

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA  
INSTITUTO DE ECONOMIA

POLÍTICA MACROECONÔMICA E  
A DINÂMICA DO DÉFICIT PÚBLICO  
PÓS-PLANO REAL:  
O PESO DA COMPONENTE FINANCEIRA

LUCIENE GARCIA DE ALMEIDA  
2005

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA  
INSTITUTO DE ECONOMIA

POLÍTICA MACROECONÔMICA E  
A DINÂMICA DO DÉFICIT PÚBLICO  
PÓS-PLANO REAL:  
O PESO DA COMPONENTE FINANCEIRA

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação  
em Desenvolvimento Econômico do Instituto de  
Economia da Universidade Federal de Uberlândia,  
como requisito parcial para a obtenção do título de  
mestre em Desenvolvimento Econômico.

Orientadora: Professora Dr<sup>a</sup>. Vanessa Petrelli Corrêa

Luciene Garcia de Almeida  
Uberlândia - 2005

## Agradecimentos

Agradeço a Deus pelas oportunidades que tem me concedido nesta vida... Olhar para trás, após uma longa caminhada, pode fazer perder a noção da distância que percorremos...

Agradeço a minha mãe Maura e a minha irmã Alzira, por estarem sempre presentes, incentivando-me quando as dificuldades surgiam. Essa conquista é um reflexo de toda a dedicação, esforço, incentivo e amor compartilhados por nós...

Agradeço também a D. Dalva, à madrinha Filhinha e à Flaviane. Sem o incentivo dessas pessoas tão queridas, o caminho percorrido teria sido muito mais difícil.

Ao Taylor, que agora vê com alívio o fim desta etapa e que, apesar de não demonstrar, está tão feliz quanto nós...

Agradeço à minha orientadora Professora Vanessa Petrelli pela sua generosidade em partilhar seus conhecimentos, pela sua disposição em ampliar meus horizontes, pelo tempo dedicado a este trabalho. Suas instruções seguirão comigo por toda a vida...

Agradeço a todos os professores do Instituto de Economia da Universidade Federal de Uberlândia que contribuíram para a minha formação acadêmica, desde os tempos da graduação. Agradeço à Vaine, secretária do curso de mestrado, pelo carinho e atenção nesses anos todos.

Agradeço aos professores Niemeyer Almeida Filho e Francisco Luiz Cazeiro Lopreato que aceitaram o convite de participar da banca examinadora, pelos comentários e observações no trabalho.

Agradeço a todos que partilharam dessa jornada comigo, entre as quais não poderia deixar de mencionar: Alcione, Emanuelle, José Borges, Kalinka, Oriana, Paula Cares, Roberval, Tia Chiquinha e Vovó Alzira.

A todos, o meu muito obrigada!

## Sumário

INTRODUÇÃO .....	10
CAPÍTULO I - ABERTURA ECONÔMICA E A LÓGICA DOS DETERMINANTES FINANCEIROS DO DÉFICIT PÚBLICO.....	12
1.1 – A DÍVIDA PÚBLICA NO PERÍODO ANTERIOR À IMPLEMENTAÇÃO DO PLANO REAL (1981 a 1994).....	12
1.2 – ABERTURA FINANCEIRA E O MOVIMENTO DE ATRAÇÃO DOS CAPITAIS: MONTAGEM DA ARMADILHA MACROECONÔMICA SOBRE A DÍVIDA PÚBLICA .....	24
1.2.1 – Abertura Financeira e a Dinâmica Internacional dos Fluxos de Capitais: a periodização.....	24
1.2.2 – Plano Real e Abertura Financeira: a mudança do perfil do Balanço de Pagamentos.....	37
1.2.3 – Abertura Financeira e a Dinâmica de Atração de Capitais em Países Periféricos: o movimento subordinado dos juros e da taxa de câmbio.....	42
1.2.4 – Abertura Financeira e Seus Impactos Sobre a Dívida Pública .....	49
CAPÍTULO II - A DINÂMICA DA DÍVIDA PÚBLICA NO PERÍODO DE CÂMBIO CONTROLADO (1994 A 1999).....	53
2.1 – O MOVIMENTO DAS NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO DO SETOR PÚBLICO SOB O CONCEITO PRIMÁRIO .....	53
2.1.1 – Os Principais Determinantes do Resultado Primário .....	53
2.1.2 – Contenção dos Gastos Primários: a Visão Convencional .....	63
2.2 – A PARTE FINANCEIRA DA DÍVIDA PÚBLICA .....	67
2.2.1 – O Impacto Sobre as Reservas .....	68
2.2.2 – O Impacto Sobre os Juros e Câmbio .....	73
2.2.3 – O Perfil da Dívida Mobiliária e o Impacto dos Juros Sobre as Necessidades de Financiamento do Setor Público .....	76
CAPÍTULO III - A DINÂMICA DA DÍVIDA PÚBLICA APÓS A ADOÇÃO DO CÂMBIO FLUTUANTE (1999 A 2004) .....	87
3.1 – O FIM DA ÂNCORA CAMBIAL E A ADOÇÃO DO SISTEMA DE METAS INFLACIONÁRIAS .....	87

3.2 – O MOVIMENTO DO RESULTADO PRIMÁRIO NO PERÍODO DE 1999 A 2004.....	92
3.3 – A PARTE FINANCEIRA DA DÍVIDA PÚBLICA NO PERÍODO DE 1999 A 2004.....	95
3.3.1 – A Dinâmica de Ajuste das Taxas de Juros e de Câmbio.....	95
3.3.2 – O Perfil da Dívida Mobiliária Após a Adoção do Câmbio Flexível .....	102
3.4 – ANÁLISE DO COMPORTAMENTO DA DLSP APÓS A ADOÇÃO DO CÂMBIO FLUTUANTE.....	107
CONCLUSÃO .....	121
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	127

## Lista de Tabelas

### CAPÍTULO I

Tabela 1.1 – Composição das Necessidades de Financiamento do Setor Público – De 1985 a 1989 Com Base Monetária – Em % do PIB .....	15
Tabela 1.2 – Especificação das Contas Nacionais – 1971 a 1994 – Em % do PIB .....	16
Tabela 1.3 – Composição das Necessidades de Financiamento do Setor Público – Com Base Monetária – Em % do PIB – De 1990 a 1994.....	19
Tabela 1.4 - Déficit Público e Senhoriagem Real – Em % do PIB .....	21
Tabela 1.5 – Fluxos de Capital Privado para as Economias Emergentes, 1990 a 1998 – US\$ Bilhões .....	25
Tabela 1.6 – Balanço de Pagamentos Sintético – 1994 a 2004 – Em US\$ Milhões.....	39

### CAPÍTULO II

Tabela 2.1 – Resultado Fiscal do Governo Central – Em R\$ Milhões – Dados Anuais Valores Correntes de 1997 e 1998 .....	61
Tabela 2.2 – Reservas Internacionais – 1994 a 1999 – Valores em US\$ Milhões .....	68
Tabela 2.3 – Resultado do Balanço de Pagamentos – 1994 a 1999 – Valores em US\$ Milhões.....	70
Tabela 2.4 – Fatores Condicionantes da Base Monetária, Fluxos Trimestrais – Em R\$ Milhões .....	71
Tabela 2.5 – Títulos Públicos Federais – Saldos em R\$ Milhões – 1996 a 1999 .....	80
Tabela 2.6 – Dívida Líquida do Setor Público – Em % do PIB – 1997 a 1999 .....	82
Tabela 2.7 – Variação da Dívida líquida do Setor Público – Em % do PIB .....	83

### CAPÍTULO III

Tabela 3.1 – Reservas Internacionais – 1999 a 2004 Valores em US\$ Milhões.....	88
Tabela 3.2 – Necessidades de Financiamento do Setor Público – 1999-2004 - Anual Com Desvalorização Cambial - Em % PIB .....	93
Tabela 3.3 – Superávit Primário e a Relação DLSP/PIB – De 1994 a 2005 – Em % do PIB .....	107
Tabela 3.4 – Variação da Dívida líquida do Setor Público – 1999 a 2004 – Em % do PIB .....	110

## Lista de Gráficos

### CAPÍTULO I

Gráfico 1.1 - Dívida Líquida do Setor Público Dividida: Dívida Interna e Dívida Externa – Em % do PIB – 1981 a 1994 .....	13
Gráfico 1.2 – NFSP Operacional, Financiamento por meio da Senhoriagem, Juros Reais Líquidos e NFSP Primário – Em % do PIB – 1985 a 1994 .....	21
Gráfico 1.3 – Taxa de Juros Mensais dos <i>Feds Funds</i> – Em % ao Ano.....	33
Gráfico 1.4 – EMBI <sup>+</sup> Diário: Global, Ásia, Latino e Brasil – 2002 a 2005 .....	35
Gráfico 1.5 – Variações do Câmbio e da Taxa SELIC Nominal – 1994 a 2004 – Mensal – Anualizada.....	45
Gráfico 1.6 – Variações Câmbio e Índice EMBI <sup>+</sup> – Mensal .....	46
Gráfico 1.7 – Taxa Real de Juros e Taxa SELIC Mensal – Anualizada – 1995 a 2004.....	47

### CAPÍTULO II

Gráfico 2.1 – NFSP Público Consolidado – Fluxo Acumulado em 12 Meses.....	54
Gráfico 2.2 – NFSP Resultado Primário – Em % do PIB – Fluxo Acumulado em 12 Meses – De 1994 a 1998 – Com Desvalorização Cambial .....	56
Gráfico 2.3 – Conta Financeira – Em US\$ Milhões – Dez/95 a Dez/04 – Mensal – Acumulado em 12 Meses .....	69
Gráfico 2.4 – Índice EMBI <sup>+</sup> Brasil e Taxa <i>Over SELIC</i> Nominal – Mensal Anualizada – Ago/94 a Dez/99 .....	74
Gráfico 2.5 - Dívida Mobiliária Federal - Cotações por Indexador – Mensal De 1994 a 1999 – Em % do Total.....	76
Gráfico 2.6 – Composição da Dívida Mobiliária em Mercado – Dezembro de 1994.....	77
Gráfico 2.7 – Títulos Públicos Federais – Prazo Médio em Mercado Em Meses – 1995 a 1997 .....	78
Gráfico 2.8 – Composição da Dívida Mobiliária em Mercado – Dezembro de 1998.....	79
Gráfico 2.9 – Dívida Líquida do Setor Público – Jan/1994 a Fev/1999 – Mensal – Em % do PIB .....	81

## CAPÍTULO III

Gráfico 3.1 – Evolução do Câmbio – Janeiro a Março de 1999 .....	88
Gráfico 3.2 – Variações do Câmbio e do Índice EMBI <sup>+</sup> Brasil – Mensal – 1999 a 2004.....	96
Gráfico 3.3 – Variações do Índice EMBI <sup>+</sup> Brasil e da Taxa <i>Over SELIC</i> – Dados Mensais – 1999 a 2004 .....	97
Gráfico 3.4 – Taxa Real de Juros e Taxa SELIC Nominal – 1999 a 2004.....	97
Gráfico 3.5 – Taxa de Juros <i>Swap</i> DI x Pré 360 Dias e Taxa <i>Over SELIC</i> Diária Anualizada – 1999 a 2004 .....	98
Gráfico 3.6 – Taxa de Juros SWAP DI x Pré 360 Dias, Taxa de Juros SELIC e Prêmio dos Juros – 1999 a 2004 .....	99
Gráfico 3.7 – Prêmios de Juros e Risco-Brasil EMBI <sup>+</sup> – 1999 a 2004.....	100
Gráfico 3.8 – Composição da Dívida Mobiliária em Mercado – Janeiro 1999 – Em % do PIB .....	102
Gráfico 3.9 – Composição da Dívida Mobiliária em Mercado – Dezembro 2004 – Em % do PIB .....	103
Gráfico 3.10 – Dívida Mobiliária Federal em Mercado – Por Indexador 1999 a 2004 – Em % do Total .....	104
Gráfico 3.11 – Prazo Médio da DMF – Títulos Consolidados do Tesouro e BACEN Emitidos em Oferta Pública – 1999 a 2004.....	104
Gráfico 3.12 – Impactos da Desvalorização Cambial Sobre os Juros Reais – 1999 a 2004.....	106
Gráfico 3.13 – Dívida Líquida do Setor Público – 1999 a 2004 – Mensal – Em % PIB .....	108
Gráfico 3.14 – Índice EMBI <sup>+</sup> Brasil e Taxa SELIC Nominal – Diária – Anualizada – 1999 a 2004 .....	111
Gráfico 3.15 – NFSP Consolidado – Julho/1998 a Dezembro/2004 – Com Desvalorização Cambial – Fluxo Acumulado em 12 Meses –Em % do PIB.....	112
Gráfico 3.16 – Índice EMBI <sup>+</sup> Brasil e Taxa de Câmbio Dólar (Compra) – Diário – 1999 a 2004 .....	114

## RESUMO

A análise acerca dos principais determinantes do movimento da dívida pública, após a implementação do Plano Real é um tema controverso, que tem gerado intensos debates. A visão mais convencional aponta que a expansão do déficit se deve prioritariamente ao desajuste nas contas públicas primárias. Entretanto, o argumento defendido nesta dissertação é o de que a questão central dessa expansão se encontra vinculada aos aspectos financeiros do déficit público. Para identificar os diferentes componentes desse déficit, defendemos que há uma relação entre as reformas liberalizantes, taxas de juros elevadas, vulnerabilidade externa e estagnação econômica. Mesmo após a mudança para o regime de taxas de câmbio flutuantes, o lado financeiro do déficit mantém um perfil de instabilidade, devido à sua relação com as contas externas, seja pelos títulos cambiais, seja pela permanência da elevada taxa real dos juros domésticos.

Palavras-chave: Déficit Público; Finanças Públicas; Política Econômica.

## ABSTRACT

The analysis regarding the main determinants of the moving in the public debt, after the implementation of *Plano Real* is a controversial issue, which have been generated intense debates. The conventional view appoints that expansion has find linked to the financial aspects of the public deficit. To identify the different components of this deficit, we defend that there is a relation among liberalizing reforms, high interest rates, external vulnerability and economic stagnation. Even after the change to the floating regimes exchange rates, the financial component of the deficit still shows an unstable path, because of his relation with the external account; due to the fact that federal funds are indexed by the exchange rate and by the domestic real interest rate keep up high level.

