crescimento paulatino da Dívida Líquida do Setor Público (Tabela 1) especialmente após a Crise da Ásia, em 1997 e com mais força após a Crise da Rússia, atingindo-se o patamar de 42,6% no final do ano de 1998.

**Gráfico 2- Necessidades de Financiamento do Setor Público Agosto de 1994 a 2004**
**Mensal (em%/Pib)**




Durante este mesmo ano faz-se forte ajuste nas contas primárias, com o intuito de gerar recursos para contrarrestar a escalada da Dívida, a partir do argumento de que o relaxamento dos gastos fôra um dos importantes elementos geradores do crescimento da mesma (Pastore, 2002). A

partir daí, entre 1998 e 1999 se apresenta o movimento de volta dos superávits primários, chegando-se ao nível de 3,1% do PIB neste último ano.

A nossa observação é de que a análise sobre as causas da deterioração das contas públicas pode ser efetuada sobre outro prisma: o de que a questão central da deterioração das contas públicas está no lado financeiro do déficit. Pelo Gráfico 2 podemos observar que o movimento dos Gastos com Juros é o principal componente do resultado crescente das Necessidades de Financiamento do Setor Público.

O nosso ponto é o de que a magnitude da Dívida Mobiliária e o patamar dos juros cobrados estão vinculados indelevelmente ao perfil do ajuste macroeconômico implantado em contexto de abertura financeira anteriormente citado. Destacamos que a expansão das NFSP e conseqüentemente da DLSP se relaciona fortemente com fatores financeiros: i) com o perfil da Dívida Mobiliária e os altos juros exigidos pela engrenagem macroeconômica montada; ii) com o movimento expansivo das Reservas Internacionais no início do Plano; iii) com o baixo crescimento do PIB resultante da mesma política macro. Vejamos estes aspectos.

**2.2- Os determinantes financeiros do déficit**

2.2.1- Abertura financeira e dinâmica dos juros

No caso específico da economia brasileira, a estabilização dos índices inflacionários deu-se em conjunto com o processo de abertura comercial e financeira. A melhora das condições do endividamento Externo e Interno, conjugada com a abertura econômica que se implantara se confrontaram com uma ampla liquidez internacional no período imediatamente anterior ao Plano. Como não se efetivou inicialmente um controle sobre o câmbio, o forte ingresso de capitais foi responsável pela sobrevalorização da moeda nacional, que marcou a implantação do Plano de Estabilização e facilitou o sucesso do mesmo (Tavares, 1998).

Para além das mudanças do lado da Balança Comercial, que passa a ser fortemente deficitária, uma das questões essenciais que queremos chamar a atenção refere-se ao fato de que o movimento de abertura muda a composição da Conta Capitais. Como a estabilização se dá em momento de liquidez internacional, a atração de capitais de curto prazo é imediata.

No entanto, é preciso perceber que não bastou a estabilização do patamar da Dívida Pública em níveis de 30% do PIB para atrair estes capitais, sendo que o modelo econômico adotado envolve uma política de atração mais explícita, que envolve o ajuste dos Juros Internos aos níveis requeridos pelos capitais (domésticos e internacionais). Isto por que em mercados abertos os capitais podem fluir livremente e se dirigirão para ativos menos seguros apenas se estes apresentarem uma rentabilidade extra. A partir daí, especialmente os capitais de curto prazo terão interesse em se dirigir para aplicações

vinculadas a determinado país periférico, somente se os juros oferecidos mais do que compensarem a expectativa de rentabilidade (em dólar) que eles têm em mercados mais seguros.

Para medir o interesse dos títulos (públicos e privados) de um determinado país e a rentabilidade mínima em dólar requerida pelos capitais para deterem tais papéis, usa-se como parâmetro os Títulos da Dívida Externa Soberana, que são considerados os títulos mais confiáveis de qualquer país sendo que geram rentabilidade em dólar. A comparação entre a rentabilidade dos papéis soberanos de vários países é então a base para a definição do direcionamento dos recursos a serem aplicados pelos detentores de capital.

Concretamente, a diferença entre a taxa paga pelo T-Bond (título soberano dos Estados Unidos) - tido como o título mais seguro dentre todos - e a dos Títulos Soberanos do país considerado é o que se convencionou chamar de Risco País. No caso específico do Brasil, o indicador que reflete o Risco País é medido pelo índice Embi+ Brasil, calculado pelo J. P. Morgan, que leva em conta 18 Títulos da Dívida Externa brasileira, sendo o principal deles o C-Bond, que tem o maior peso no índice.

Em condições de forte abertura financeira este índice passa a ter um papel essencial na determinação do nível da taxa de Juros interna. Isto porque, não apenas os capitais internacionais têm mobilidade; também os capitais nacionais podem se deslocar sem barreiras. Nas condições citadas, para manter os capitais (nacionais ou estrangeiros) e atrair novos, é necessário oferecer papéis que gerem a rentabilidade mínima requerida, medida pelo Risco País.

Se o título tiver uma remuneração em moeda local, é preciso agregar ainda o movimento esperado do câmbio. O risco de câmbio é medido pelas projeções das desvalorizações cambiais no mercado futuro de câmbio ou pelas taxas dos *swaps* entre juros domésticos e câmbio (Pastore, 2000; Garcia & Olivares, 2000).

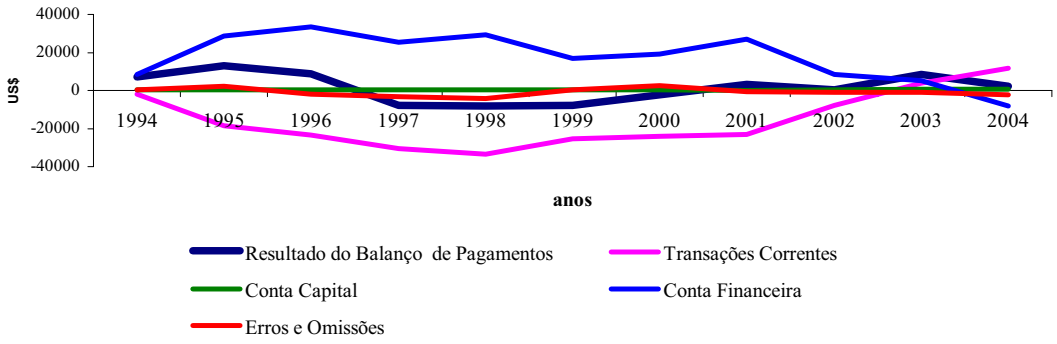
A partir daí, na situação de câmbio controlado, são as taxas de juros que se movem para garantir os movimentos do cupom cambial. Os Juros ofertados pelo país, como forma de atrair capital, mantê-lo internamente à economia e evitar saídas especulativas, devem ser aqueles que permitam oferecer um cupom cambial capaz de cobrir o Risco-Brasil e o Risco de Câmbio, sendo que estes patamares podem estar ligados a fatores eminentemente expectacionais. Nesta situação, as taxas de juros só podem declinar nos seguintes casos: i) se declinar o Risco-Brasil, o que depende em parte das expectativas dos mercados financeiros internacionais; ii) caso se reduza as projeções das desvalorizações no mercado futuro de câmbio. É por esta articulação então, que as taxas de Juros Nominais e Reais tendem a ser mais altas nos regimes de câmbio controlado, como o adotado no Brasil até 1999.

Após 1999, podemos dizer que a política de estabilização passa para uma nova etapa: migra-se do regime de âncora cambial para o de câmbio flexível[3] e aí mudam os focos de manejo da Política Econômica, o que será comentado mais à frente..