Key words: Public Debt; Public Finance; Economic Policy.

## INTRODUÇÃO

Esta dissertação se propõe a analisar os principais determinantes da elevação do déficit público brasileiro, no período de 1994 até 2004, considerando a relação entre a dívida interna e o lado financeiro do déficit.

A literatura convencional sugere que o problema do déficit público no pós-Real se deve ao controle ineficiente dos gastos primários. De acordo com essa abordagem, a queda da inflação gerava a perda do ganho com a senhoriagem, o que se somava 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 em torno de 30% do PIB, sendo a reforma fiscal indicada como fundamental. Seguindo este raciocínio, a redução do superávit primário é vista como o fator explicativo do movimento ascendente da dívida pública, devendo o esforço fiscal recair no controle dos gastos primários.

Após a mudança para o regime de câmbio flutuante e a adoção do Sistema de Metas Inflacionárias em 1999, as contas públicas melhoraram, permitindo a manutenção de expressivos superávits fiscais. No entanto, a dívida pública permanece resistente à baixa. O problema proposto neste trabalho consiste justamente em indicar o porquê da dívida líquida pública brasileira manter-se tão elevada, a despeito da obtenção de superávits primários crescentes.

Contrariamente à teoria convencional, a nossa hipótese é a de que o crescimento da dívida interna brasileira no período recente esteve principalmente articulado ao lado financeiro do déficit. Para nós, esta questão vincula-se à política macroeconômica que inter-relacionou abertura financeira e juros altos. Seguindo o argumento levantado por Corrêa e Almeida Filho (2001), a idéia é destacar a existência de uma “armadilha” macroeconômica. Indica-se que a abertura financeira ligada a juros altos leva a uma forte vulnerabilidade externa, engendrando impactos constantes sobre juros e/ou sobre o câmbio, o que gera um crescimento explosivo do déficit público.

Admite-se a importância do movimento do resultado primário nas contas públicas, no entanto, salientamos que a dinâmica de expansão/retração das reservas internacionais, articulada aos altos juros internos e ao comportamento do câmbio são componentes essenciais do crescimento da dívida pública.

O trabalho está estruturado em três capítulos. No capítulo I, destacamos o movimento de abertura financeira no Brasil para mostrar como a dinâmica interna dos juros está relacionada aos movimentos erráticos dos fluxos de capitais. A seguir, indicamos como esta dinâmica pode vir a afetar a dívida pública. A partir desta discussão é que traçaremos a periodização adotada no trabalho. No capítulo II, analisamos a trajetória da dívida pública no período de câmbio controlado para mostrar que aí se engendram novos passivos financeiros difíceis de serem revertidos na fase posterior. No capítulo III, discutimos o movimento da dívida após a introdução do regime de câmbio flexível, com o intuito de mostrar que permanece a vulnerabilidade externa do país. O objetivo é mostrar como a mudança do regime cambial e a adoção de um controle severo sobre as gastos primários não são capazes de desmontar a armadilha sobre as contas públicas. Posteriormente, serão apresentadas as considerações finais.

## CAPÍTULO I

### ABERTURA ECONÔMICA E A LÓGICA DOS DETERMINANTES FINANCEIROS DO DÉFICIT PÚBLICO

#### 1.1 – A DÍVIDA PÚBLICA NO PERÍODO ANTERIOR À IMPLEMENTAÇÃO DO PLANO REAL (1981 a 1994)

As contas públicas no período imediatamente anterior à implantação do Plano Real apresentam dois aspectos importantes, quais sejam: a relativa queda da dívida interna e a inexistência de problemas mais graves do lado das contas externas, haja vista que o Plano *Brady*<sup>1</sup> havia equacionado a questão da dívida externa brasileira.

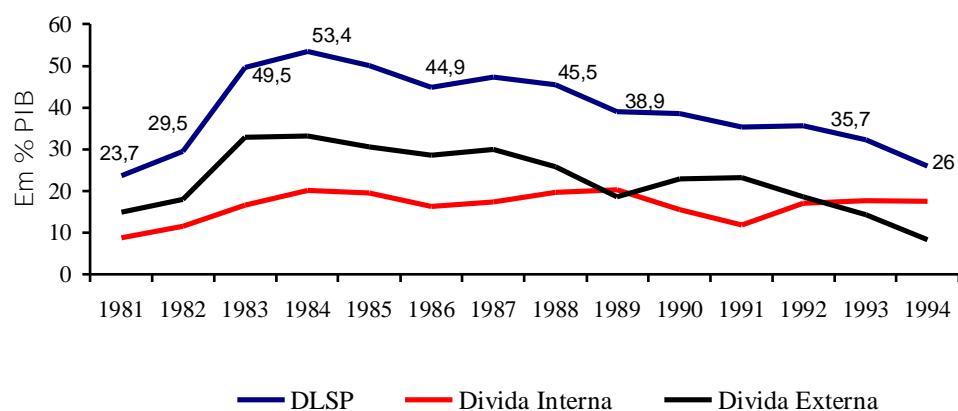
Na análise do comportamento da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), um dos principais aspectos a mencionar é que durante toda a década de 1980, a DLSP sofre uma significativa queda, em especial, entre os anos de 1982 (acima de 7%) e 1984 (abaixo de 3%), exatamente o período em que o Brasil mantinha o acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI). Nessa década ainda, tanto a dívida externa quanto a dívida interna do setor público apresentavam uma trajetória ascendente de crescimento. No entanto, a dívida

---

<sup>1</sup> Em 1994, o Brasil realizou um acordo com os bancos internacionais e com o FMI sobre parte de sua dívida externa, trocando papéis de dívida bancária por títulos do governo brasileiro. O Plano propôs a securitização da dívida, isto é, a troca de títulos velhos por novos e com o alongamento dos prazos de pagamento e a redefinição das taxas de juros. Esta negociação ficou conhecida por Plano *Brady* (GREMAUD *et al.*, 2004).

externa encontrava-se num patamar superior à dívida interna (Gráfico 1.1). Observa-se então que os elevados níveis da DLSP eram fortemente influenciados pelo movimento da dívida externa. Nesse contexto, a relação DLSP/PIB<sup>2</sup> (Dívida Líquida do Setor Público como proporção do Produto Interno Bruto) é um dos indicadores que sinaliza a dificuldade de solvência do Estado, sobretudo, a partir da crise do início dos anos 1980.

Gráfico 1.1 - Dívida Líquida do Setor Público Dividida: Dívida Interna e Dívida Externa – Em % do PIB – 1981 a 1994



FONTE: Banco Central do Brasil (2005).

De 1981 a 1984, a relação DLSP/PIB subiu de 20% para 50%. Este movimento esteve associado a três fatores: primeiro, ao baixo crescimento do PIB no período em questão; segundo, aos déficits fiscais da época; e, terceiro, à desvalorização cambial de 1983, que elevou o valor da dívida externa medida como porcentagem do PIB. Neste contexto, verifica-se que, na composição da DLSP/PIB a dívida externa mostra-se mais elevada do que a dívida interna (Gráfico 1.1).

A partir de 1984, começa a haver uma inflexão deste movimento, ocorrendo uma queda na DLSP até 1994. A redução é explicada inicialmente pela diminuição da dívida

<sup>2</sup> Medida em porcentagem do PIB, a DLSP é um indicador da capacidade do setor público de honrar a sua dívida, sem a necessidade de aumentar impostos ou emitir moeda. A relação DLSP/PIB pode sinalizar a disposição dos agentes privados para emprestarem recursos ao governo, dado um nível sustentável de endividamento público (FILHO e PINHEIRO, 2003:55). Segundo alguns estudos empíricos, essa relação parece ter um máximo admitido pelo mercado da ordem de 56% (DELFIM NETTO, 2005).

externa<sup>3</sup>, movimento que será seguido pela dívida interna após 1989 e até meados de 1991. A dívida pública mantém esta trajetória até no ano imediatamente anterior à implementação do Plano Real.

Ainda pela análise do Gráfico 1.1, observa-se que a dívida líquida interna se manteve bastante elevada no período de alta inflação, ou seja, até 1989. Em 1990, a política econômica do Plano Collor provocou uma substancial subindexação<sup>4</sup> da dívida interna, sendo que a despesa com os juros da dívida pública se reduziu consideravelmente, até 1992. Já a dívida externa aumentou devido à desvalorização cambial verificada naquele período. A situação esteve sob controle até a implantação do Plano Real, porém, a partir de 1994 o déficit público voltou a crescer.

Para a avaliação do déficit público no período de 1981 até 1994, trataremos da evolução das Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP)<sup>5</sup> em seus resultados *prímario* e *operacional*, os quais excluem e incluem, respectivamente, os gastos com juros<sup>6</sup>. A idéia nesta parte do trabalho é apenas destacar os principais condicionantes do movimento da dívida para podermos entender a situação que se apresentava quando da implantação do Plano Real. Não pretendemos aqui indicar a política econômica do período em questão.

A análise do período anterior ao Plano Real pode ser subdividida em dois momentos: primeiro, de 1981 a 1989 e segundo, de 1990 a 1994. O que queremos observar, a partir dessa periodização, é que entre 1981 e 1989, apresentam-se expressivos déficits fiscais (conceito *operacional*), sendo que nesses anos a dívida externa do setor público revela patamares superiores à dívida interna (Gráfico 1.1). Paralelamente, o período que vai

<sup>3</sup> A dívida externa líquida do setor público que já tinha caído de 19% do PIB em 1989, reduz-se para 8% do PIB em 1994 e atinge apenas 4% do PIB em 1996.

<sup>4</sup> Em 1990, os títulos públicos foram bloqueados quase que em sua totalidade. Ao serem restituídos a partir de 1991 sofreram uma correção acumulada que não compensou nem a inflação ocorrida no período (GREMAUD *et al.*, 2004).

<sup>5</sup> Ao longo de todo este estudo, as NFSP de um determinado mês são tratadas como fluxos dos últimos 12 meses em termos de porcentagem do PIB.

<sup>6</sup> A discussão referente ao período anterior à implementação do Plano Real não contempla o resultado *nominal* das NFSP. Isto porque em períodos de altas taxas de inflação e com elevado estoque de dívida pública, a apuração do déficit *nominal* pode não retratar adequadamente o desempenho fiscal do governo. Nesse caso, é preferível a adoção do conceito *operacional*, que consiste no déficit nominal menos a correção monetária e cambial, levando-se em consideração apenas os juros reais (TÁVORA, 2001).

de 1990 a 1994 apresenta um desequilíbrio fiscal inferior aos anos anteriormente observados, sendo que em consequência da queda das NFSP há uma redução da dívida líquida interna.

### 1.1.1 - O Sub-Período 1981/89

No tocante à apuração do resultado fiscal pelo critério “abaixo da linha” (realizado pelo Banco Central) os dados para o setor público consolidado, que compreende as três esferas do governo (estados e municípios, empresas estatais e governo central) estão disponíveis a partir de 1991. Dessa forma, para uma análise do impacto dos juros nos resultados fiscais no período imediatamente anterior à implementação do Plano Real, recorre-se aos dados das necessidades de financiamento para o setor público demonstrados por Giambiagi e Além (2000), conforme apontados na Tabela 1.1.

Tabela 1.1 – Composição das Necessidades de Financiamento do Setor Público –  
De 1985 a 1989 Com Base Monetária – Em % do PIB

Discriminação	1985	1986	1987	1988	1989
Resultado Operacional	4,73	3,60	5,70	4,80	6,90
- Governo Central	1,22	1,28	3,21	3,47	3,95
- Estados e Municípios	1,08	0,96	1,61	0,36	0,56
- Empresas Estatais	2,43	1,36	0,88	0,97	2,39
Resultado Primário	- 2,67	- 1,64	1,00	- 0,94	1,00
- Governo Central	- 1,63	- 0,36	1,77	1,06	1,41
- Estados e Municípios	- 0,09	0,06	0,62	- 0,53	- 0,35
- Empresas Estatais	- 0,95	- 1,34	- 1,39	- 1,47	- 0,06
Juros Reais Líquidos	7,40	5,24	4,70	5,74	5,90
- Governo Central	2,85	1,64	1,44	2,41	2,54
- Estados e Municípios	1,17	0,90	0,99	0,89	0,91
- Empresas Estatais	3,38	2,70	2,27	2,44	2,45

(-) Indica superávit.

FONTE: Banco Central /n GIAMBIAGI e ALÉM (2000:129).

Em termos do resultado *primário*, há uma piora de condições entre meados da década de 1980 e o final desta. Passamos de um superávit *primário* de 2,67% do PIB, em 1985, para um déficit de 1% do PIB em 1989 (Tabela 1.1).

Durante toda a década de 1980 as contas do setor público apresentam expressivos déficits fiscais. A análise das causas precisas dessa deterioração fiscal torna-se difícil, pela ausência de divulgação de dados “acima da linha” da execução fiscal no período anterior a 1997. Outro aspecto prejudicial é a diferença na metodologia de apuração entre as informações das Contas Nacionais do IBGE e a apuração do déficit público realizada pelo Banco Central.

Mesmo considerando essa questão, sabe-se que houve uma relativa manutenção da arrecadação tributária como percentagem do PIB (25,6% do PIB em média à época), combinada com um aumento dos gastos públicos – dados que podem ser levantado pelas Contas Nacionais (Tabela 1.2).

Tabela 1.2 – Especificação das Contas Nacionais – 1971 a 1994 – Em % do PIB

Período	Receita Tributária	Salários e Encargos			Outras Despesas Correntes	Assist. e Previd.	Subsídios	Juros Reais	Poupança Governo
		União	Estados/ Municípios	Total					
1971/75	25,3	3,5	3,9	7,4	2,9	6,7	1,5	0,5	6,3
1976/80	25,1	3,1	3,7	6,8	2,9	7,6	2,1	0,8	4,9
1981/85	25,3	3,0	3,9	6,9	3,1	8,5	2,3	3,0	1,5
1986/90	25,5	3,5	5,7	9,2	4,7	8,2	1,7	2,3	-0,6
1991/94	26,8	2,6	6,8	9,4	6,5	10,1	1,2	2,4	-2,8

FONTE: Varsano (1996) /n GIAMBIAGI e ALÉM (2000:152).

Pelos dados da Tabela 1.2, observa-se que, entre 1981 e 1990, houve um crescimento significativo nas despesas com pessoal e nas despesas com previdência.

No que diz respeito às despesas com pessoal, podemos constatar que estas passaram de um patamar médio de 6,8% do PIB, no período 1976/80, para 9,2%, no período 1986/90. Como se pode perceber, o período em que cresceram mais essas despesas é este último, apesar de que entre 1981 e 1985, elas também apresentaram uma certa expansão.

Uma das observações importantes quanto a esse movimento é a de que o crescimento dos gastos com salários e encargos deveu-se principalmente aos estados e municípios, ainda que também tenham crescido também os gastos da União. Percebemos que os gastos com pessoal efetuados pelos estados e municípios passaram de 3,9% do PIB, entre 1971/75, para 5,7% do PIB, entre 1986/90. A trajetória dessa despesa continuou apresentando crescimento no período seguinte, quando se atingiu o índice de 6,8% do PIB.

Enquanto isto, no caso das despesas com pessoal da União, comparando-se também com os gastos médios de 1971/75, houve uma queda na ordem de 25,71% até meados dos anos 1980. Mas no período de 1986 a 1990, nota-se uma recuperação nesses gastos.

No que tange aos gastos previdenciários agregados, em todo o período, observa-se um crescimento. Passamos de um patamar de 7,6% do PIB, entre 1976/80, para 8,2%, entre 1986/90.

Outro dado inquietador relaciona-se ao crescimento nos gastos de outras despesas correntes, que passou de 2,9% do PIB, em 1971/75, e atingiu 4,7% no final dos anos 1980 e continuou a crescer, passando para 6,5% do PIB no período de 1991/94.

Giambiagi (1997) observa que a performance de crescimento dos gastos primários<sup>7</sup> no último período esteve intimamente ligada a aspectos relativos à implantação da Constituição de 1988, que conferiu uma certa rigidez para os gastos públicos.

A partir de 1988, todas as despesas públicas federais passaram a contar com prévia autorização legislativa do Congresso Nacional, sendo que todas as contas, desde as referentes ao pagamento de pessoal até as despesas com pagamentos de juros da dívida pública, foram transferidas para o Orçamento Geral da União (GIAMBIAGI e ALÉM, 2000). Ao mesmo tempo, algumas das disposições da Constituição de 1988 acarretaram impactos sobre os gastos do governo, dentre os quais podem ser citados (GIAMBIAGI e ALÉM, 2000): a elevação da alíquota das transferências de receita para estados e municípios; a sobrecarga ao sistema previdenciário pelo aumento de suas despesas com os inativos; e, o aumento da proporção de recursos da União, obrigatoriamente destinados a certas despesas sociais.

Quanto ao aumento da parcela de transferência aos estados e municípios, vale salientar que este fato contribuiu para a perda de margem de manobra das autoridades federais. Houve ainda o encolhimento da parcela de “*recursos de livre disponibilidade*” do governo federal, e isto aconteceu pelo fato de o governo passar a ser responsável por uma parcela menor do gasto público.

Soma-se à questão também, o fato de que as despesas pela rubrica OCC (Outras Despesas de Custo e Capital), sobre a qual se tinha controle direto, diminuíram, ao

---

<sup>7</sup> No capítulo seguinte, abordaremos a visão mais convencional a respeito do crescimento dos gastos primários.

mesmo tempo em que as demais despesas não-financeiras (gasto com pessoal, benefícios previdenciários, transferências constitucionais), que são as mais rígidas, geraram dificuldades fiscais. Estes fatores levaram a uma piora no resultado *primário* – que considera as receitas e as despesas totais, excluindo o pagamento de juros – e o aspecto importante a destacar é que os gastos primários tornam-se realmente muito mais rígidos.

Ainda quanto às NFSP (considerando o conceito *operacional*), resta comentar o comportamento dos juros. Por toda a década de 1980 os gastos com juros reais estiveram sob patamares médios da ordem de 5% do PIB, apesar de apresentarem uma queda no período de 1986/90. Note-se que o resultado *primário* é superavitário nos dez anos considerados na Tabela 1.1, com exceção feita aos anos de 1987 e 1989 que apresentaram um pequeno déficit da ordem de 1% do PIB.

Neste contexto, já importa observar que os gastos primários não poderiam ser indicados como sendo os grandes causadores do pagamento de altos juros reais líquidos, uma vez que nos anos de 1985 e 1986, por exemplo, obtiveram-se superávits *primários*, enquanto que os juros permaneceram em patamares elevados, tais como 7,4% do PIB em 1985, e 5,24% do PIB no ano de 1986.

No entanto, mesmo considerando essa performance, as NFSP sob o conceito *operacional* pioraram durante a década de 1980, apresentando uma situação de déficit constante e crescente, como nos mostra a mesma tabela. Como resultado, a DLSP cresceu até 1989, e o movimento de queda da dívida líquida total se deve à queda da dívida externa do setor público (Gráfico 1.1).

O argumento defendido nesta dissertação é o de que, mesmo considerando essa deterioração fiscal e o crescimento da rigidez do lado primário das contas públicas, é o perfil indexado da dívida pública o elemento mais perverso para o crescimento dos gastos operacionais. A conjunção da piora do resultado *primário* e do movimento dos juros reais líquidos faz com que as NFSP (sob o conceito *operacional*) aumentem ao longo da década de 1980. Isto, por sua vez, impulsiona o crescimento da dívida líquida até 1989.

### 1.1.2 - O Sub-Período 1990/94

A partir de 1989, no entanto, há uma reversão do cenário anterior, pois o resultado *primário* do setor público começa a apresentar superávits crescentes, enquanto os juros reais apresentam valores menores do que aqueles verificados na década de 1980, até porque a parcela referente ao lançamento de dívida nova para financiar o déficit *primário* deixa de existir.

Ademais, a queda da dívida pública ao longo de praticamente todo o período compreendido entre 1985 a 1994 tendeu obviamente a diminuir o peso dos juros. Então, a melhora no nível dos juros reais líquidos (NFSP) é resultado da própria queda da dívida pública (DLSP/PIB) entre 1989 e 1994. Os juros reais estiveram num valor médio de 5,8% do PIB no período 1985/89, e depois caíram para uma média de 2,8% no período 1990/94 (Tabela 1.3).

Tabela 1.3 – Composição das Necessidades de Financiamento do Setor Público – Com Base Monetária – Em % do PIB – De 1990 a 1994

Discriminação	1990	1991	1992	1993	1994
Resultado Operacional	- 1,38	0,19	1,74	0,71	- 1,14
- Governo Central	- 2,43	0,08	0,58	0,60	- 1,57
- Estados e Municípios	0,41	- 0,68	0,65	0,08	0,80
- Empresas Estatais	0,64	0,79	0,51	0,03	- 0,37
Resultado Primário	- 2,31	- 2,71	- 1,57	- 2,26	- 5,21
- Governo Central	- 1,51	- 0,98	- 1,10	- 0,88	- 3,25
- Estados e Municípios	- 0,34	- 1,40	- 0,06	- 0,62	- 0,77
- Empresas Estatais	- 0,46	- 0,33	- 0,41	- 0,76	- 1,19
Juros Reais Líquidos	0,93	2,90	3,31	2,97	4,07
- Governo Central	- 0,92	1,06	1,68	1,48	1,68
- Estados e Municípios	0,75	0,72	0,71	0,70	1,57
- Empresas Estatais	1,10	1,12	0,92	0,79	0,82

- Indica superávit.

FONTE: Banco Central do Brasil /n GIAMBIAGI e ALÉM (2000:129).

Giambiagi e Além (2000:130) observam que a queda dos gastos com juros também foi devida à mudança na forma de contabilização dos juros. Antes de 1989, o resultado dos juros reais líquidos inchava por uma impropriedade técnica. No cálculo dos juros reais, adotava-se a seguinte metodologia: tomava-se o resultado nominal e considerava-se “juro

real” como aquela parcela dos juros nominais que excedesse a correção monetária definida pelo governo. Como o cálculo da correção monetária contabilizada nos títulos subestimava a inflação efetiva do período (que deveria ser captada por índices de preços centrados no último dia do mês, o que não era o método utilizado), o cálculo dos juros reais levava a que estes expusessem patamares mais altos do que deveriam ser considerados. A partir de 1989, segundo Giambiagi e Além (2000:130):

*“o Banco Central mudou o método de cálculo dos juros e passou a considerar componente de correção monetária implícita, a inflação verificada entre as datas de ponta de cada mês – captada pela interpolação de índices de preços centrados no meio do mês – eliminando, consequentemente, a parcela de juros indevidamente considerada até então uma despesa real”.*

As NFSP no conceito *primário* atingiram, então, no período 1985/89, um superávit médio de 0,65% do PIB, e alcançaram entre 1990/94, uma média superior, chegando a 2,8% do PIB (Tabela 1.3). Portanto, o resultado *primário* apresentou uma melhora considerável, a despeito da questão da rigidez dos gastos públicos após a promulgação da Constituição de 1988.

O resultado *operacional*, que exclui a correção monetária e considera apenas os juros reais, apresenta uma melhor performance *vis-à-vis* aos períodos anteriormente analisados (Tabela 1.3). Em 1990 e 1994, têm-se superávits e, de 1991 a 1993, déficits, só que em níveis inferiores aos que se verificaram na segunda metade da década de 1980. Ou seja, a situação da dívida interna torna-se claramente melhor: não apenas caem os gastos primários, como também os gastos com juros se reduzem. Como consequência, a DLSP cai até 1994, movimento conjugado também à queda da dívida externa, em detrimento da troca de títulos velhos por novos com o alongamento dos prazos de pagamento e a redefinição das taxas de juros.

Conforme se pode perceber, até aqui, consideramos as NFSP sob os conceitos *primário* e *operacional*, pois expressam com maior clareza o movimento efetivo dos gastos do Governo. Na verdade, o FMI preferia considerar em suas análises o resultado *nominal*. Entretanto, como o período em questão era marcado por elevada inflação, o conceito *nominal* desvia o resultado, apresentando déficits nominais crescentes. Nos anos 1980, então, passou-se a divulgar simultaneamente o indicador do resultado *nominal* e

*operacional*. Ainda que a performance fundamental dos gastos públicos deva ser analisada a partir do conceito *operacional*, o conceito *nominal* permite-nos analisar a questão de que parte das NFSP passa a ser coberta de fato com receita de senhoriagem<sup>8</sup> real. Ou seja, quando a inflação é alta, aumenta a receita advinda da senhoriagem real e parte das demandas de gastos nominais sobre o setor público é atenuada (PASTORE, 2002). Então, parte da melhora do resultado *primário* se deve ao ganho com essa receita. Como se vê pela Tabela 1.4, no período de inflação alta, o ganho com a senhoriagem real também é elevado.

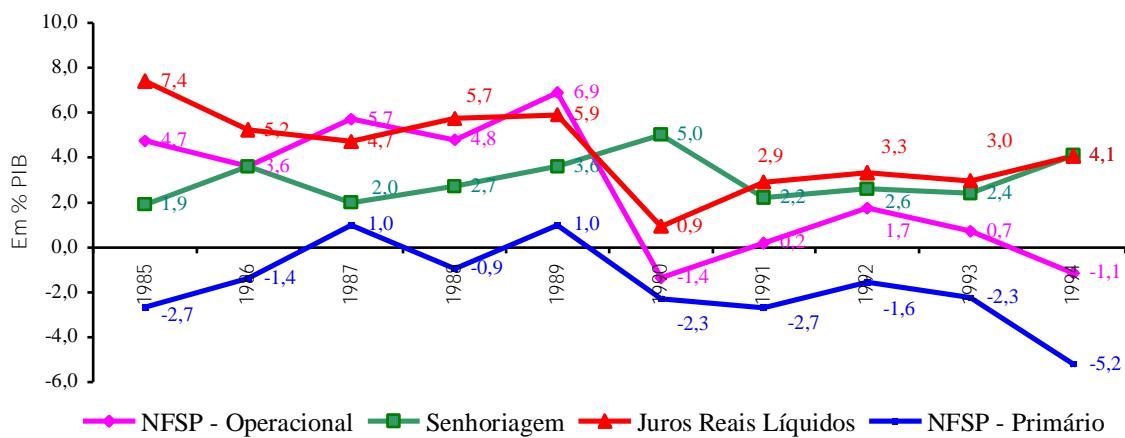
Tabela 1.4 - Déficit Público e Senhoriagem Real – Em % do PIB

Período	NFSP- Conceito Operacional	Senhoriagem Real
1981/84	5,0	1,8
1985/89	5,1	2,8
1990/94	0,0	3,3
1995/99	4,8	0,7

FONTE: GIAMBIAGI e ALÉM (2000:218).

Na segunda metade dos anos 1980, o financiamento por meio de senhoriagem real foi inferior ao déficit público registrado, conforme se pode observar pelo Gráfico 1.2.

Gráfico 1.2 – NFSP Operacional, Financiamento por meio da Senhoriagem, Juros Reais Líquidos e NFSP Primário – Em % do PIB – 1985 a 1994



FONTE: Banco Central do Brasil /n GIAMBIAGI e ALÉM (2000:216).

<sup>8</sup> Para Giambiagi e Além (2000), a senhoriagem, a rigor, é melhor definida como “poder de compra resultante de um fluxo de emissão nominal de base monetária”, o que exige definir um índice de preços de referência. Ela corresponde, portanto, a S/P, em que S é a base monetária emitida no período e P, o índice de preços.

Paralelamente, conjugando-se um déficit *operacional* médio nulo entre 1990 e 1994 com um financiamento monetário maior, tem-se um importante fator para explicar a queda substancial da relação DLSP/PIB ocorrida no período.

Entretanto, após a implantação do Plano Real, a dívida pública apresenta uma performance totalmente distinta. Os gastos públicos saíram de uma situação de relativo controle (dívida interna e externa) para um movimento de crescimento constante e explosivo.

Na verdade, no Governo Fernando Henrique Cardoso (FHC) o país continuou a adequação às indicações do Consenso de Washington<sup>9</sup>, aumentando o grau de abertura econômica e financeira, além de reduzir a participação do Estado na economia, movimentos estes iniciados durante o Governo Collor. O comportamento das finanças públicas estaria cada vez mais relacionado à estratégia de política macroeconômica, que se passava a empreender.

O argumento teórico que gerou a implantação do Plano Real chamava a atenção para o fato de que as contas públicas estavam no patamar de 30% do PIB de forma artificial, por conta do ganho de senhoriagem. A política econômica proposta dava ênfase no ajuste das contas do setor público.