O que queremos destacar é que quando o Banco Central trabalha com Metas para as taxas de câmbio, os choques externos são absorvidos pela taxa de juros. No que tange à lógica dos fluxos de capital, na situação em que se considera um país sem moeda forte e grande grau de abertura financeira estabelecida após um longo período de controle, os capitais de curto prazo têm o potencial de dominar os fluxos externos, caso se esteja em período de liquidez internacional. No caso do Brasil, como se pode verificar pelo Gráfico 4, até 1995 observa-se expressivo ingresso pela conta Outros Investimentos e pelos Capitais em Carteira, que dominam o fluxo até 1996.

A abertura gera, não apenas a mudança do perfil dos fluxos, como também o rápido aumento do patamar dos mesmos. O forte ingresso inicial de capitais traz consigo necessidades crescentes de recursos para fechar o Balanço de Pagamentos, tendo em vista o crescimento inexorável da Conta Serviços, fazendo com que necessidade de atração de capitais seja cada vez mais forte.

**Gráfico 3- Resultado do Balanço de Pagamentos (1994-2004) US$ Mlihões**

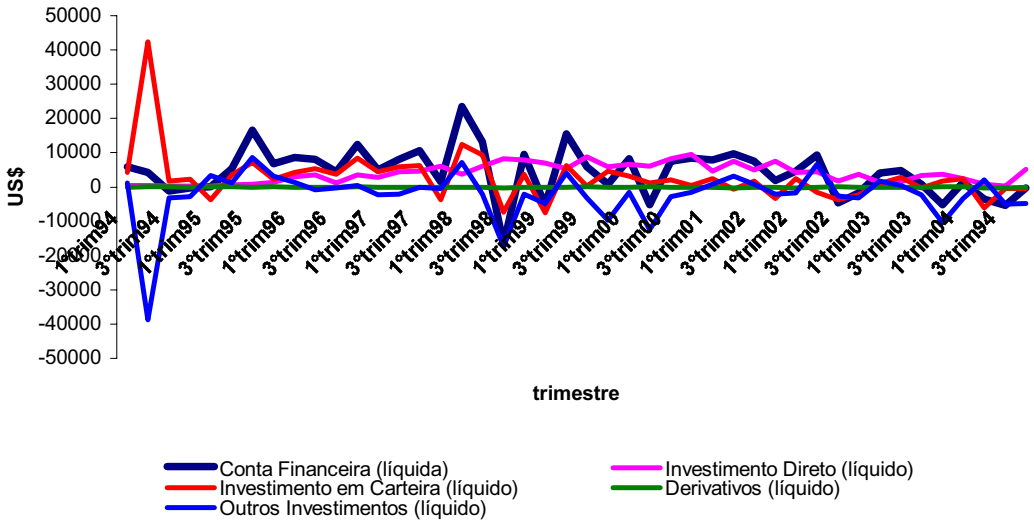



Quando, paralelamente a isto, se somam déficits na Balança Comercial resultantes da sobrevalorização do câmbio no início do Plano, verificamos que o patamar do Déficit em Transações Correntes cresce rapidamente. Passamos de um Déficit da ordem de US$ 673 milhões em 1993 para o patamar de US$ 30.452 em 1997.(Gráfico 3). Este é um dos passivos que se cristalizam já de início e, nesta situação, a dinâmica dos Juros Internos passa a ficar subordinada à lógica da atração dos capitais.

[3] - Para um estudo comparado entre México, Brasil Argentina e Venezuela acerca dos princípios da política de taxa de câmbio nestes países, vide Corden (2001) e também Roett (2001). Para um estudo do caso da migração da âncora cambial para o regime flexível no Brasil, vide Cardoso (2001), destacando-se que nesta discussão o ajuste fiscal é visto como ponto central ao processo.

No que tange aos ingressos de recursos, tanto a conta Outros Investimentos quanto a de Investimentos em Carteira, são dominadas por capitais altamente voláteis, que são influenciados por elementos de expectativas (Gráfico 4). Qualquer mudança de conjuntura internacional acaba por afetá-los.Estas contas apresentam entradas positivas de capitais até meados de 1997, sendo que a partir daí apresentam uma inflexão: os Investimentos em Carteira passam a cair e os Outros Investimentos, não só têm o mesmo movimento, como se tornam negativos a partir de 1997. Mesmo considerando o aumento do ingresso de capitais da conta Investimento Direto Líquido, observa-se que a queda de recurso das outras duas contas faz com que o resultado da Conta Financeira do Balanço de pagamentos fique aquém do Déficit registrado em transações correntes entre 1997 e 2000, período em que se perdem reservas.

**Gráfico 4- Conta Financeira (1°trim94 - 1°trim04)**




Fonte: Bacen

No caso da conta Outros Investimentos, a conta Moeda e Depósitos (de brasileiros e de estrangeiros) é uma daquelas que apresenta forte volatilidade. No período pós-crise do México e nas crises da Ásia e a Crise da Rússia estes capitais apresentam um movimento de saída abrupta de capitais. Após a Crise da Rússia a média de recursos que ingressam por esta conta (quando ocorrem) é muito baixa, mas o potencial de saída continua alto.

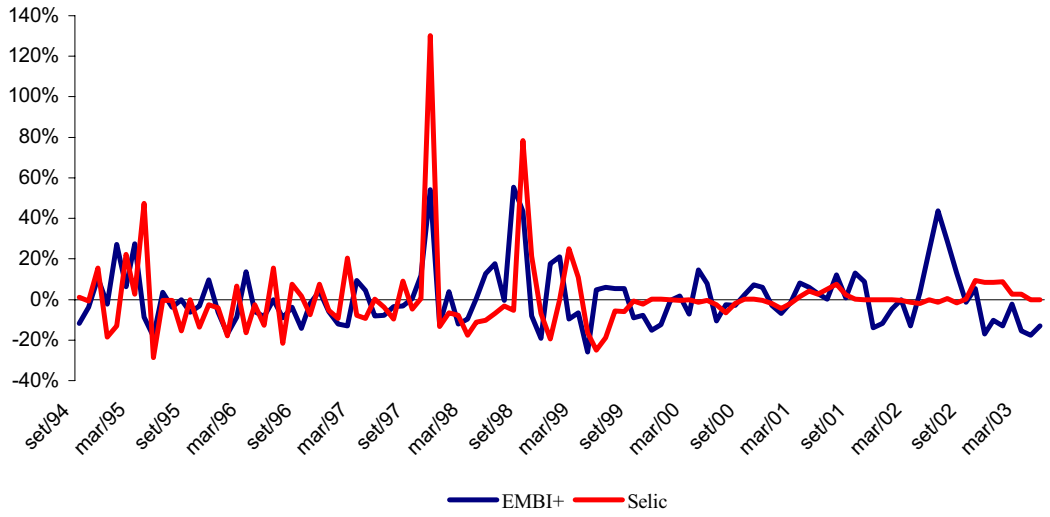
Os movimentos potencialmente negativos destes capitais de curto prazo são ainda reforçados pela redução de ingresso dos créditos comerciais, que também revertem rapidamente: passam de um ingresso positivo de US$ 12.337 milhões em 1996 para US$ 1.045 milhões em 1997 e para uma saída de US$ 7.284 milhões em 1999. Estes dados nos mostram que, não são só os fluxos de Investimento

em Carteira que apresentam a maior volatilidade. A conta Outros Investimentos gera fluxos de saídas negativas a partir da Crise do México e mais fortemente depois da crise da Ásia.

Por outro lado, quando analisamos os Investimentos em Carteira, observamos que são eles os principais atratores de capitais até 1997, e estes são primordialmente explicados por Investimentos Estrangeiros em Carteira, especialmente os negociados no exterior. Estes apresentam recuo na crise da Ásia, na crise da Rússia e na mudança do regime cambial brasileiro, indicando que nos momentos de crise internacional há um efeito contágio e gera-se uma fuga dos papéis brasileiros negociados no exterior, causando queda nos preços dos mesmos e um conseqüente aumento no Risco País.