O argumento básico era que ocorria no Brasil um efeito Oliveira-Tanzi<sup>10</sup> às avessas já que os impostos eram protegidos contra a inflação, enquanto as despesas eram determinadas no orçamento em termos nominais.

A inflação, portanto, prestava o tradicional serviço de gerar um imposto inflacionário ao Tesouro Nacional, e talvez mais importante, era o fato de que ela reduzia o

---

<sup>9</sup> Em novembro de 1989, o Instituto de Economia Internacional reuniu, em um encontro de formato acadêmico, representantes do governo dos EUA, FMI, BIRD (Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento, também conhecido como Banco Mundial), BID (Banco Interamericano de Desenvolvimento) e economistas acadêmicos latino-americanos, para avaliar as reformas liberais em andamento na América Latina e para criar a oportunidade de coordenação desse processo. As propostas que resultaram desse encontro e posteriormente foram sendo impostas a vários países em desenvolvimento, em especial pelos órgãos de financiamento internacional (Banco Mundial e FMI) ficaram conhecidas como Consenso de Washington e colocavam as seguintes questões: *"disciplina fiscal, redirecionamento das prioridades de gastos públicos para as áreas de saúde, educação e infra-estrutura, reforma fiscal (ampliando a base fiscal e reduzindo impostos marginais), estabelecimento de taxas de câmbio competitivas, garantia dos direitos de propriedade, desregulamentação, liberalização comercial, privatização, eliminação de barreiras ao investimento estrangeiro e liberalização financeira"* (BAUMANN, 2000:13).

<sup>10</sup> O efeito Oliveira-Tanzi sustenta, ao contrário, que o déficit orçamentário declina quando a inflação diminui, sob o pressuposto de que os gastos do governo são fixos em termos reais, enquanto as receitas tributárias não são protegidas contra a inflação.

gasto real, por meio da senhoriagem. A conclusão desta perspectiva teórica era a de que o controle da inflação deveria pressupor um equilíbrio do orçamento governo *ex-ante*, isto é, fazia-se necessário cortar gastos previamente erodidos pela inflação ou financiados pelo imposto inflacionário (BACHA, 1998). Como se sabe, o ajuste fiscal não ocorreu e nos primeiros anos da implantação do Plano Real houve uma paulatina redução do superávit *primário*.

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 e ALÉM, 1996; ROSSI, 1987; BEVILAQUA e GARCIA, 1999), sendo que o argumento mais utilizado é o de que esta questão não está relacionada ao movimento de abertura financeira. Segundo esta perspectiva teórica, a dinâmica perversa da dívida deveria ser buscada no comportamento dos gastos primários, que não teriam sido devidamente controlados antes e nem depois da implementação do Plano Real (PASTORE, 2000; PASTORE, 2002).

De acordo com este argumento, a queda da inflação, gerava a perda de 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*, entendida como a variável explicativa do movimento ascendente da dívida pública.

Contrariamente a esse argumento, o presente trabalho pretende investigar a relação entre a dívida interna brasileira no período recente e o lado financeiro do déficit público. Sobretudo, vinculando esta questão à política macroeconômica que inter-relacionou abertura financeira e juros altos. Segundo o argumento levantado por Corrêa e Almeida Filho (2001), a idéia é destacar a existência de uma “armadilha” macroeconômica. Indica-se que a abertura financeira ligada a juros altos leva a uma forte vulnerabilidade externa, engendrando impactos constantes sobre juros e/ou sobre o câmbio, o que gera um crescimento explosivo do déficit público.

Na medida em que pretendemos demonstrar esta articulação, antes de iniciar a análise do movimento da dívida propriamente dita, destacaremos o movimento de abertura financeira no Brasil para mostrar como a dinâmica interna dos juros está relacionada aos

movimentos erráticos dos fluxos de capitais. A seguir indicamos como esta dinâmica pode vir a afetar a dívida pública. A partir desta discussão é que traçaremos a periodização adotada no trabalho.

## 1.2 – ABERTURA FINANCEIRA E O MOVIMENTO DE ATRAÇÃO DOS CAPITAIS: MONTAGEM DA ARMADILHA MACROECONÔMICA SOBRE A DÍVIDA PÚBLICA

### 1.2.1 – Abertura Financeira e a Dinâmica Internacional dos Fluxos de Capitais: a periodização

No período entre 1984 a 1998 detecta-se um longo ciclo de liquidez no cenário internacional, com um enorme afluxo de capitais para as economias emergentes. Entretanto, já neste ciclo era possível observar a existência de disruptões (PRATES e FRAHI, 2004), entre as quais, destacam-se a crise do México entre 1994 e 1995; a crise da Ásia em 1997 e, por fim, a crise da Rússia, em 1998. A Tabela 1.5 nos mostra a trajetória de crescimento da entrada de capital privado nos mercados emergentes, sobretudo no período de 1990 a 1997, e evidencia também a tendência de queda nesses fluxos, quando se precipitava alguma crise.

No que tange ao movimento dos fluxos internacionais de capital, podemos identificar duas fases distintas: a primeira, que ocorre até 1997 e a segunda, logo após a Crise da Ásia. Nessa primeira fase, os fluxos de capitais dirigiam-se com mais força para a Ásia, mas também já ocorria um forte direcionamento para a América Latina<sup>11</sup> (Tabela 1.5).

No caso da América Latina, o ingresso de capitais se dá fortemente via conta Investimento em Portfólio (aplicações em títulos), principalmente a partir do momento em

---

<sup>11</sup> O retorno dos fluxos de capitais para os países latino-americanos neste período, coincidiu com o início das reformas impostas pela “globalização financeira”, seguindo as indicações do Consenso de Washington, tais como a liberalização da Conta Capital e Financeira e o processo de securitização, como nova forma de alavancagem de recursos. Neste contexto, os países que se submetem ao receituário de Washington adotam políticas de estabilização monetária baseadas na âncora cambial (graças à forte entrada de capitais, o câmbio se encontra sobrevalorizado). Com isso, Governos e empresas iniciam um novo ciclo de endividamento, sendo grande parte realizada via emissão de títulos de dívida.

que estas economias começam a abrir seu capital. No caso do Brasil, esta abertura ocorre no início dos anos 1990 e, portanto, antes das crises.

Tabela 1.5 – Fluxos de Capital Privado para as Economias Emergentes, 1990 a 1998 – US\$ Bilhões

Regiões	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
<b>Mercados Emergentes</b>									
Total de entrada de capital privado	47,7	123,8	119,3	181,9	152,8	193,3	212,1	149,2	64,3
IDE	18,4	31,3	35,5	56,8	82,6	96,7	115,0	140,0	131,0
Investimento em Portfólio	17,4	36,9	51,1	113,6	105,6	41,2	80,8	66,8	36,7
Empréstimos Bancários e Outros	11,9	55,6	32,7	11,5	-35,5	55,4	16,3	-57,6	-103,5
<b>Africa</b>									
Total de entrada de capital privado	4,4	8,9	6,9	8,7	4,8	6,8	7,6	16,3	10,3
IDE	1,2	2,0	1,7	1,9	3,4	4,2	5,5	7,6	6,8
Investimento em Portfólio	-1,5	-1,5	-0,6	1,0	0,8	1,5	-0,2	2,9	3,5
Empréstimos Bancários e Outros	4,7	8,4	5,8	5,8	0,7	1,2	2,3	5,8	0,0
<b>Ásia</b>									
Total de entrada de capital privado	19,6	34,1	17,9	57,3	66,4	95,1	100,5	3,2	-55,1
IDE	9,3	14,4	14,8	33,0	45,3	49,8	55,1	62,6	50,0
Investimento em Portfólio	-2,7	1,4	7,8	21,0	9,4	10,9	12,6	0,9	-15,4
Empréstimos Bancários e Outros	13,0	18,4	-4,7	3,3	11,7	34,4	32,8	-60,3	-89,7
<b>Cinco Países Asiáticos Afetados<sup>1</sup></b>									
Total de entrada de capital privado	24,2	26,8	26,6	31,9	33,2	62,5	62,4	-19,7	-46,2
IDE	6,0	6,1	6,3	6,7	6,5	8,7	9,5	12,1	4,9
Investimento em Portfólio	0,3	3,4	5,3	16,5	8,3	17,0	20,0	12,6	-6,5
Empréstimos Bancários e Outros	17,9	17,3	15,0	8,7	18,4	36,9	32,9	-44,5	-44,5
<b>Europa</b>									
Total de entrada de capital privado	0,0	-16,3	7,6	26,0	16,1	48,1	25,2	35,3	17,5
IDE	0,5	3,2	5,1	6,7	6,0	13,9	13,4	16,6	18,2
Investimento em Portfólio	0,5	0,4	2,3	12,4	22,5	18,9	24,8	20,5	4,8
Empréstimos Bancários e Outros	-1,1	-19,9	0,3	7,0	-12,3	15,2	-13,0	-1,8	-5,4
<b>Rússia</b>									
Total de entrada de capital privado	-5,0	-10,2	0,7	5,9	2,1	15,1	-2,6	1,0	-14,7
IDE	-0,7	0,0	0,7	0,9	0,5	1,7	1,7	3,6	1,2
Investimento em Portfólio	0,0	0,0	0,0	5,0	16,5	14,4	21,9	17,2	4,5
Empréstimos Bancários e Outros	-4,3	-10,2	0,0	0,0	-14,9	-1,1	-26,3	-19,8	-20,4
<b>Oriente Médio</b>									
Total de entrada de capital privado	10,0	73,0	30,9	27,3	17,9	5,0	-3,1	7,1	22,6
IDE	0,6	0,3	0,1	3,2	3,1	2,8	1,7	2,5	2,2
Investimento em Portfólio	3,5	21,9	11,3	18,1	12,1	8,3	3,7	2,8	10,8
Empréstimos Bancários e Outros	5,8	50,8	19,6	5,9	2,6	-6,1	-8,5	1,8	9,6
<b>Hemisfério Ocidental</b>									
Total de entrada de capital privado	13,7	24,1	55,9	62,6	47,5	38,3	82,0	87,3	69,0
IDE	6,7	11,3	13,9	12,0	24,9	26,0	39,3	50,6	54,0
Investimento em Portfólio	17,5	14,7	30,3	61,1	60,8	1,7	40,0	39,7	33,0
Empréstimos Bancários e Outros	-10,5	-2,0	11,7	-10,6	-38,2	10,6	2,7	-3,1	-18,1
<b>Brasil</b>									
Total de entrada de capital privado	8,1	3,1	14,1	12,0	10,0	33,1	35,2	20,5	17,1
IDE	0,0	0,1	1,9	0,8	20,0	2,8	10,0	15,5	25,0
Investimento em Portfólio	0,5	3,8	14,5	12,3	51,1	11,7	21,4	10,5	17,5
Empréstimos Bancários e Outros	7,3	-0,8	-2,3	-1,2	-43,2	18,6	3,8	-5,5	-25,4

<sup>1</sup>Indonésia, Coréia, Malásia, Filipinas e Tailândia.

FONTE: IMF (1999).

Esta situação perdura até o surgimento da crise asiática em 1997. Pode-se dizer que foi um ciclo longo de liquidez. A Crise do México permeia este ciclo, mas não chega a cortá-lo. Esta crise ocorre em dezembro de 1994 e coincide com um período de seguidas elevações da taxa de juros básica americana, ocasionando uma brusca reversão dos fluxos financeiros internacionais para aquele país, assistindo-se então, ao primeiro fenômeno conhecido por Efeito Tequila<sup>12</sup>, que afetou principalmente os países da América Latina. Já os países asiáticos não foram afetados pela crise, como pode ser verificado através da Tabela 1.5.

Depois do Efeito Tequila, o risco cambial dos investimentos se eleva muito e o aporte de capitais para os mercados emergentes passa a se fazer de forma mais seletiva; vários detentores de capitais vendem seus ativos e retiram grandes volumes de recursos do conjunto das economias emergentes, particularmente das latino-americanas (Tabela 1.5). Estas reações rápidas dos investidores tornam-se um dos traços característicos das reversões dos ciclos de liquidez no contexto da globalização. De qualquer forma, apesar da curta duração e do nível de liquidez internacional continuar elevado, o impacto da crise mexicana já dava um sinal de alerta, porque mesmo considerando o retorno dos fluxos, os investidores internacionais passaram a exigir remunerações em níveis bem mais elevados que os anteriores, diante da percepção de riscos maiores (PRATES e FARHI, 2004).

No que tange à lógica dos fluxos de capital, quando se considera um país que não tem moeda forte e apresenta um elevado grau de abertura financeira – estabelecida após um longo período de controle – os capitais de curto prazo só têm o potencial de dominar os fluxos externos, caso se esteja em um período de liquidez internacional. No caso do Brasil, conforme destacado anteriormente, isto resultou da abertura financeira e da ampla liquidez internacional logo antes da implementação do Plano Real. Aliás, pode-se verificar pela Tabela 1.5 que, a partir de 1992, ocorreu um expressivo afluxo de recursos pela rubrica Investimento em Portfólio, que perdura até 1996, reduz-se com a crise asiática, e cai ainda mais com a crise russa.

Até 1996 houve, portanto, uma grande expansão desses fluxos de capitais para os países periféricos. Esses capitais se dirigiam, neste período, para a Ásia em primeiro lugar e paralelamente para a América Latina, conforme apontado anteriormente. O intenso fluxo de

---

<sup>12</sup> Sobre a crise mexicana e o “Efeito Tequila” ver Griffith-Jones (1996).

capitais, inicialmente de curto prazo, levou à alta nos preços dos ativos financeiros (ações e títulos) das economias emergentes, causando o aumento do ingresso de investidores internacionais em busca de maior rentabilidade, sobretudo, naqueles mercados que não impunham restrições à saída desses capitais voláteis.

O movimento dos fluxos de capitais para os Mercados Emergentes aumentou sobremaneira, passando de US\$ 47,7 bilhões, em 1990, para US\$ 212,1 bilhões, em 1996, conforme se observa pela Tabela 1.5. Esta expansão se deu principalmente pela Conta Investimentos Diretos Estrangeiros, fonte das privatizações nos países emergentes, e pela conta Investimento em Portfólio, que foi a principal fonte de entrada de recursos. Por sua vez, a Conta Empréstimos Bancários e Outros se mostrou bastante volátil em toda a década de 1990. Além da entrada de capitais para a compra de títulos e ações, também se observa elevados montantes de investimento direto direcionados para o processo de privatização, em especial, para a América Latina.

Estes movimentos estiveram relacionados à dinâmica dos grandes capitais e do mercado financeiro internacional. Este forte movimento de liquidez esteve ligado a vários fatores: i) às inovações financeiras que permitiram o processo de securitização e o crescimento do mercado de derivativos (CORRÊA, 1996; LEAL FERREIRA, 1999); ii) à redução das taxas de juros internacionais, ocorrendo um “efeito contágio” sobre as demais; iii) à volta do crescimento econômico dos países centrais; e, iv) ao aumento da atuação de investidores institucionais. A partir daí, os capitais se dirigem inicialmente para os próprios países centrais. Apenas uma parte dos mesmos se dirigirá para os países periféricos. Ou seja, o aumento da liquidez é reflexo das políticas macroeconômicas adotadas pelos países centrais (PRATES e FARHI, 2004).

No que se refere ao direcionamento de recursos para os países periféricos, a sua volta ao cenário dos fluxos internacionais de capitais ocorreu após uma década de baixa capacidade de endividamento<sup>13</sup> nesses países.

Dois fatores foram determinantes para esta volta: primeiro, o processo de refinanciamento das dívidas externas dos países periféricos; e segundo, a abertura financeira engendrada por esses países. Após este processo de forte afluxo de capitais os problemas da vulnerabilidade externa começam a se explicitar.

---

<sup>13</sup> Os países asiáticos não ficaram fora do acesso a recursos na década de 1980.

Nos períodos de crise, a Conta que mais contribuiu para uma diminuição no saldo total da entrada de capitais nos Mercados Emergentes foi a Conta Empréstimos Bancários e Outros. A Tabela 1.5 nos mostra que esta Conta chega a ficar em patamares negativos na crise do México em 1994 (US\$ - 35,5 bilhões); na crise da Ásia em 1997 (US\$ - US\$ 57,6 bilhões); e, na crise da Rússia em 1998 (US\$ -103,5 bilhões).

Em períodos de conjuntura adversa, sobretudo após as crises do México e, mais tarde, da Ásia e da Rússia, observa-se um movimento de saída abrupta de capitais voláteis. No caso do Brasil, a média de recursos que ingressam após a Crise da Rússia, pela Conta Empréstimos Bancários e Outros é muito pequena, mas o potencial de saída continua elevado, atingindo US\$ - 5,5 bilhões em 1997, e US\$ - 25,4 bilhões em 1998 (Tabela 1.5).

Assim, quando há um ambiente de expectativas negativas em relação aos mercados emergentes em geral, os capitais internacionais acorrem a mercados mais seguros, engendrando uma dificuldade de captação de recursos nas economias periféricas. No caso do Brasil, o risco-país<sup>14</sup> sobe acompanhando as crises da Ásia e da Rússia e os capitais apresentam, por conseguinte, um movimento de retração. Mesmo a política de atração pela rubrica de Investimentos Diretos, via privatizações e facilidades para as fusões e aquisições (como ocorreu no setor serviços, principalmente bancos) não foram suficientes para gerar os recursos requeridos. Nesse caso, os países que trabalhavam com câmbio controlado optaram por uma política de elevação dos juros como elemento de manutenção desses recursos, no sentido de impulsionar ainda mais a atração dos capitais de curto prazo.

À medida que o ciclo de liquidez internacional se expande, aumentam as operações mais especulativas e cada vez mais alavancadas, utilizando-se esquemas de descasamentos de divisas. Com isso, ocorre de certa forma, uma bolha especulativa nos ativos das economias emergentes (PRATES e FARHI, 2004). Mas, o crescimento especulativo não se dá de forma linear nos países emergentes em razão do “efeito contágio” e da natureza dos fluxos de capitais. Então, em épocas de crises, os investidores nacionais dos países atingidos e/ou estrangeiros vendem seus ativos e retiram grandes volumes de capital não só

---

<sup>14</sup> Em linhas gerais, o risco-país é calculado por meio do Índice EMBI<sup>+</sup> do banco JP Morgan, que mede a diferença em centésimos de pontos percentuais, entre os juros pagos pelos títulos de um país e os do Tesouro dos EUA, considerados virtualmente de risco zero. Quanto maior essa diferença, maior o risco do país deixar de pagar suas dívidas, na opinião do mercado. Este conceito será detalhado mais à frente no item 1.2.3.

da economia afetada, mas também das demais economias emergentes, num “comportamento de manada”, afetando negativamente a conta financeira desses países.

Com a crise da Ásia, em 1997, assiste-se a uma nova fuga de capitais (Tabela 1.5) e a inexistência de coordenação entre os credores acentua ainda mais a rapidez dessa fuga. Outros países daquela região, tais como as Filipinas, Indonésia, Malásia e Singapura também sofreram ataques especulativos e desvincularam suas moedas do dólar. Com isto, os investidores se retiraram, pressionando as taxas de câmbio flutuantes recém-adotadas. Ocorreram ainda novos ataques especulativos, sucessivas depreciações de moedas e deflação de ativos, gerando queda na atividade econômica dos países atingidos, com exceção da Malásia que adotou controles sobre a saída de capitais (STIGLITZ, 2002). Caem as Bolsas de Valores em todo mundo e essa crise marca então, o fim da fase de alta liquidez no mercado internacional. A crise russa reforça o movimento de fuga de capitais e o “efeito contágio” (Tabela 1.5).

Em termos da periodização adotada temos, portanto, entre 1990 e 1998, um período de grande fluxo de liquidez, e entre 1998 e 1999, um movimento de retração. De 1999 a 2004, ciclos de liquidez de curta duração alternam-se com períodos de fechamento<sup>15</sup> do acesso a recursos. Outra questão importante relacionada à periodização é que durante o período 1990-1998 a maioria dos países periféricos adotou o processo de abertura com câmbio valorizado e controlado. À medida que esses países foram sofrendo ataques especulativos, eles passavam a adotar o regime de câmbio flexível. Então, o período 1999-2004 se relaciona também à fase em que estes países passam a adotar majoritariamente, um câmbio flutuante.

A partir da crise da Rússia então, observa-se que os capitais se retraem, retornando posteriormente, mas com uma dinâmica muito mais perversa. Não se observa mais a existência efetiva de um ciclo de liquidez, mas sim, períodos curtos de expansão, seguidos por períodos de retração, num movimento de *feast or famine* (IMF, 2003) ou, conforme o

---

<sup>15</sup> É considerado período de fechamento quando ocorre um período de mais de duas semanas durante o qual as emissões soberanas dos mercados emergentes são, pelo menos, 20% menores do que a média (PRATES e FARHI, 2004).

termo cunhado mais recentemente para designar esse processo, houve um *credit boom*<sup>16</sup> (IMF, 2004), seguido de retração de recursos.

Prates e Farhi (2004) destacam que o impacto da liberdade irrestrita dos fluxos internacionais de capitais coloca os países emergentes mais vulneráveis às crises financeiras e mais sujeitos aos “humores” desse mercado. Portanto, mesmo aqueles países que adotaram políticas macroeconômicas consideradas “consistentes”, segundo a interpretação do FMI, estão suscetíveis aos recentes ciclos de *feast or famine*.

Conforme destacamos, a partir de 1999 observa-se que os ciclos de liquidez de curta duração alternam-se com períodos de fechamento do acesso a crédito. Essa alternância caracteriza o perfil do mercado internacional de capitais, sobretudo no que diz respeito ao mercado de *securities* (títulos e ações), sendo que a principal modalidade de captação de recursos pelos países emergentes<sup>17</sup> era realizada via mercado de títulos (predominância desse mercado *vis-à-vis* ao de crédito). Entretanto, como se sabe, o mercado de títulos é altamente volátil (CORRÊA, 2005).

A volatilidade dos mercados de títulos vinculados a países emergentes se reforçou nos últimos anos, devido à influência crescente das mudanças na percepção dos investidores e das condições de liquidez globais sobre esse segmento. Esta influência se observa principalmente no comportamento sincronizado entre os *spreads* dos chamados *junk bonds* (títulos de rentabilidade elevada e com alto risco, emitidos por corporações americanas – *US High-Yield Bonds*) e os dos títulos emitidos pelos mercados emergentes. O fechamento dos mercados primários emergentes passa a estar cada vez mais associado ao aumento do prêmio de risco dessa categoria de papéis. Os devedores de maior risco são os primeiros a serem excluídos do mercado.

Na verdade, a dinâmica de abertura e fechamento se dá de forma diferenciada e tem muito a ver com a classificação dos papéis no espectro dos *ratings* de crédito, isto é, se estão em nível de *investment grade* ou abaixo dele. Nesse caso, os papéis que estão no nível de *sub-investment* são rapidamente descartados. Portanto, o que queremos destacar é a

---

<sup>16</sup> Prates e Farhi (2004), de acordo com *World Economic Outlook* do FMI, Washington D.C., abril de 2004, capítulo IV, p. 2, definem “*credit boom*” como uma expansão excessiva do crédito, que é insustentável e deverá ruir por si mesma.

<sup>17</sup> No caso dos países do leste asiático os empréstimos bancários se constituíram na principal fonte de financiamento durante a primeira metade dos anos 1990.

natureza volátil dos fluxos de capitais que se dirigem para os países emergentes e a sua dependência em relação à dinâmica dos mercados financeiros dos países centrais.

Alguns estudos (IMF, 2002b; BIS, 2002) discutem as mudanças ocorridas na estrutura do mercado de títulos de dívida dos países emergentes após as crises asiática e russa. Dentre essas mudanças, destaca-se o aumento da presença de fundos de investimento globais, referenciados a um *benchmark* mais amplo ("core plus" *benchmark*) que inclui títulos *com e sem* grau de investimento. No caso dos fundos de investimentos "dedicados" aos mercados emergentes, os seus gestores devem atingir ou superar a performance de um índice que inclui emissões soberanas de aproximadamente quarenta países emergentes.

Essa abordagem de gestão de *portfólio* seria menos especulativa do que aquela dos *hedge funds* e das tesourarias dos grandes bancos (IMF, 2002c). Nesse caso, observa-se uma redução do "efeito contágio" por conta da redução da importância dos *hedge funds* e das *trading desk* dos bancos de investimento nos mercados de títulos dos países emergentes após a crise russa. Isto, por sua vez, reduz a alavancagem no mercado secundário.

Dentre outros fatores que explicam a redução do "efeito contágio", podem ser citados: primeiro, a maior discriminação entre os créditos de boa e má qualidade pelos investidores; segundo, os novos métodos de gestão de risco; e, terceiro, a adoção de regimes de câmbio flutuante (CORRÊA, 2005). Especificamente em relação à crise argentina, seu impacto marginal esteve igualmente associado ao fato desta crise ter sido antecipada, o que permitiu a realocação ordenada dos fundos pelos investidores "dedicados" em mercados emergentes, e também a redução significativa do peso da Argentina nos índices dos mercados de dívida dos países emergentes, como o EMBI<sup>+</sup> (IMF, 2002a; BIS, 2002).

Em termos ainda da periodização da movimentação do fluxo internacional de capital pós-crise da Rússia, podemos apontar três momentos de alternância de escassez e de expansão de recursos para os mercados emergentes: primeiro, o período de 2001 até novembro de 2002 – no qual ocorrem fraudes contábeis em empresas norte-americanas (falência da *Enron*), a revisão do risco de crédito da *WorldCom* (empresa americana de grande porte, no ramo de telecomunicações) e a crise da Argentina, observa-se um período de forte escassez de recursos; segundo, a partir de dezembro de 2002 até o ano de 2003 assiste-se novamente ao período de abundância de recursos; e terceiro, a partir do primeiro

semestre de 2004, quando se observa uma redução na liquidez internacional devido à perspectiva de elevação na taxa de juros norte-americana.

Nos momentos de redução de liquidez os impactos sobre os países emergentes são diferenciados. Corrêa (2005) aponta uma tendência de discriminação entre regiões no caso do mercado de títulos dos países emergentes, reforçada, sobretudo, em relação aos emissores sem grau de investimento da América Latina<sup>18</sup>.

No que se refere ao período de escassez de recursos (*famine*), de maio até novembro de 2002, no caso da América latina, observa-se que os tomadores de *sub-investment grade* foram os mais afetados, o que reflete a tendência de discriminação entre devedores, com base na qualidade do crédito percebida pelos investidores. No caso de alguns países, os chamados “fundamentos macroeconômicos” contribuíram, na realidade, para reforçar esta diferenciação. No ano de 2002, em especial, observa-se um cenário de incertezas políticas e econômicas devido à proximidade das eleições no Brasil e na Turquia. No segundo e terceiro trimestre de 2002, os emissores “sem grau de investimento”, particularmente da América latina, foram, de forma geral, excluídos do mercado primário num período de 20 a 27 semanas, a partir da segunda semana de maio. Já os tomadores “com grau de investimento” não latino-americano beneficiaram-se de uma redução do custo do endividamento.

Estes movimentos estiveram associados à realocação das aplicações dos fundos “dedicados”, os quais aumentaram suas posições em caixa e reduziram o peso relativo dos países latino-americanos em relação ao *benchmark*, elevando o peso das posições na Europa, especialmente na Rússia e, aos investidores “*crossover*”, que retiraram seus fundos em massa da América Latina, com exceção do México (IMF, 2002b; IMF, 2002c; e IMF, 2003).