A queda conjunta de Investimentos em Carteira e Outros Investimentos dá-se justamente quando as necessidades de recursos para o fechamento do Balanço de Pagamentos em Transações Correntes exige forte ingresso de capitais. Mesmo a política de atração de Investimentos Diretos pela via das privatizações e de facilitação de fusões e aquisições no setor serviços (principalmente bancos) não é suficiente para gerar os recursos requeridos. O papel da política de Juros como elemento de manutenção do capital e de atração se coloca como a única saída, quando se opta pela continuidade do regime de bandas cambiais com forte abertura financeira, o que ocorreu até 1999**.**

**Gráfico 5: Variação Mensal do índice EMBI + Brasil e da Taxa Selic**

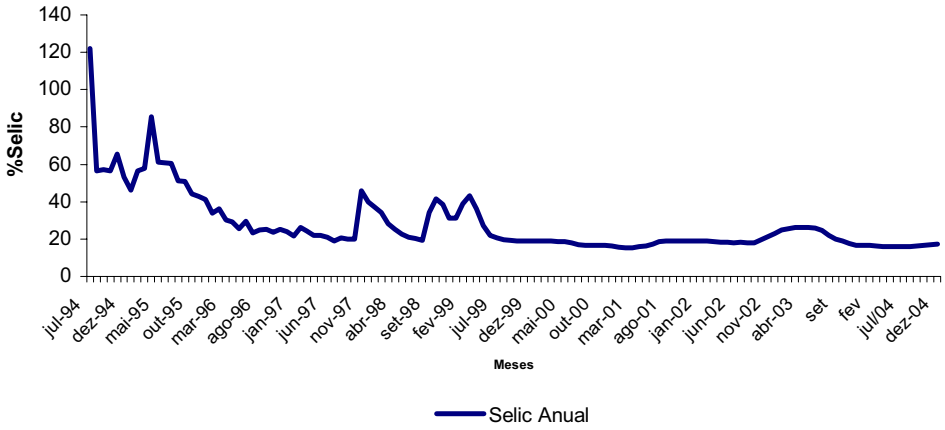



O que destacamos é que ajuste macroeconômico adotado exige que no período de câmbio controlado os Juros se ajustam quando o Risco-Brasil se eleva (Gráfico 5) e que este ajuste se opera para evitar uma fuga de capitais, sendo que a magnitude deste aumento deve compensar também o

crescimento do risco de câmbio. Este movimento pode ser percebido pelo Gráfico 5, no qual se observa a forte correlação entre as variações do índice EMBI+ Brasil e a taxa Selic.

Então, observa-se que, a partir desta lógica de ajuste, o nível de Juros requeridos para atrair os capitais em situação de abertura financeira e controle do câmbio foram muito elevados. No que tange à taxa Selic, em agosto de 1994 a mesma estava no patamar de 56,46%aa. Começa a baixar e sofrem alteração na crise do México, conforme podemos observar pelo Gráfico 6. Continuam a cair, atingindo o patamar de 19,8% aa antes da crise da Ásia.

**Gráfico 6-Taxa Selic Nominal Mensal Anualizada**
**1994 a 2004**




Em resposta ao crescimento do Risco País e do Risco de Câmbio resultante do efeito contágio, os juros se elevam para 45,9%. Este comportamento se observa posteriormente na crise da Rússia e no período imediatamente anterior à mudança do Regime cambial. Estes juros geram impactos profundos sobre a Dívida Pública, especialmente a partir do momento que a Dívida Mobiliária passa a ser majoritariamente composta por títulos pós-fixados. Mas, o impacto não se dá apenas aí, pois como se sabe as taxas pré-fixadas se formam a partir da taxa Selic no ato da contratação. É neste cenário, inclusive que se recorre ao FMI, em 1998, obtendo-se recursos da ordem de US$19,7 bilhões, com o compromisso da obtenção de uma meta de superávit entre 2.6% para aquele ano e 3% para o ano do fim desse acordo (2001).

2.2.2- O perfil da Dívida Mobiliária Federal

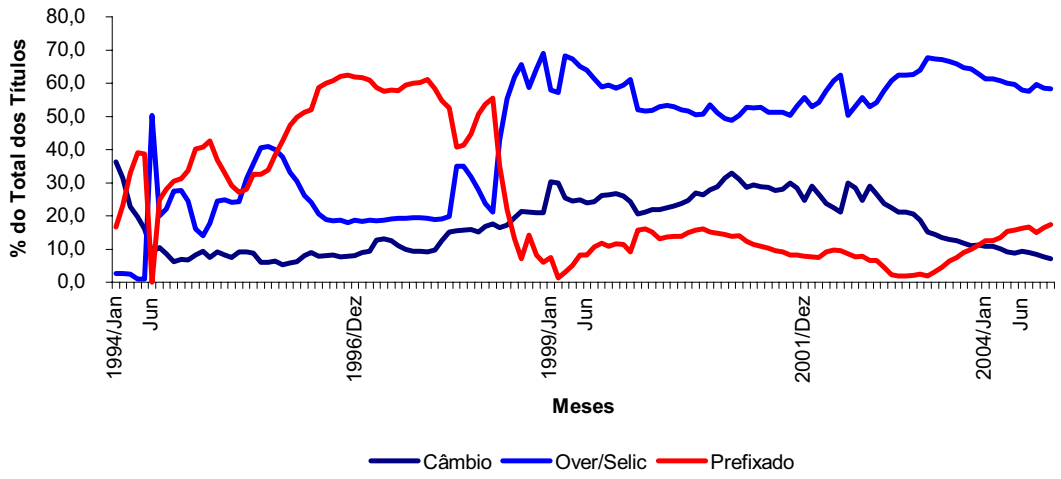
No início da implantação do Plano Real a maioria da Dívida Mobiliária era composta por títulos pós-fixados (69%) e maturidade média do conjunto dos mesmos era de quatro meses. Logo de início, tendo em vista o controle da inflação, conseguiu-se reverter esta situação: a maioria dos títulos passou a ter correção pré-fixada (Gráfico 7 ) e o prazo médio subiu para 8 meses em 1996.

Isto por um lado é positivo, mas por outro, em termos do impacto sobre o Gasto com Juros, observa-se que os títulos de longo prazo do Tesouro foram colocados a uma taxa mais alta do que a dos títulos de curto prazo.

Esta mudança de perfil ocorreu no momento em que se apresentava uma redução gradual da Taxa Over/Selic. Os agentes compradores aceitaram o alongamento da dívida, mas exigiram o patamar de Juros da época da contratação, que era mais alto do que viria a ser no período imediatamente posterior. A perspectiva de ganhos com esta estratégia era altamente positiva, na medida em que os agentes detentores de capital esperavam uma trajetória declinante das taxas de Juros e os títulos de prazo mais longo pagavam taxas superiores. Neste sentido, houve uma melhora do perfil da Dívida no que tange aos prazos, mas isto levou a um aumento do custo de financiamento da mesma (Costa da Silva et al, 2000).

Então, observamos que no início do Plano Real a Dívida Mobiliária foi basicamente contratada por títulos pré-fixados, mas rendendo juros muito altos.Os Juros Reais médios entre 1994 e 1995 ficaram na casa dos 26%aa. Após a Crise do México estes juros começaram a cair e entre 1995 e 1997 ficaram em 16,6%[4].A trajetória foi interrompida pelo advento das Crises da Ásia e da Rússia, que geraram um ajuste nos Juros para conter a fuga de capitais.