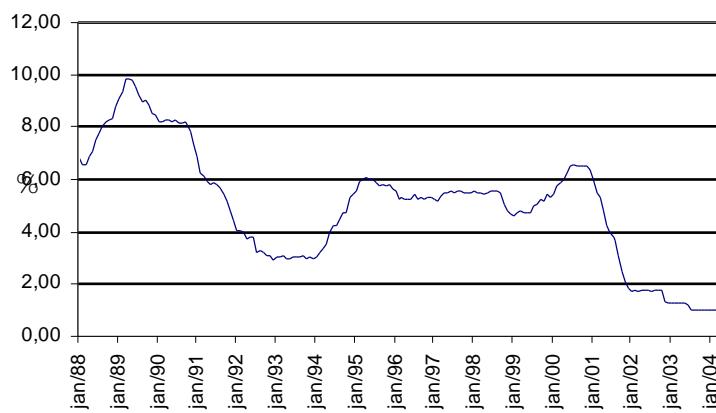
No que tange ao período de expansão de recursos (*feast*), de dezembro de 2002 a 2003, as condições adversas de financiamento externo para os países emergentes – que atingiu especialmente os sem grau de investimento – começaram a dar sinais de reversão em fins de 2002. Este movimento esteve mais uma vez associado ao movimento dos

---

<sup>18</sup> Vale mencionar que a redução da importância dos *hedge funds* e das *trading desks* dos bancos de investimento nos mercados de títulos dos países emergentes após a crise russa contribuiu para uma redução da alavancagem no mercado secundário e para a redução do contágio entre os países emergentes, que ficou evidente em 2001, com as crises turca e argentina.

investidores globais, que aumentaram o apetite por risco devido ao corte na taxa básica de juros norte-americana, em novembro de 2002. Ou seja, a redução nos juros dos EUA estimulou os investidores a buscarem aplicações de maior rentabilidade. Estas reduções inéditas e sucessivas desta taxa (Gráfico 1.3) pelas autoridades monetárias dos EUA foram condicionadas pelo receio de que os movimentos que provocaram o aumento da aversão do risco desencadeassem um processo de deflação semelhante ao que acometeu a economia japonesa durante a década de 1990.

Gráfico 1.3 – Taxa de Juros Mensais dos *Feds Funds* – Em % ao Ano



FONTE: Federal Reserve (2004).

Os investidores (inclusive os mais conservadores) passaram a demandar ativos de risco e retorno mais elevados, o que resultou na queda dos *spreads* e na reabertura do mercado de crédito securitizado, tanto para os tomadores *high-yield* dos países centrais, quanto para os emissores dos países emergentes sem grau de investimento, que haviam sido excluídos deste mercado nos dois trimestres precedentes.

Em relação ao Brasil, os *spreads* extremamente elevados e o potencial de futuro estreitamento, estimularam os fundos “dedicados” – que utilizam como referência os índices de dívida, nos quais o peso dos títulos brasileiros é significativo (como o EMBI<sup>+</sup>) – a elevarem (*overweighted*) ligeiramente suas posições nesses papéis. Isto ocorreu diante do receio de *underperformance* dos *benchmarks* e contribuiu para a rápida e forte valorização do índice EMBI<sup>+</sup> Brasil. Concluímos, então, que o movimento do índice EMBI<sup>+</sup> teve a ver

primordialmente com estes movimentos e não com a dinâmica da relação DLSP/PIB e muito menos ainda com o aumento do superávit *primário* (CORRÊA, 2005).

Portanto, o que queremos indicar para os propósitos desse trabalho é que a dinâmica dos fluxos de capitais é condicionada pela dinâmica dos capitais dos países centrais e depende fortemente da política monetária dos mesmos, especialmente da norte-americana. Os resultados para os países periféricos são, portanto, reflexos daqueles (CORRÊA, 2005).

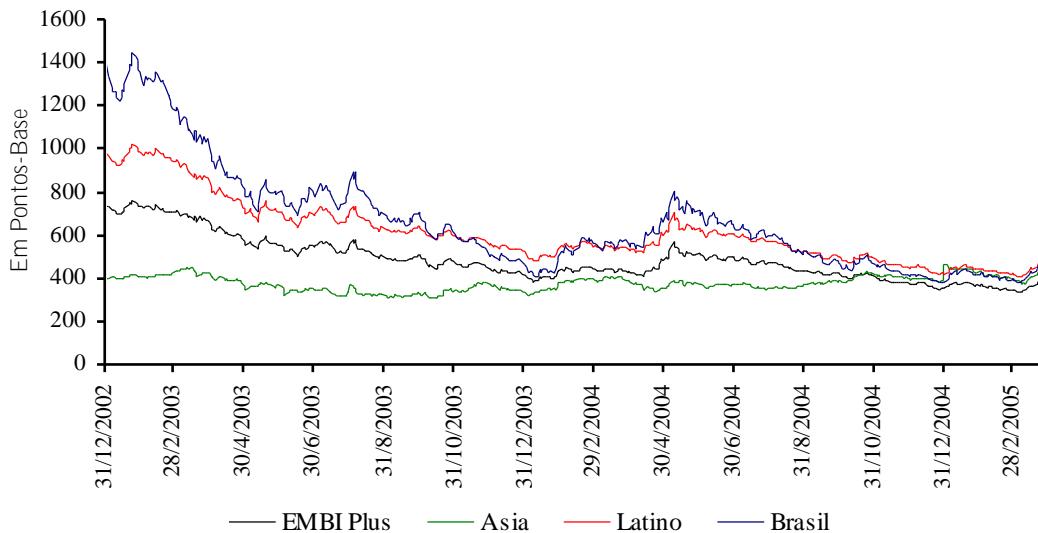
No caso dos movimentos mais recentes, a dinâmica de expansão e retração se acentuou, se bem que houve uma queda geral nos *spreads* sobre os títulos soberanos, medidos pelo índice EMBI<sup>19</sup>. O nosso destaque fundamental é que o movimento destes índices tem muito mais a ver com a dinâmica destes mercados e com o perfil de compra e venda destes títulos. Como os juros e a taxa de câmbio dos países periféricos se movem como resposta ao movimento dos indicadores de risco e na medida em que o lado financeiro da dívida pública é fortemente influenciado pelos primeiros, o movimento da dívida pública estará intrinsecamente ligado à periodicidade ditada pelos fluxos financeiros. A despeito do movimento do resultado *primário*, a dinâmica é ditada pelo lado financeiro do déficit público.

No que se refere ao período de perda de ímpeto do movimento de *feast* no início de 2004, o FMI<sup>19</sup> aponta essa redução como resultado do movimento sincronizado entre o EMBI<sup>19</sup> Global<sup>20</sup> e as expectativas altistas em relação às taxas de juros no mercado de *eurodollar* (que são um reflexo daquelas vigentes no mercado monetário norte-americano), como demonstra o Gráfico 1.4. Essas expectativas também atingiram os mercados acionários maduros e emergentes, que sofreram deflação de preços no período. Essa perspectiva de elevação dos juros básicos nos Estados Unidos envolveu tanto redução da alavancagem, quanto reestruturação das carteiras por parte dos investidores globais, que voltaram a se comportar de forma mais seletiva, aumentando os *spreads* dos títulos “emergentes”.

---

<sup>19</sup> Vide relatório *Global Financial Stability*, de setembro de 2004 (IMF, 2004c).

<sup>20</sup> Este índice reflete a média dos *spreads* dos títulos emitidos pelos países emergentes.

Gráfico 1.4 – EMBI<sup>+</sup> Diário: Global, Ásia, Latino e Brasil – 2002 a 2005

FONTE: IMF (2004).

No entanto, apesar de intenso, esse *sell-off* (venda maciça de títulos) teve vida curta. Com a estabilização das expectativas em relação à taxa de juros básica norte-americana em meados de maio de 2004, os *spreads* dos títulos de dívida emergentes voltaram a cair. O apetite ao risco dos investidores reacendeu-se e as condições de liquidez internacional voltaram a se tornar favoráveis aos “emergentes” (IMF, 2004c).

Esse mesmo relatório também ressalta que os próprios investidores “crossover” e “dedicados” reconheceram em seus informes que a realocação de seus *portfólios* decorreu “*do receio quanto à elevação das taxas de juros globais e não de preocupações em relação dos fundamentos dos países*” (IMF, 2004c). Ademais, essa realocação penalizou, sobretudo, os ativos de países classificados como “*sub-investment graded*” – que enfrentaram tanto vendas maciças de seus títulos nos mercados secundários e fechamento dos mercados primários, quanto saída de recursos dos mercados financeiros domésticos<sup>21</sup>.

Assim, mais uma vez se manifestaram as duas tendências que tem caracterizado as condições de financiamento dos países emergentes após o final dos anos noventa: a forte influência do comportamento dos mercados financeiros dos países centrais sobre essas

<sup>21</sup> Esse *sell-off* atingiu particularmente os títulos emergentes soberanos brasileiros (principalmente o *C-Bond* e o *Global-40*), os mais líquidos do mercado secundário de títulos de dívida emergentes desde o *upgrading* (ocorrido em outubro de 2003) do México e da Rússia à categoria “grau de investimento” (CORRÉA, 2005).

condições e a discriminação entre ativos com diferentes qualidades créditos, em detrimento daqueles classificados como “sem grau de investimento” (CORRÊA, 2005).

Dessa forma, observa-se que no período mais recente não se apresenta um longo ciclo de liquidez, e sim vários ciclos curtos de expansão e retração. Fico claro também que os mercados financeiros estão cada vez mais vulneráveis a súbitas mudanças de humores. Isto nos mostra que os mercados internacionais não podem ser considerados como o *lócus* privilegiado de financiamentos mais estáveis, pois seus ciclos de liquidez são cada vez menores e a reciclagem de dívidas, bem como o lançamento de dívida nova, pode ficar extremamente dificultada. O que se destaca é a natureza volátil dos fluxos de capitais para os países emergentes e a sua dependência em relação à dinâmica dos mercados financeiros dos países centrais.

Os movimentos recentes dos capitais nos mostram isto. A instabilidade dos fluxos de capitais, que dita o ritmo dos ciclos financeiros tem graves repercussões nas variáveis macroeconômicas internas dos países que dependem de capitais externos, principalmente dos países emergentes, acarretando crises cambiais que os levam a profundos desajustes.

Portanto, como destacado anteriormente, o movimento dos fluxos de capitais é determinado principalmente pelo ciclo econômico dos países centrais e por suas políticas monetárias, em especial, a política norte-americana, cujo país é o emissor da moeda-chave do sistema financeiro internacional. Nesse sentido, as decisões de *portfólio* dos investidores relacionam-se, em grande parte, a questões exógenas (portanto, aos países receptores dos recursos) e vinculam-se, ainda, a uma lógica especulativa.

Nos momentos de expansão do ciclo financeiro, em que há grande oferta de liquidez, ocorre um arrefecimento da aversão ao risco e parte dos detentores de riqueza incorpora ativos mais arriscados em suas carteiras, como é o caso dos títulos dos mercados emergentes. E isto só ocorre porque os papéis apresentados nesses mercados oferecem uma rentabilidade muito superior àqueles oferecidos pelos mercados de menor risco.

Esta discussão é central para os propósitos deste trabalho, pois o movimento das contas públicas tem uma forte determinação financeira, ligada ao ajuste macroeconômico adotado pelos países periféricos. Em primeiro lugar, o destaque para o fato de que os fluxos têm relação com o movimento das políticas dos países centrais (especialmente os EUA) é um dos fatores que levantaremos mais à frente para questionar a visão ortodoxa de que são

os movimentos da dívida que afetam os fluxos. Em segundo lugar, esta discussão nos dá o pano de fundo da periodização que adotaremos ao longo da discussão.

### 1.2.2 – Plano Real e Abertura Financeira: a mudança do perfil do Balanço de Pagamentos

Já apontamos que o Plano Real foi concebido sob a perspectiva da liberalização financeira e econômica. Alegava-se que o modelo de “substituição de importações” estava superado e que o país deveria integrar-se ao processo de globalização a partir de uma nova dinâmica, que envolvia uma maior integração com os mercados internacionais de capital (CORRÊA e ALMEIDA FILHO, 2001).

Seguindo as indicações do Consenso de Washington, identificou-se, primeiramente, a necessidade de mudar os rumos da economia nacional, objetivando a estabilização. Para tanto, importava diminuir radicalmente os índices de preços, alcançando os níveis dos países desenvolvidos, pois logo em seguida viria a retomada do crescimento econômico, sob uma nova forma de integração ao mercado internacional, cuja característica essencial era uma ampla abertura financeira.

A exigência da estabilização decorria da sua importância como parâmetro internacional na avaliação do risco de investimentos, sobretudo para economias periféricas (ALMEIDA, 2003). Não bastava ainda uma mudança de objetivos da política econômica; urgia realizar um conjunto importante de reformas institucionais que aproximassem a economia brasileira do modelo de organização desejado pelas agências multilaterais mais importantes, como FMI e BIRD. Em outras palavras, era preciso estabilizar a economia e reduzir o papel do Estado, submetendo o país à dinâmica internacional de cunho neoliberal.

Logo antes da implementação do Plano Real, havia uma ampla liquidez no cenário internacional. Nesse sentido, a estabilização dos índices inflacionários, no caso brasileiro, deu-se em conjunto com um processo de abertura comercial e financeira, juntamente com a melhora nas condições de endividamento externo e interno. 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 e o sucesso do Plano Real (TAVARES, 1998).

Havia ainda uma interpretação na política governamental de que a abertura do mercado interno e a desregulamentação seriam medidas capazes de gerar um acirramento da concorrência interna, produzindo aumentos de produtividade e resultando em produtos melhores, mais baratos e competitivos (FRANCO, 1995). A avaliação era de que, num primeiro momento, ocorreria um efeito negativo sobre a Balança Comercial, decorrente da expansão das importações. Contudo, a abertura serviria, paralelamente, para estimular o ingresso de empresas estrangeiras (IEE), que entrariam no mercado brasileiro com um viés exportador, revertendo o movimento (inicialmente deficitário) da Balança Comercial.

O déficit no comércio internacional era interpretado, então, como tendo apenas um caráter temporário. Não se trataria, portanto, de um problema, desde que o país conseguisse atrair os capitais necessários. Dessa forma, a partir da consolidação de uma nova dinâmica, seria factível manter a estabilidade macroeconômica, reduzindo a vulnerabilidade externa e conseguindo uma trajetória de crescimento de longo prazo.

Com o controle da inflação e geração de indicadores macroeconômicos confiáveis, a economia brasileira seria capaz de atrair os capitais internacionais, sendo que dentre estes indicadores, destaca-se a relação Dívida Líquida do Setor Público enquanto porcentagem do PIB (DLSP/PIB). A liberdade de fluxos e desregulamentação dos mercados, conjugada à adoção de “bons fundamentos” macroeconômicos, foram então considerados suficientes para a retomada do crescimento sustentado e tomados pelo Governo de FHC como os objetivos primordiais da política econômica<sup>22</sup>.

Nesse sentido, à reforma monetária, somavam-se a abertura econômica, a atração de capitais e a redução da atuação do Estado como pontos centrais do desenho do novo modelo de desenvolvimento. A melhora das condições do endividamento externo e interno somou-se à abertura econômica que se iniciara com o Governo Collor, possibilitando ao país “engatar-se” na onda de liquidez internacional. Houve imediato ingresso de capitais, gerando um processo de valorização cambial. O processo de estabilização ocorre nesta

---

<sup>22</sup> Para uma avaliação da política econômica do Plano Real nos primeiros quatro anos do Governo FHC, ver MERCADANTE (1998).

situação de câmbio valorizado. A adoção do câmbio controlado ocorre logo após o início do Plano, mantendo-se a valorização.

A estabilização estava, portanto, fundamentada na articulação entre aumento acelerado das importações (câmbio nominal e real em queda) e absorção de recursos externos. A “âncora cambial” foi, assim, o eixo central da política econômica, que ajudou no sucesso da estabilização.

A abertura econômica e a “âncora cambial” foram sustentadas por uma política monetária de juros elevados, ou seja, destacamos que, no início do Plano Real, sob o regime de câmbio flutuante ocorreu um forte ingresso de capitais (Tabela 1.6). Com isto, o câmbio manteve-se sobrevalorizado frente ao dólar. O Governo então passa a adotar o regime de câmbio controlado, com o estabelecimento de uma banda cambial informal de R\$ 0,82 – R\$ 0,86, à época.

Após um primeiro momento de flexibilidade cambial, passou-se para um regime de banda cambial formalizada pelo Banco Central com um intervalo de R\$ 0,88 – R\$ 0,93 e, logo depois para um outro intervalo de R\$ 0,91 – R\$ 0,99, mantendo-se o câmbio ainda valorizado. Esta situação garantiu a entrada de importações a preços menores, o que ajudava no controle da inflação. No entanto, criava problemas pelo lado das exportações, estabelecendo um crescente déficit na Balança Comercial, no período de 1995 a 2000, conforme aponta a Tabela 1.6.

Tabela 1.6 – Balanço de Pagamentos Sintético – 1994 a 2004 – Em US\$ Milhões

Contas	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Transações Correntes	-1811	-18384	-23502	-30452	-33416	-25335	-24225	-23213	-7757	4016	11645
- Balança Comercial	10466	-3466	-5599	-6753	-6575	-1199	-698	2642	13126	24801	33670
- Balança de Serviços	-14692	-18541	-20350	-25522	-28299	-25048	-25048	-27493	-23273	-23562	-25293
- Transferências Unilaterais	2414	3622	2446	1823	1458	1689	1521	1638	2390	2867	3268
Capital e Financeira	8692	29095	33968	25800	29702	17319	19326	27925	12003	5104	-7362

FONTE: Elaboração própria, a partir de dados primários do Banco Central do Brasil (2005).

Segundo o Governo, tal situação era prevista, e indicava que o déficit apresentado na Conta de Transações Correntes não deveria ser visto como um entrave ao plano de estabilização, pois os capitais deveriam fluir pelo lado da Conta Capital e Financeira. Ao

longo dos anos 1990, os saldos positivos desta Conta não apenas cobriram os saldos negativos da Conta de Transações Correntes, mas também alimentaram as reservas.

A abertura econômica e a liberalização financeira ocasionam, então, não apenas a mudança do perfil dos fluxos de capitais, como também uma rápida entrada dos mesmos. O forte ingresso inicial de capitais traz consigo uma demanda crescente de recursos para fechar o Balanço de Pagamentos, tendo em vista o crescimento expressivo da Balança de Serviços (especialmente nas contas de juros, viagens internacionais e transporte, em função da valorização cambial), ampliando a necessidade de continuar a atração de capitais.

O efeito “colateral” dessa estratégia apareceu de imediato, no surgimento de déficit na Balança Comercial do país. Conforme demonstra a Tabela 1.6, de um superávit de mais de US\$ 10 bilhões na Balança Comercial, em 1994, o país passou a obter saldos negativos crescentes entre 1995 (US\$ 3,45 bilhões) e 1998 (US\$ 6,5 bilhões). A diminuição do déficit, neste último ano, em relação ao ano anterior (US\$ 6,8 bilhões, em 1997), deveu-se, essencialmente, à queda das importações em mais de 10%, decorrente da redução do nível de atividade do país, uma vez que as exportações também se reduziram em relação ao ano de 1997.

Estes déficits na Balança Comercial foram resultantes da sobrevalorização do câmbio no início do Plano Real. Sob uma situação de câmbio sobrevalorizado, o primeiro impacto observado é que o país começa a sacar sobre o exterior e o Governo passa, então, a se financiar com um déficit na Conta de Transações Correntes, atingindo rapidamente uma situação de déficit externo. Como o início do Plano está vinculado a um período de ampla liquidez internacional, observa-se um forte ingresso, que cobre as necessidades de Transações Correntes e ainda apresenta um excedente.

Entretanto, na medida em que estes capitais ingressam, geram-se aumentos correlatos na Balança de Serviços, impactando ainda mais negativamente o resultado da Conta de Transações Correntes. Foi o que ocorreu: a situação deficitária na Conta de Transações Correntes cresceu rapidamente, passando de US\$ 676 milhões, em 1993, para um déficit de US\$ 30.452 milhões, em 1997 (Tabela 1.6). 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 (CORRÊA e ALMEIDA FILHO, 2001).

Nesse sentido, para além das mudanças do lado da Balança Comercial, que passa a ser fortemente deficitária, contrariando as expectativas do Governo, uma das questões essenciais que cabe destaque, refere-se ao fato de que o movimento de abertura financeira muda a composição da Conta Capital e Financeira. Como a estabilização ocorre em um momento de liquidez internacional, a atração de capitais de curto prazo foi imediata, mas o ingresso de empresas estrangeiras não ocorreu conforme o previsto. Na verdade, as variáveis câmbio e taxas de juros são correlacionadas e decisivas para fechar as contas externas e sobre elas pesa mais o movimento de curto prazo de capitais especulativos do que a atração de capitais de “boa qualidade” (TAVARES, 1998).

Ademais, importa perceber que não bastou a estabilização da dívida pública na faixa de 30% do PIB para atrair estes capitais. De fato, o modelo econômico adotado implicou em uma política mais explícita de atração de recursos, provocando um ajuste nos juros internos aos níveis requeridos pelos capitais (domésticos e internacionais). Isto porque, em mercados abertos, os capitais podem fluir livremente e apenas migrarão para outros ativos menos seguros, caso apresentem uma rentabilidade extra. A dinâmica de atração dos capitais depende, portanto, da dinâmica dos juros internos. A partir daí, especialmente os capitais de curto prazo apresentam interesse em se dirigirem para aplicações vinculadas a determinado país periférico, apenas quando a rentabilidade oferecida ali, mais do que compensar a rentabilidade esperada em dólar em mercados mais seguros. Dessa forma, não bastava a estabilização do patamar da dívida pública para atrair esses capitais; era preciso oferecer uma rentabilidade que atendesse a essa expectativa.

No caso dos países da América Latina, a partir da década de 1990 com o movimento de abertura financeira, a principal modalidade de captação de recursos nos mercados internacionais passou a ser aquela vinculada ao mercado de títulos de dívida direta<sup>23</sup>. Por isso, consideramos importante a análise deste movimento de atração.

O que queremos destacar, entretanto, é que a estratégia central da política de estabilização (que envolve a sobrevalorização do câmbio), articulada ao movimento de ampla abertura financeira traz junto consigo uma armadilha para a dívida pública. O nosso argumento é o de que a magnitude da dívida interna (em especial, a dívida mobiliária) e o

---

<sup>23</sup> Após a crise dos mercados financeiros internacionais na década de 1980, e em decorrência do processo de securitização, já se consolidava a supremacia do mercado de títulos sobre o de crédito bancário.

nível da taxa de juros cobrada estão vinculados ao perfil do ajuste macroeconômico implantado em um contexto de abertura financeira, conforme citado anteriormente. Destacamos ainda que a expansão das NFSP, e consequentemente da DLSP, se relaciona fortemente com fatores financeiros, sendo eles: primeiro, o perfil da dívida mobiliária e os altos juros exigidos pela engrenagem macroeconômica montada; segundo, o movimento expansivo das reservas internacionais no início do Plano de Estabilização; e, terceiro, o pequeno crescimento do PIB resultante da mesma política macroeconômica. Vejamos estes aspectos em um panorama geral, para depois explicitá-los mais detalhadamente, período a período, nos próximos capítulos. A abordagem adotada na discussão que desenvolveremos a seguir é a de CORRÊA e ALMEIDA FILHO (2001), segundo a qual, o comportamento dos juros é um dos elementos essenciais na explicação da dinâmica da dívida pública pós-Real.

### 1.2.3 – Abertura Financeira e a Dinâmica de Atração de Capitais em Países Periféricos: o movimento subordinado dos juros e da taxa de câmbio

Conforme já observamos, o movimento de abertura financeira mudou a composição da Conta Capital e Financeira do Balanço de Pagamentos brasileiro. Como a estabilização ocorreu em momento de liquidez internacional, a atração de capitais de curto prazo foi imediata. No entanto, convém destacar que o processo de atração de capitais não envolveu apenas o movimento da abertura comercial e da liberalização financeira articulados à redução da dívida pública. A política econômica adotada contempla, na verdade, uma política de atração de recursos mais explícita, cujo enfoque consiste em ajustar as taxas de juros internas aos níveis da rentabilidade requerida pelos capitais (domésticos e internacionais) que buscam aplicações em papéis sem lastro em moeda forte. Isto porque, em mercados abertos, os capitais podem fluir livremente e se dirigirão para ativos menos seguros, apenas se estes apresentarem uma rentabilidade extra.

É importante destacar este movimento de atração de capitais porque a captação nos mercados internacionais via emissão de títulos de dívida direta tornou-se preponderante a

partir da década de 1990. Esta primazia do mercado de títulos sobre o de crédito bancário está associada ao processo de securitização, que se consolidou após a crise dos mercados financeiros internacionais na década de 1980. No caso dos países da América Latina, esta modalidade de endividamento tornou-se predominante após o movimento de abertura financeira.

Ademais, o Sistema Financeiro Internacional é altamente assimétrico e as moedas aí inseridas apresentam hierarquias. Quando o país sob enfoque opera com moedas não conversíveis não se pode emitir dívida externa denominada na própria moeda, sendo que elas perdem relativamente a função de reserva de valor para os aplicadores internacionais<sup>24</sup>. Mesmo que estes países lancem títulos em mercados internacionais, denominados em moeda conversível, existe ainda uma dificuldade intrínseca de pagamento, devida à questão da conversibilidade da moeda. A partir daí, estes títulos são considerados menos seguros e atrair capital para estes papéis envolve então, a oferta de uma rentabilidade extra. Nesse sentido, os capitais de curto prazo terão interesse em se dirigir para aplicações vinculadas a determinado país periférico, somente se a rentabilidade oferecida mais do que compensar a expectativa de ganho (em dólar) que eles têm em mercados mais seguros (CORRÊA e TERRA, 2005).

Em primeiro lugar, os detentores desses capitais levam em conta as indicações das Agências de *Rating*, a partir do conceito de Risco Soberano. Em segundo lugar, em uma situação de ampla abertura financeira, os títulos de um país devem ter um perfil de remuneração que compense o fato dos aplicadores estarem dirigindo seus recursos para uma “moeda fraca” (CORRÊA e ALMEIDA FILHO, 2001), sendo que o grau desta “compensação extra” é considerado como o conceito de Risco-País. Este risco pode ser medido a partir de diferentes instrumentos financeiros. Uma das formas utilizadas é o *spread* entre Títulos Soberanos.

CORRÊA e TERRA (2005) organizam esta formulação. Segundo a explicação desenvolvida, para se medir o interesse por títulos (públicos e privados) de um determinado país e a rentabilidade mínima em dólar requerida pelos capitais para deterem tais papéis,

---

<sup>24</sup> Bordo e Flandreau (2001) indicam que somente 25 países têm capacidade de emitir dívida denominada em moeda própria, sendo eles os países da OCDE, e apenas quatro países emergentes: África do Sul, Taiwan, Hong Kong e Cingapura. Estes dois últimos têm seus centros *off shore*, isto é, têm a suas sedes formalmente localizadas no exterior.

utiliza-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, umas das formas de se definir o Risco-País, e que servem de base para a definição do direcionamento dos recursos a serem aplicados pelos detentores de capital.

Os autores destacam que 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 em questão 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<sup>+</sup> Brasil*<sup>25</sup>, calculado pelo Banco *JP Morgan Chase*, que leva em conta dezoito títulos da dívida externa brasileira, sendo o principal deles o *C-Bond*, com o maior peso no índice.

Podemos observar que em situações de forte abertura financeira este índice passa a ter um papel essencial na determinação do nível da taxa de juros interna. Nestas condições, o capital indica que está requerendo um rendimento em dólar que cubra a taxa de juros internacional mais o risco-país. Isto ocorre porque tanto os capitais internacionais como os nacionais podem se deslocar sem barreiras. Nesse contexto, para manter os capitais (nacionais ou estrangeiros) e atrair novos, é necessário oferecer papéis que gerem a rentabilidade mínima requerida, medida pelo risco-país.

CORRÊA e TERRA (2005) observam ainda que se o título tiver uma remuneração em moeda local, é preciso agregar ainda o movimento esperado do câmbio e mais um prêmio de risco cambial. Os autores levantam a discussão de PASTORE (2000) e de GARCIA e OLIVARES (2000) para desenvolver esta explicação. Vejamos.

A somatória do câmbio esperado mais o prêmio de risco cambial forma o chamado *Forward Premium*, sendo este observável no mercado futuro. O risco de câmbio é medido pelas projeções das desvalorizações cambiais no mercado futuro de câmbio ou pelas taxas de operações *swaps* entre juros domésticos e câmbio. A taxa de juros interna então é obtida pela seguinte referência:

$$i = i_f + \text{forward premium} + \text{risco-país}.$$

---

<sup>25</sup> O índice *Embi<sup>+</sup>* (*Emerging Markets Bond Index Plus*) acompanha os retornos totais de instrumentos de dívida externa de países emergentes.