**Gráfico 7- Títulos Públicos Federais Posição por Indexadores mais importantes 1994 a 2004 (em % do total dos títulos)**




Outro elemento essencial do processo se refere ao perfil dos novos títulos lançados. Após a crise da Ásia, quando a trajetória dos juros inverte o seu sentido e começa a crescer, os detentores de

[4] - No seu nível mais baixo durante o período de câmbio fixo. O interessante a observar é que a partir destes dados, PASTORE (2002) argumenta que foi o baixo desempenho das contas primárias do Governo que explica porque a dinâmica da Dívida Pública foi explosiva.

capital passam a exigir títulos pós-fixados, com correção pela taxa Selic e também pela taxa de câmbio. Este último passa a ser demandado à medida em que os desajustes das contas externas geram a expectativa de que a desvalorização cambial tenderia a vir rapidamente.

À medida que se aprofunda o desajuste das contas externas, a necessidade do ingresso de divisas se apresenta em níveis cada vez maiores e o atrelamento entre os Juros internos e internacionais fica cada vez mais estreito, sendo que nos períodos de crise mais aguda os agentes detentores de riqueza (nacionais e estrangeiros) passam a exigir, não apenas altos patamares de juros, como também títulos indexados à variação do dólar para *hedge*.

Então, a partir daí e até 1999, qualquer desajuste nas contas externas (fortemente dominada por capitais voláteis) gerava impactos sobre os Juros, e isto gerava impactos imediatos sobre a Dívida Pública. A partir daí, é preciso observar o movimento das Necessidades de Financiamento do Setor Público sob o conceito nominal e não apenas o operacional.

2.2.3- Abertura financeira e o impacto das Reservas sobre a dívida

Posta a lógica de ajuste dos juros e do perfil da dívida mobiliária que nos mostram que a contratação de uma dívida envolve um passivo pesado, passível de gerar novos passivos por conta da rolagem, resta destacar ainda outro elemento ligado diretamente à engrenagem macroeconômica adotada: aquele ligado ao papel da política monetária em situação de excesso de entrada de recursos. De fato, um elemento central do aumento do lançamento de títulos públicos no início do Plano tem a ver com o patamar alcançado pelas Reservas Internacionais (Tabela 3), tendo em vista o excesso de ingresso de capitais voláteis atraído pelo movimento de abertura e pelos altos Juros adotados.

**Tabela 3 – Balanço de Pagamentos Sintético 1993/2002 - em US$ milhões**

| **Períodos** | **1994** | **1995** | **1996** | **1997** | **1998** | **1999** | **2000** | **2001** | **2002** |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| B C. | 10466 | -3466 | -5599 | -6753 | -6575 | -1199 | -698 | 2642 | 13126 |
| Serviços | -14692 | -18541 | -20350 | -25522 | -28299 | -25825 | -25048 | -27493 | -23273 |
| Transf. Unil. | 2414 | 3622 | 2446 | 1823 | 1458 | 1689 | 1521 | 1638 | 2390 |
| **T C.** | -1811 | -18384 | -23502 | -30452 | -33416 | -25335 | -24225 | -23213 | -7757 |
| **Capital e Fin.** | 8692 | 29095 | 33968 | 25800 | 29702 | 17319 | 19326 | 27925 | 12003 |
| **Variação Reservas*** | 7215 | 12919 | 8666 | -7907 | -7970 | -7822 | -2262 | 3307 | 302 |

Fonte: Boletins do Banco Central –vários números – Dados ajustados

O aumento do lançamento de títulos públicos relacionado à expansão das Reservas está ligado à atuação do Banco Central. No Brasil, como se sabe, este Banco é o responsável pela regulamentação dos fluxos cambiais. Como executor da política cambial, atua no mercado interbancário quando quer interferir na taxa de câmbio e pode adquirir os excedentes gerados neste mercado ou suprir eventuais necessidades. A intervenção no mercado de câmbio se dá por meio de crédito ou débito na conta de

reservas bancárias da instituição que comprou ou vendou as divisas e afeta a Base Monetária, que é um dos componentes da Dívida Líquida do Setor Público.

**Tabela 4- Fatores condicionantes da Base monetária – fluxos trimestrais em R$ milhões**

| Fatores /Fase | Tesouro Nacional | Op. Com Títulos Fed. | Setor Externo | Assis. Fin. de Liquid. | Outras Contas | Variação da Base |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 1994 III | -2390 | 14294 | 172 | 251 | -2716 | 9611 |
| IV | -3342 | 9529 | -3052 | 4365 | -2595 | 4896 |
| 1995 I | 9 | 5542 | -4158 | -2094 | 1402 | 2102 |
| II | -3807 | 3484 | 786 | -2369 | 267 | 1639 |
| III | 774 | -21336 | 13622 | 1117 | 5334 | 489 |
| IV | -957 | -2294 | 4650 | 5618 | 1209 | 8228 |
| 1996 I | 3321 | -14035 | 4425 | 968 | -174 | -5396 |
| II | 3487 | -12800 | 3446 | 4983 | 1505 | 621 |
| III | -1193 | 1839 | -207 | 3553 | -162 | 3832 |
| IV | -101 | -4674 | 2324 | 1280 | 318 | -843 |
| 1997 I | 1289 | -965 | -1991 | -1501 | 5696 | 2529 |
| II | -478 | 1767 | -307 | 6931 | -1279 | 2364 |
| III | 134 | 806 | 3600 | -3306 | -1222 | 12 |
| IV | -1750 | 20551 | -10352 | 1067 | -2388 | 7128 |
| 1999 I | - 2 684 | 10 180 | - 8 282 | - 1 844 | 138 | 6 941 |
| II | - 3 468 | 227 | - 1 284 | -43 | - 220 | 4 902 |
| III | - 10 962 | 9 713 | - 319 | -21 | 25 | - 6 145 |
| IV | 1 551 | 14 804 | - 4 993 | -29 | 90 | 12 460 |
| 2000 I | - 2 428 | - 9 391 | 2 494 | -24 | - 186 | - 9 337 |
| II | - 7 864 | 870 | -2 | -47 | - 272 | - 6 777 |
| III | - 7 225 | 12 823 | 10 | -17 | -274 | 2 364 |
| IV | - 9 023 | 17 097 | 1 900 | -558 | -108 | - 9 583 |
| 2001 I | - 1 145 | - 5 976 | 1 295 | 0 | - 548 | - 6 043 |
| II | - 10 622 | 16 948 | - 3 693 | 0 | - 3 520 | 6 941 |
| III | - 6 064 | 19 395 | - 8 386 | 0 | - 530 | 4 902 |
| IV | 5 886 | 10 951 | - 7 788 | 0 | - 365 | - 2 110 |
| 2002 I | - 2 637 | - 1 258 | -8 | 0 | - 1 117 | - 6 043 |
| II | - 9 934 | 10 517 | -3027 | 2 427 | - 331 | 13 527 |
| III | - 5 637 | 41 155 | - 12 247 | -2023 | - 144 | 10 077 |
| IV | - 2 275 | 40 308 | - 11 145 | -3 | 255 | 12 533 |
| 2003 I | - 6 806 | - 4 383 | - 585 | -1 | - 9 391 | - 13 782 |
| II | - 13 411 | 19 931 | 1 224 | 43 | 125 | - 4 155 |
| III | 3 961 | - 12 811 | - 19 | -44 | - 4 515 | -7728 |
| IV | 3 481 | 5 213 | 10 | 9 | - 4 155 | 20 048 |

**Fonte**: BACEN(1)- Não Inclui as operações com títulos públicos

A entrada de Reservas resultante de um resultado positivo do balanço de pagamentos (entrada de capitais, entre 1994 a 1997), leva a uma expansão da base monetária e acaba por significar uma elevação na dívida de responsabilidade do Banco Central. Isto por que, quando há forte entrada de recursos o Banco Central intervém vendendo títulos, para esterilizar a entrada de recursos.

Este movimento pode ser observado pelos dados da tabela 4. As operações com títulos são efetuadas com o intuito de reduzir os impactos sobre a base monetária e em 1995 e 1996 as operações do setor externo a pressionam fortemente. Ao atuar neste sentido, lançam-se títulos e gera-se uma dívida no Banco Central, que precisará pagar juros e pagar posteriormente o principal da dívida.

Poder-se-ía argumentar que o Banco Central teria condições de pagar os juros da dívida gerada pelo fato de poder movimentar as reservas que ficam sob sua custódia. De fato, o BACEN mantém as reservas aplicadas: no mercado financeiro internacional em depósitos a prazos fixos, em títulos governamentais estrangeiros, em outros ativos financeiros de alta liquidez (Nunes & Nunes, 2000). Ocorre que as taxas auferidas pelas aplicações nos mercados internacionais são menores do que as praticadas internamente, que remuneram os Bônus do Banco Central utilizados para esterilizar a entrada dos recursos externos, conforme já observamos anteriormente ao explicarmos o mecanismo de definição do patamar dos Juros Internos. Logo, mesmo aplicando as reservas, o lançamento de títulos do Banco Central gera passivos futuros, difíceis de serem suportados por conta do alto patamar de juros envolvidos nos títulos do Banco Central, eu seguem a lógica dos Títulos do Tesouro.

Então, esse acúmulo de reservas, articulado à política de juros altos foi, a partir de 1994, *"o principal responsável pelo desequilíbrio patrimonial do Banco Central*" (Nunes & Nunes, 2000:113). No período entre o segundo semestre de 1994 e o final de e 1997 os resultados negativos nos Balanços do Banco Central chegaram ao valor de R$ 14,6 bilhões. No cálculo das NFSP abaixo da linha os prejuízos do Banco Central como são contabilizados nas Necessidades de financiamento do Setor Público e afetam o Resultado Operacional do exercício, na medida em que são considerados na apuração das variações de estoques dos diversos ativos e passivos. De fato, após a constituição de 1988 ficou determinada a transferência do Resultado Operacional do Banco Central ao Tesouro. A parir daí, o custo do Tesouro passou a ser o custo da entidade Tesouro + Banco Central (Nunes & Nunes, 2000:113).

Vemos então que as operações realizadas com Reservas têm seu custo transferido para o Tesouro em dois momentos: i) quando se lançam títulos de dívida nova para esterilizar a entrada de reservas, gerando-se um passivo fiscal (que aumenta a DLSP) que impacta no Tesouro via Resultado Operacional; ii) quando as operações realizadas com reservas geram prejuízos, que também são repassados ao Tesouro a cada semestre via Resultado Operacional.

Para se ter uma idéia deste impacto, no ano de 1995, as entradas de recursos externos que tiveram de ser esterilizados atingiram o valor de 15 bilhões e em 1996 este valor foi da ordem de 10 bilhões. Observamos que este foi o fator principal, do lado do Banco Central, a gerar impactos sobre o lançamento de dívida nova, mas também destacamos como fatores importantes a ação do mesmo

banco: na assistência financeira de liquidez, principalmente por conta do PROER; na troca de LBCs por títulos estaduais para facilitar o financiamento das instituições financeiras em dificuldades; na renegociação das dívidas dos estados com a União, que levou a uma assunção de parte das Dívidas Estaduais pelo Governo Federal.

Estas são despesas fiscais que não integram o Orçamento, nem do Banco Central, nem do Tesouro Nacional. O custo da política monetária em nenhum momento é explicitado, pois nem as operações com reservas, nem a emissão de títulos próprios do BACEN transitam pelo orçamento. Estes títulos não têm um limite estabelecido por lei para a sua emissão e não há nenhum controle ex-ante sobre eles. O Banco Central pode aumentar desta forma, o endividamento público sem restrição ou controle orçamentário, adendando-se ainda o fato que há menor transparência nestas operações do que naquelas efetuadas pelo Tesouro.

Do exposto se segue que a forte expansão de reservas relacionadas ao início do Plano contribuiu para a elevação da dívida interna, sendo "irmã gêmea" do excesso de ingresso de capitais de curto prazo que ocorreu à medida que se adotou a desregulamentação financeira.

Se a este impacto de crescimento da dívida causado pelo excesso de reservas somamos o alto patamar dos juros necessários para atrair os capitais forâneos, temos outro elemento importante do lado financeiro do déficit, também ligado ao ajuste macroeconômico adotado, sendo que temos uma armadilha inexorável: a engrenagem macroeconômica que articulou abertura financeira e juros altos trouxe consigo o aumento do endividamento interno e o aumento da problematização do lado financeiro do déficit.

Para nós, são estes elementos os determinantes principais do crescimento explosivo do déficit. De fato, para se manter o referido nível de juros e o baixo nível de crescimento alcançado era necessário, não a manutenção do superávit primário nos níveis do início do Plano, necessitando-se um nível de superávit superior e mantendo-se constantemente alto para compensar o nível de juros requerido.Ou seja, a questão central não está aí; está na dinâmica financeira do déficit.

## *3- O movimento da dívida no período 1999-2004*

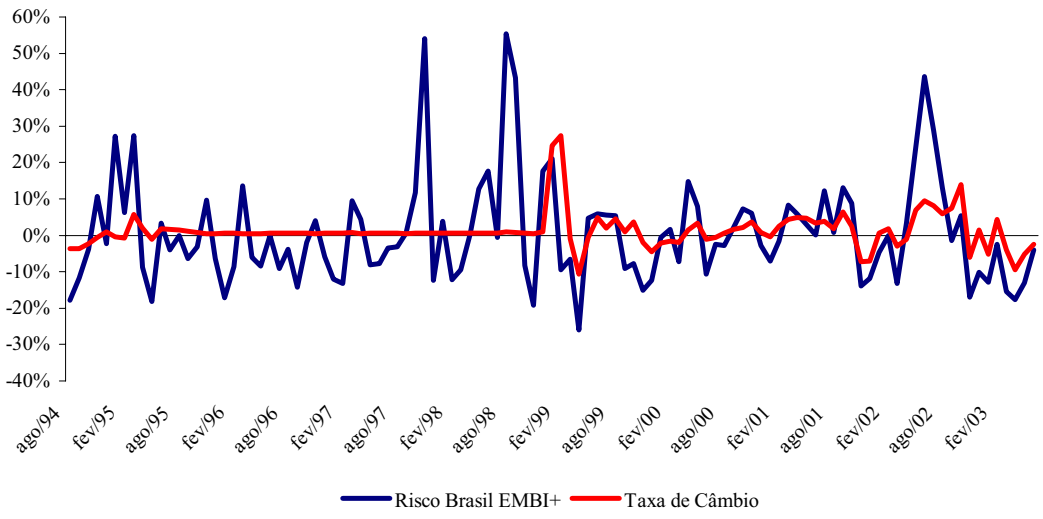
Após 1999, podemos dizer que a política de estabilização passa para uma nova etapa. Migra-se do regime de âncora cambial para o de câmbio flexível[5] e aí mudam os focos de manejo da Política Econômica.A estabilidade passa a centrar-se na definição de metas inflacionárias, subordinando às

[5] - Para um estudo comparado entre México, Brasil Argentina e Venezuela acerca dos princípios da política de taxa de câmbio nestes países, vide Corden (2001) e também Roett (2001). Para um estudo do caso da migração da âncora cambial para o regime flexível no Brasil, vide Cardoso (2001), destacando-se que nesta discussão o ajuste fiscal é visto como ponto central ao processo.

mesmas o nível dos juros[6]. Nosso sistema de Metas foi instituído em junho de 1999 com intuito de ser a âncora nominal, dado o abandono do regime de câmbio fixo vigente até o início do referido ano. Depois de preparado terreno para a implementação do regime, as metas estabelecidas foram 8%, 6% e 4% para 1999, 2000, 2001, respectivamente.Também foram admitidos intervalos de tolerância de 2 pontos percentuais e a escolha do IPCA como índice de preços para o cálculo das metas.

A taxa de juros adotada como instrumento de PM foi a Taxa Selic Overnight, cuja meta passou a ser definida pelo Copom e, seguindo as diretrizes deste comitê, as mesas de mercado aberto passaram ajustar a liquidez de mercado diariamente para manterem a taxa de juros efetiva próxima da meta estipulada.(Figueiredo, Fachada & Goldstein, 2002). Em situação de instabilidade, quando se adota o regime de câmbio flutuante e metas inflacionárias (que definem patamares mais rígidos para as taxas de juros) os choques se geram em primeiro plano sobre o câmbio.

**Gráfico 8: Variação Mensal do Índice Embi + Brasil e do Câmbio**




Nesta nova situação, permanece a abertura financeira e as variações nas expectativas dos agentes, que acabem se traduzindo em impactos sobre os fluxos de capitais se ajusta via câmbio. A lógica da equalização e da exigência da rentabilidade exigida pelo movimento do Risco País continua se mantendo mas é o câmbio que se move, conforme podemos observar pelo Gráfico 8. Na verdade, os juros não estão livres desta dinâmica, pois o movimento dos mesmos segue o sentido de eliminar efeitos que gerem aumentos de preços, como os vinculados à depreciação da taxa de câmbio, por exemplo. Então, mesmo mudando o regime de câmbio, as Autoridades Monetárias continuam com

[6] - Para uma verificação do debate sobre metas inflacionárias vide Debelli (1997), Drazen & Masson (1994); Goodhart (1994); Rigolon & Giambiagi (1999); Rogoff (1997).

limites à sua forma de intervenção e a queda dos juros fica limitada pelo controle da inflação e pela necessidade de atrair capitais. Paralelamente, a vulnerabilidade das contas externas se mantém, tendo em vista o perfil dos capitais ingressantes.

Conforme observamos anteriormente, na adoção do regime de câmbio flutuante a economia brasileira apresentava forte dependência de capitais externos, com perda de reservas e Dívida Líquida do Setor Público crescente, sendo que a Dívida Interna se apresentava com uma preponderância de títulos pós-fixados indexados à taxa Selic e ao Câmbio. Para se ter uma idéia, em janeiro de 1999 30,4% dos títulos eram cambiais e 57,9% estavam indexados à Selic (Gráfico 7)

Após a flexibilização cambial, percebe-se uma queda nas taxas de juros Selic (Gráfico 6), de um patamar de 45% aa em março para 19% aa em dezembro em 1999. Da parte dos gastos do Governo, verifica-se um forte crescimento do Superávit Primário, que atinge o nível de 3,2% do PIB. Naquele mesmo ano, a inflação atingiu o patamar de 8,9%, mantendo-se dentro da meta. A flexibilização do câmbio também provoca uma melhora na situação da Balança Comercial brasileira, que passa de um patamar de US$ -6.404 em dezembro de 1998 para US$ -698 em dezembro de 2000 (Tabela 3). Apesar do realinhamento dos preços administrados pelo Governo, a inflação se apresentou mais controlada e, acompanhando a tendência de queda da mesma, o Banco Central manteve a redução gradual da Taxa Selic (Gráfico 7) que chegou a 15,75 % aa em dezembro.

**Tabela 5- Variação da Dívida líquida do Setor Público (em%/Pib)**

| | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | %/Pib | %/Pib | %/Pib | %/Pib | %/Pib | %/Pib |
| **Dívida Líquida Total – saldo** | 42,3 | 48,7 | 48,8 | 52,6 | 56,5 | 58,7 |
| **Dívida Líquida var. ao ano** | 8,5 | 6,1 | 0,1 | 3,8 | 4 | 3,2 |
| **NFSP** | 7,48 | 5,3 | 3,4 | 3,4 | 4 | 2,1 |
| **Primário** | 0,01 | -2,9 | -3,3 | -3,5 | -3,4 | 5,1 |
| **Juros Nominais** | 7,48 | 8,2 | 6,8 | 6,9 | 7,3 | -4,3 |
| **Juros Reais** | 7,06 | 3,95 | 4,42 | 4,45 | 4,4 | 9,3 |
| **Atualização Monetária** | 0,42 | 4,27 | 2,33 | 2,42 | 2,8 | 13,6 |
| **Ajuste Cambial** | 0,007 | 6,5 | 1,6 | 3 | 9,4 | -4,1 |
| **Dív. Mob. Int. Indexada ao Câmbio** | 0,004 | 3,8 | 0,8 | 1,5 | 4,9 | -1,5 |
| **Dívida Externa** | 0,002 | 2,8 | 0,8 | 1,5 | 4,5 | -2,7 |
| **Dívida Externa - outros ajustes** | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1,1 |
| **Reconhecimento de Dívidas** | 0,02 | 1,3 | 0 | 1,5 | 0,9 | 0 |
| **Privatizações** | -0,01 | -0,8 | -1,8 | -0,1 | -0,2 | 0 |
| **Crescimento PIB/Dívida** | 0,99 | -6,2 | -3,9 | -4 | -10,2 | 1,2 |

Fonte:BACEN

Mesmo com o forte arrocho sobre as Contas Primárias, a armadilha das contas públicas permaneceu, tendo em vista a não mudança da engrenagem macroeconômica montada. De um lado, os juros caem, mas permanecem altos e continuam a gerar impactos perversos sobre a dívida. De outro lado, as variações do câmbio impactam diretamente sobre as Necessidades de Financiamento do Setor Público, por conta de que parte da dívida mobiliária é indexada ao câmbio e também sobre o montante da Dívida líquida, na medida em que a dívida externa deve ser corrigida pelo novo nível do câmbio. A Tabela 5 nos mostra os impactos do ajuste cambial sobre a dívida, sendo este um fator importante para explicar o porquê de a dívida não ter caído, mesmo adotando-se superávits primários crescentes[7]. Na verdade, observamos que entre 1999 e 2000 a mesma manteve-se no patamar de 48,7% do PIB.

Como o indicador DLSP/PIB é um dos fundamentos de mercado tomado pelas agências de *rating* para analisar o país, entra-se num contínuo ciclo vicioso. Enquanto a liquidez externa é muito grande, os agentes agem de forma mais especulativa e o crescimento do Déficit Público não afeta diretamente a expectativa dos agentes. No entanto, quando há uma crise mais generalizada, que afeta a liquidez dos mercados em geral, as Agências de Risco voltam a levar em conta mais diretamente o referido indicador que, para eles, espelha a capacidade de pagamento do país.

Paralelamente, à medida em que permanece a forte abertura econômica os efeitos de choques externos continuam gerando efeitos sobre o país. Se parte importante dos fluxos de capitais que entram no país são essencialmente de curto prazo, as reservas são forte e rapidamente afetadas por fatores vinculados a choques externos e o efeito contágio é considerado um elemento importante na explicação dos movimentos dos capitais externos[8]. O movimento negativo nas reservas, por sua vez, reforça a fuga que se iniciara pelo efeito contágio e afeta o câmbio, que afeta a Dívida Liquida.

Com o regime de taxas flutuantes o contágio se faz sentir por um aumento no risco-país, gerando conseqüências sobre o cupom e sobre o câmbio. A depreciação do câmbio é fortalecida também pelo fato de que o aumento do risco-país torna mais cara a negociação de títulos brasileiros (privados e públicos) no exterior. Isto dificulta o lançamento de novos títulos e a rolagem de dívidas antigas, diminuindo o ingresso de capitais na Conta Capital do Balanço de Pagamentos e, mesmo, a saída de recursos do País.

No ano de 2002, três anos depois do primeiro acordo com o FMI, observamos que o Governo não havia conseguido reduzir a Dívida Pública para os níveis desejados, o que se somou à crise

---

[7] - Não estamos aqui desconsiderando o impacto do reconhecimento de dívidas sobre a Dívida Líquida. Neste artigo estamos querendo destacar os componentes financeiros da mesmo mais diretamente ligados à política macroeconômica adotada.

[8] Vide Calvo, Leiderman & Reinhart (1993); Cardoso & Goldfajn (1998)

Argentina, gerando-se aí forte saída de capitais que levaram a um novo acordo com o Fundo; à adoção de uma nova meta de superávit ainda mais alta (3,5%); à manutenção dos juros em altos patamares.

No ano de 2003, ainda continua-se com a política de ajuste nos juros e sobre os superávits. Mais uma vez vemos o Risco País subir por conta de fraudes contáveis de empresas nos EUA, seguida pela "desconfiança" causada pelo período eleitoral. Nesta fase a cotação do dólar chegou perto de R$ 4.00 e os juros internos voltaram a crescer, gerando-se impactos profundos sobre a Dívida Líquida que chegou ao patamar de 58,7% do PIB.

Entre o ano de 2003 e 2004 a tônica da Política Pública continuou sendo a da forte disciplina fiscal e do ajuste dos juros às condições necessárias para o atingimento das metas de inflação. Os superávits continuam expressivos (4,6% do PIB EM 2004), destacando-se que neste interregno observa-se que a Selic sofreu uma redução, passando dos 26,5%aa de fevereiro de 2003 para 16% em agosto de 2004. A armadilha sobre as contas públicas,no entanto, não estava desmontada. Em setembro de 2004 a situação começa a se inverter e o Banco Central dá início a uma série de aumentos da taxa selic, observando-se que em janeiro de 2005 este chega ao patamar de 18,25%aa. Os juros agora devem se ajustar por conta da valorização do câmbio resultante da queda internacional do valor do dólar: o excesso de entrada de recursos gera o potencial de aumento de inflação que deve ser contido. Os gastos com juros voltam a subir.

Ou seja, não se consegue sair da posição de vulnerabilidade. De um lado, a abertura financeira deixa a porta aberta para a possibilidade da fuga de capitais de curto prazo quando se apresentam expectativas internacionais desfavoráveis conforme podemos perceber pelos dados desde 1997 e até 2003,que estão apresentados nos Gráfico 3 e 4. Esta possibilidade permanece, mesmo quando aparentemente o país vai melhorando suas condições de endividamento externo, pois o ingresso dos capitais de curto prazo continua dependente de expectativas voláteis, que podem sofrer o efeito contágio. De outro lado, mesmo quando melhoram as condições da Balança Comercial, quando aumenta o ingresso de IDL, e de capitais de curto prazo, geram-se efeitos sobre a inflação que impede a queda dos juros e impede o crescimento econômico. A dívida, por outro lado, não cai, mesmo adotando-se controles de gastos fortes e uma arrecadação tributária crescente.

O resultado final da Conta Capitais fica na dependência das expectativas que envolvem o movimento dos mesmos. Responder aos "requerimentos do mercado" continua sendo central para os gestores de política econômica, no caso da continuidade da adoção deste modelo.A manutenção desta política também não desarma a armadilha dos Juros e da Dívida Interna. Os primeiros não podem cair muito, para não comprometer a meta inflacionária e para não comprometer os superávits comerciais que começam a ocorrer.

No que tange à Dívida Interna, verifica-se que após a volta da pós-fixação (Selic e cambial), o passivo estabelecido não se desmonta facilmente, observando-se que ele cresce atrelado à variação do câmbio. É um endividamento rápido que deixa um ônus de muito tempo, com impactos cumulativos, mesmo quando posteriormente se consiga um câmbio mais baixo.

## *Considerações finais*

Uma vez que a situação de alto endividamento externo e interno se instala em uma economia a reversão é difícil e custosa. Pela descoordenação que causa entre decisões de investimento produtivo e decisões de aplicação de portfólio, as medidas de política econômica de ajuste do câmbio, ou mudança de regime com a adoção do câmbio flutuante, apresentam limites, especialmente quando adotadas isoladamente, sem reformas mais profundas. Por outro lado, o adiamento do ajuste, conforme aconteceu no Brasil, gera um custo altíssimo e crescente para uma reversibilidade futura da trajetória adotada, que se expressa na magnitude das Dívidas Externa e Interna.

A demora das Autoridades Brasileiras em responder às instabilidades externas através de mudanças na operacionalidade de juros e câmbio na primeira fase do Plano Real gerou um problema estrutural do Balanço de Pagamentos. Mesmo melhorando-se o lado da Balança Comercial e gerando-se resultados positivos do lado de Transações Correntes, a possibilidade de variações abruptas do lado Financeiro do Balanço de Pagamentos continua se mantendo.

Logo após a mudança do Regime de câmbio, com a queda dos recursos de curto prazo, os investimentos diretos dominam o ingresso de recursos voluntários no País. Apesar de os investimentos diretos terem mantido os seus ingressos no país até o ano 2000, toda a vez que ocorrem impactos internacionais ou mesmos impactos negativos sobre expectativas por conta de movimentos de curto prazo na economia nacional, geram-se fortes saídas pelo lado de outras contas da conta capital (outros investimentos: créditos comerciais, empréstimos etc.).

Gera-se um paradoxo, pois as agências de *rating* e os organismos multilaterais passam a exigir a melhoria dos "fundamentos do país" e, nos momentos de desajustes a análise de *rating* fica na estrita observância dos movimentos que envolvem a relação Dívida/PIB, que cresce toda a vez que há desvalorização do câmbio, gerando mais desconfiança sobre o país e fortalecendo o aumento da pressão internacional para que o país ajuste suas contas via cortes crescentes nos gastos primários.Na medida em que o país se adequa às demandas dos capitais internacionais, o ajuste se faz pelo corte dos gastos primários e a economia fica na total dependência da análise dos organismos internacionais, que se baseiam fortemente nestes indicadores de curto prazo.

Os passivos montados pela engrenagem macroeconômica posta em curso são de difícil reversão e aparecem como uma conseqüência da armadilha macroeconômica que se articulou. Se, de um lado, se reconhece que estes passivos trazem consigo uma herança que não se desfaz em curto prazo, a mera manutenção da política adotada como a indicação de que este seria o único caminho a seguir, gera a manutenção da engrenagem que se montou. A adoção do regime de Metas Inflacionárias articulado à ampla abertura financeira continua mantendo o país inexoravelmente na dependência dos indicadores de curto prazo e do baixo crescimento econômico. Se a meta inflacionária é o foco principal da política macroeconômica, necessariamente o crescimento fica subordinado a esta perspectiva.

Se a abertura financeira continua irrestrita, o ingresso e saída de capitais permanecem dependentes de avaliações de curto prazo que podem ser rapidamente afetadas por expectativas internacionais instáveis. Imagina-se que a geração de "credibilidade" seja central para a atração e manutenção dos capitais no país, daí a adoção de políticas consistentes com os seus interesses. Daí a necessidade de gerar superávits vultosos para reduzir a Dívida Líquida, como um indicador de austeridade.

No entanto, é preciso ter claro que a dívida mobiliária atrelada ao Juro e ao câmbio está transferindo recursos para os detentores de riqueza e que a redução de Gastos Públicos (projetos sociais, aposentadorias, salários de servidores) para pagar juros ao nível requerido tem limites sociais, nunca considerados pelos organismos internacionais. Além do mais, a destinação de receitas públicas para pagar juros, apesar das profundas perdas sociais, não é suficiente para romper com a armadilha dos juros, que devem permanecer altos, tanto para conter a inflação, quanto por que precisam manter-se em patamar suficiente para atrair o ingresso de capitais. Nesta engrenagem obtém-se eventualmente resultados positivos, mas estes são instáveis, pois os indicadores são fortemente influenciados por elementos expectacionais. O crescimento quando ocorre, fica relacionado a um movimento de stop and go e vinculado ao drive exportador A melhora das contas externas se dá pelo lado das exportações, mas o resultado positivo permanece dependente de um baixo crescimento.

Ou seja, a dificuldade de reversão gerada pelos passivos assumidos, gera a não mudança da política adotada com o objetivo de que a "credibilidade" seja capaz de atrair continuamente recursos e de gerar as condições para uma futura queda dos juros. No entanto, o que se observa é que o aprofundamento da referida política tem como conseqüência direta o aprofundamento dos custos sociais, na medida em que o ajuste recai sobre os gastos primários em níveis que nunca são suficientes para estabilizar a Dvida. De outro lado, a adoção das políticas nos moldes indicados pelos mercados, não é capaz de romper com a vulnerabilidade externa, de provocar uma queda mais profunda nos juros,

de tornar o perfil das contas públicas menos instável, de promover o crescimento econômico. Estes objetivos são incompatíveis com o modelo adotado.

Neste sentido, o que se coloca é o fato de que o modelo adotado já indicou os seus limites e já gerou passivos suficientemente expressivos. Contrariamente ao que advogam seus defensores, não existem casos concretos de sucesso, capazes de serem tomados como modelos para a política adotada. Neste sentido, a adoção de outro modelo, que passe pela política de controle de capitais deve ser considerada efetivamente uma alternativa a ser perseguida.

## *Referências Bibliográficas*


BACHA, E. (1997). "Plano Real: Uma Segunda Avaliação". In: IPEA/CEPAL (orgs.). **O Plano Real e Outras Experiências Internacionais de Estabilizaçã**o. Brasília: IPEA.

BELLUZZO, L.G.M e COUTINHO, L.G. (1996) "Desenvolvimento e Estabilização sob Finanças Globalizadas". **Economia e Sociedade**, Campinas, no. 7 (1), pp 129-154.

BELLUZZO, L.G.M e COUTINHO, L.G. (1998) "Financeirização da Riqueza, Inflação de Ativos e Decisões de Gasto em Economias Abertas". **Economia e Sociedade**, Campinas, no. 11 (1), pp 137-150

BEVILAQUA, A.S. e GARCIA, M.G. (1999) "Debt Management in Brazil: Evaluation of the Real Plan and Challenges Ahead". Rio de Janeiro, **Texto para Discussão, PUC/Rio**.

CALVO, L e REINHART (1993) "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America". **IMF Staff Papers**. 40(1). Washington, D.C.

CARDOSO, E. (2001) "A Crise Monetária no Brasil: Migrando da Âncora Cambial para o Regime Flexível". In **REP** 21(3), pp 146-167.

CARDOSO, E. e GOLDFAJN, I (1998) "Capital Flows to Brazil: the endogeneity of the capital controls". **IMF Working Papers**, 115. Washington, D.C.

CORDEN, M.W. (2001) "Regimes e Políticas Cambiais: Uma Visão Geral" . in **REP** 21(3), pp 103-121.

CUKIERMAN, Alex (1992). **Central Bank Strategy, Credibility, and Independence: Theory and Evidence**. Cambridge, Massachussets, The MIT Press.

DEBELLE, G. (1997). "Inflation Targeting in Practice". **IMF Working Paper**, nº 35, March.

DRAZEN, A. & MASSON, P. (1994). "Credibility of Policies versus Credibility of Policymakers", **The Quarterly Journal of Economics,** August, pp. 735-54.

FRANCO, G. H. B. (1.995). " A inserção externa e o desenvolvimento**". Banco Central**, *mimeo*

FRANKEL, J. A. (1991). "Quantifying International capital mobility in the 1980´s". in Bernheim, B. D. & Shovers, J. B. eds**, National saving and economic performance**, National Bureau of economic Research, Chicago: The Universitiy of Chicago Press

FIGUEIREDO, L.F. , FACHADA, P. , GOLDESTEIN, S**. Monetary Policy in Brazil : Remarks on the Inflation Targeting Regime, Public Debt Management**

GARCIA, M. G. P. & OLIVARES, L.G.A. (2000) "O prêmio de risco da taxa de Câmbio no Brasil durante o Plano Real". **Texto para discussão PUC/Ri**o No 409

GARCIA e VALPASSOS (1998) "Capital Flows, Capital Controls and Currency Crisis: the case of the Brazil in the Nineties". Rio de Janeiro**, Texto para Discussão, PUC/Rio** No. 389, novembro.

GIAMBIAGI F. (1997). "Crise fiscal recente". **Revista de Economia Política**, vol 17, nr 01, janeiro/março.

GIAMBIAGI, F. e ALÉM, A.C. (1996) "Déficit Fiscal e Dívida Pública no Brasil: uma abordagem pragmática". In KILSZTAJN, S. (org**.) Déficit e Dívida Pública.** Cadernos PUC Economia, São Paulo.

GOLDMAN-SACHS (2.000). **Global Economic Paper no** 45, june

GOODHART, Charles (1994). "What Should Central Banks Do? What Should Be Their Macroeconomic Objectives and Operations?" , **The Economic Journal,** nº 104, November, pp.1424 – 36.

LLUSSÁ, F.A.J. (1998) **Credibilidade e Administração da Dívida Pública: um estudo para o Brasil**. 21º. Prêmio BNDES de Economia, Rio de Janeiro.

NUNES 4 NUNES (2000). "Relacionamento entre Tesouro Nacional e Banco Central: aspectos da coordenação entre as polícias fiscal, monetária no Brasil", **Finanças Públicas – IV Prêmio Tesouro Nacional**. Brasília, Ed: Tesouro Nacional

OBSTFELD, M. (1985). "Floating Exchange Rate: Experience and Prospect**", Brookings papers on economics activity**, nr 02

PASTORE, A.C. (2002) "The Bresser-Nakano Economic Policy Proposals. São Paulo: AC Pastore & Associados**". Informe Especial** 05/06/2002.

PASTORE, A.C. e PINOTTI, M.C. (2000) "Globalização, Fluxo de Capitais e Regimes Cambiais: reflexões sobre o Brasil". Mimeo.

PEREIRA, P. S.(1999) "Política fiscal no período 1993-1997. In: BRASIL, Ministério da Fazenda". **Finanças públicas**: III prêmio Tesouro Nacional. Brasília: Tesouro Nacional, 1999. p. 207- 270.

RIGOLON, F e GIAMBIAGI, F (1999) "A Atuação do Banco Central em uma Economia Estabilizada: é desejável adotar metas inflacionárias?" in **REP** 19(3), pp 3-22.

ROETT, R. (2001) "A Política de Gestão da Taxa de Câmbio nos Anos 90" . in **REP** 21(3), pp 226-233.

ROGOFF, Kenneth (1985), "The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target", **The Quarterly Journal of Economics**, November, pp. 1169 – 89.

ROGOFF, Kenneth (1997 b). "Inflation Targeting: Some Extensions", **National Bureau of Economic Research (NEBR), Working Paper Series**, nº 5952, Cambridge, MA, EUA, March, 43 p.

ROSSI, J.W. (1987) "Considerações sobre a Relação entre a Dívida Pública e a Inflação". **Textos para Discussão IPEA,** no. 127, dezembro.

SAAD FILHO, A. e MORAIS, L (2002*)* "Neo-monetarismo Tropical: A Experiência Brasileira nos Anos Noventa". In **REP** 22(1), pp 3-22.

TAVARES, M. C. (1.998). "A economia política do Real". *mimeo*