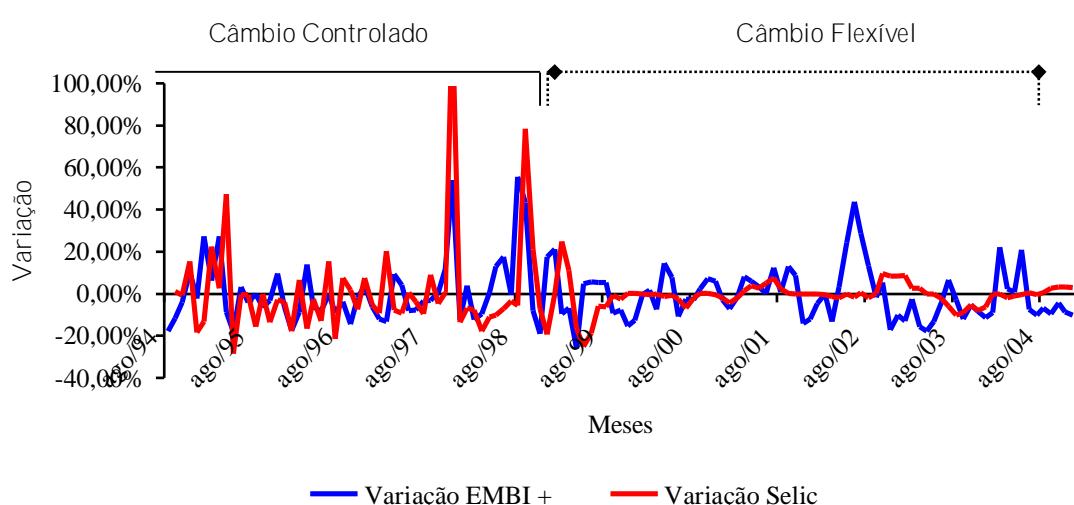
Sendo  $i$  a taxa de juros doméstica e  $i_f$  a taxa de juros no mercado internacional. O *forward premium*, por sua vez, refere-se à expectativa de desvalorização do câmbio (GARCIA e DIDIER, 2001).

A partir daí, sob a situação de câmbio controlado, são as taxas de juros que se alinham para garantir os movimentos da rentabilidade requerida. As taxas de juros ofertadas pelo país, como forma de atrair capital, mantê-lo internamente à economia e evitar saídas especulativas, devem ser aquelas que permitam oferecer um cupom cambial capaz de cobrir o risco-Brasil e o *forward premium*, sendo que estes patamares podem estar ligados, eminentemente, a fatores expectacionais (CORRÊA e TERRA, 2005).

Nesta situação, as taxas de juros só podem baixar em dois casos: primeiro, quando o Risco-Brasil declinar, o que depende em parte das expectativas dos mercados financeiros internacionais; e, segundo, quando se reduzem as projeções das desvalorizações no mercado futuro de câmbio e o prêmio de risco.

Ocorre, no entanto, que em períodos de maior incerteza o prêmio de risco sobe, pressionando ainda mais as taxas domésticas de juros. Por esta articulação é 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. Nesta fase a variação dos juros segue a variação do risco-país como pode ser observado no Gráfico 1.3.

Gráfico 1.5 – Variações do EMBI<sup>+</sup> e da Taxa SELIC Nominal – 1994 a 2004 – Mensal – Anualizada



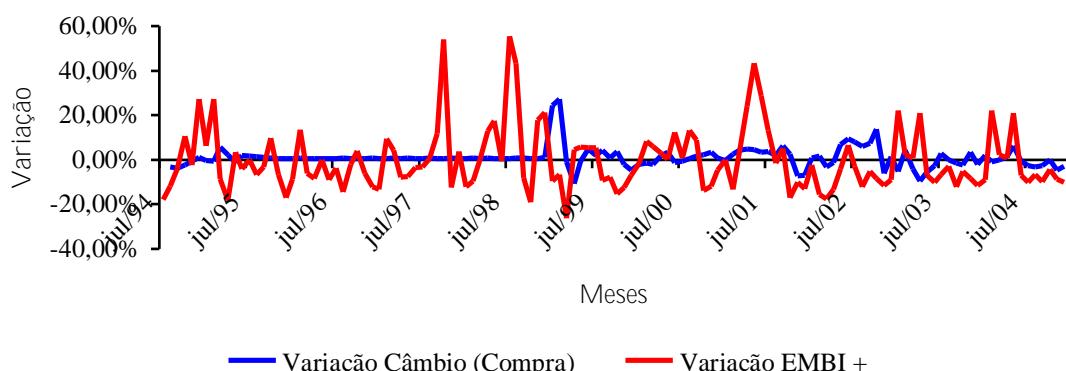
FONTE: Banco Central do Brasil (2005).

A partir da adesão ao câmbio flutuante os juros reais declinaram para um patamar muito inferior aos níveis do regime cambial anterior. Contudo, eles ainda oscilam em torno de uma taxa real de juros muito elevada, em torno de 10% ao ano.

Destaca-se, portanto que, tendo em vista o arranjo macroeconômico adotado, no período de câmbio controlado os juros sobem sempre que ocorre uma elevação no Risco-Brasil, sendo que nesta situação, cresce também o *forward premium*. A alta nos juros deve compensar o aumento dessas duas variáveis e ainda evitar uma fuga de capitais. É por isto que os juros são muito maiores em períodos de câmbio controlado, do que os observados durante o período de câmbio flutuante.

Por outro lado, 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, alterando-se o foco da política econômica. Quando se adota o “Sistema de Metas Inflacionárias” (que definem patamares mais rígidos para as taxas de juros) o câmbio recebe primeiro, o impacto do eventual aumento do risco-país. A rentabilidade vinculada ao movimento do risco-país continua se mantendo, mas é principalmente o câmbio que se move, conforme podemos observar pelo Gráfico 1.6. Corrêa (1999) detecta que mesmo nesse caso, as taxas de juros também não estão desligadas desta dinâmica. Estas se movem no sentido de atingir as metas de inflação, mas também são afetadas pelos movimentos dos fluxos de capitais.

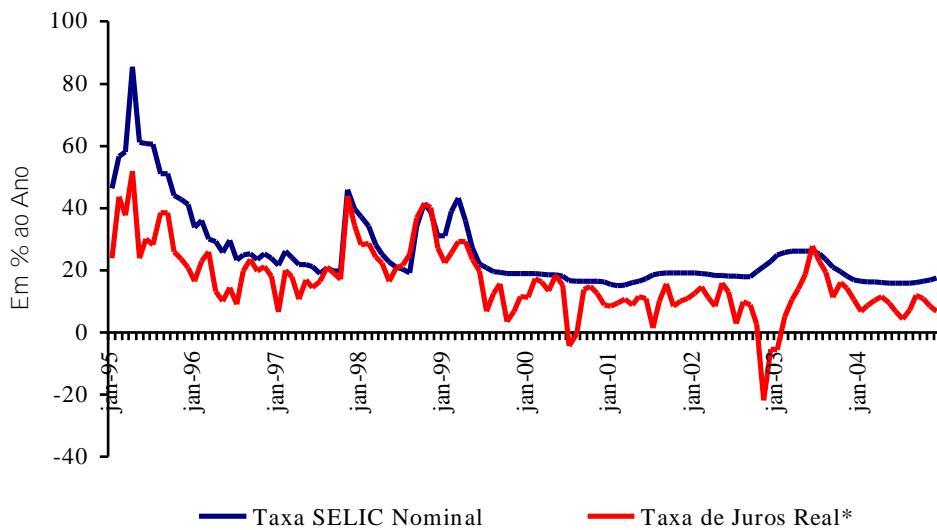
Gráfico 1.6 – Variações Câmbio e Índice EMBI<sup>+</sup> – Mensal



FONTE: Banco Central do Brasil (2005).

Teoricamente, as taxas de juros passariam a ser relativamente mais estáveis, respondendo essencialmente aos ajustes necessários para se cumprir a meta (Gráfico 1.7).

Gráfico 1.7 – Taxa Real de Juros e Taxa SELIC Mensal – Anualizada – 1995 a 2004



\* Deflacionada pelo IPCA acumulado de 12 meses.

FONTE: Banco Central do Brasil (2005).

No entanto, mesmo aí, os juros não se libertam da dinâmica do processo de atração de capitais. Em caso de desvalorização do câmbio, por exemplo, o Banco Central tende a aumentar as taxas de juros para manter a inflação sob controle e se atingir a meta estipulada. Por outro lado, mesmo quando a inflação cai, as taxas de juros podem não ter o mesmo movimento, pois elas podem ter que responder a movimentos especulativos dos mercados financeiros.

De um lado, elas não podem cair muito, pois poderiam gerar um movimento inflacionário, devido ao impacto sobre as importações e, por sua vez, comprometeriam a Balança Comercial e o ajuste externo. De outro lado, o seu patamar continua respondendo em parte pela atração de capitais. Dessa forma, esta dinâmica perversa se mantém: os juros continuam elevados para atrair recursos externos e ainda devem subir em momentos em que o capital se retira. Nas fases específicas, analisaremos esta dinâmica.

Quando vamos analisar o impacto da variação do risco-país sobre os juros na fase de câmbio flutuante, precisamos tratar de uma inter-relação mais complexa. Nesta fase fica

claro que a taxa *Over SELIC* não é a única e nem a mais importante taxa de juros. O Banco Central opera a taxa *Over SELIC* para influenciar toda a estrutura a termo de taxa de juros, e o custo de captação dos bancos depende das taxas de juros mais longas, que são mais relevantes para determinar o custo do capital. Na verdade, observa-se uma inter-relação entre as taxas longas e a *Over SELIC*. Se tomarmos a taxa Swap DI x Pré 360 como parâmetro de juros longos, veremos que ela apresenta distanciamentos e aproximações em relação à taxa *Over SELIC*. A diferença entre as duas taxas pode ser considerada um “prêmio de risco” exigido pelos capitais (PASTORE e PINOTTI, 2002).

Esses prêmios sobre os juros são, na verdade, altamente influenciados pela percepção de riscos, que afetam as expectativas. Por sua vez, o prêmio das taxas mais longas é positivamente correlacionado ao risco-país. Na verdade, a flutuação da taxa longa de juros tem forte correlação com as variações do risco-país. O argumento dos propositores da política econômica é o de que, em se conseguindo manter um superávit fiscal elevado e ajustando-se as contas externas para permitir a melhora dos “fundamentos macroeconômicos”, estariam criadas as condições para a queda da dívida interna, sendo que a própria vulnerabilidade externa do país estaria relativamente ajustada devido à melhora dos indicadores. Nesse contexto, a relação DLSP/PIB é tomada como um importante indicador da qualidade da política macroeconômica do país. Vários são os trabalhos que consideram este argumento (GARCIA e OLIVARES, 2000; PASTORE e PINOTTI, 2002; VELLOSO, 2003). No entanto, passados seis anos da implantação do novo regime cambial, a DLSP é fortemente resistente à baixa, a despeito dos expressivos superávits fiscais. O que queremos destacar é que se mantém a armadilha macroeconômica que leva à manutenção dos juros em altos patamares. O nosso argumento é o de que é a forte vulnerabilidade externa que define estes patamares, inviabilizadores da queda da DLSP. Ademais, para nós, o movimento dos índices de risco é primordialmente afetado por movimentos inerentes à dinâmica dos capitais internacionais.

Em suma, as decisões de aplicação e resgate dos investidores estão, prioritariamente, vinculadas a estas questões (exógenas, portanto, aos países receptores dos recursos) e relacionadas, ainda, a uma lógica especulativa. Conforme dito anteriormente, nos momentos de expansão do ciclo financeiro, em que há grande oferta de liquidez, ocorre um movimento de redução da aversão ao risco e parte dos detentores de riqueza incorpora

ativos mais arriscados em suas carteiras, como os dos mercados emergentes. Isto ocorre, desde que os papéis apresentados ofereçam um potencial de rentabilidade maior do que os que são oferecidos pelos papéis de menor risco, ou seja, quando sobe o “prêmio de risco” pago a esses capitais.

#### 1.2.4 – Abertura Financeira e Seus Impactos Sobre a Dívida Pública

Tendo em vista as questões organizadas até o momento, indicamos que a abertura financeira gera impactos diretos sobre a dívida pública de duas naturezas. Em primeiro lugar, destacamos o impacto gerado pelo movimento de reservas e, em segundo lugar, temos o impacto gerado pelos ajustes na taxa de juros e na taxa de câmbio. Estes impactos que ocorrem para qualquer país periférico que ingressa nesta engrenagem (CORRÊA e ALMEIDA FILHO, 2001). No caso do Brasil, estas relações são até mais complexas por conta do perfil do mercado de dívida pública e por características particulares de negociabilidade dos títulos de dívida soberanos.

Quanto ao primeiro impacto, ligado à questão das reservas do Balanço de Pagamentos, este fator está ligado ao papel da política monetária em situação de excesso de entrada de recursos. Como vimos, até 1997, há forte abundância de recursos (CORRÊA e ALMEIDA FILHO, 2001). Nesse contexto, o nível de liquidez da economia acaba sendo pressionado pelo ingresso de recursos externos.

De fato, um elemento central do aumento do lançamento de títulos públicos no início do Plano Real tem a ver com o elevado volume alcançado pelas reservas internacionais, tendo em vista o excessivo ingresso de capitais voláteis, atraídos pelo movimento de abertura financeira e pelas altas taxas de juros praticadas. No entanto, esse mecanismo, que produz uma enorme acumulação de reservas, exige que se emita uma dívida interna correspondente, com vistas ao controle da base monetária.

O aumento do lançamento de títulos públicos relacionado à expansão das reservas está ligado à atuação do Banco Central (BACEN). 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 vendeu as divisas e afeta a base monetária, que é um dos componentes da Dívida Líquida do Setor Público (NUNES e NUNES, 2000).

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 porque, quando há forte entrada de recursos, o BACEN intervém vendendo títulos para esterilizar a entrada desses recursos, já que o objetivo da política monetária, nesse caso, é o de conter a inflação.

As operações com títulos são efetuadas com o intuito de reduzir os impactos sobre a base monetária que se expande quando há sobra de reservas. Ao atuar neste sentido, lançam-se títulos e gera-se uma dívida no Banco Central, que precisará pagar juros e, posteriormente, amortizar o principal da dívida.

Poder-se-ia argumentar que o Banco Central tem 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 e NUNES, 2000). Ocorre, no entanto, que as taxas auferidas pelas aplicações nos mercados internacionais são muito menores do que aquelas praticadas internamente, e que remuneram os bônus do Banco Central utilizados para esterilizar a entrada dos recursos externos. Aliás, isto já pode ser observado anteriormente quando explicamos o mecanismo de definição do nível dos juros internos. Portanto, 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 cobertos pelos títulos do Banco Central, que seguem a lógica dos títulos do Tesouro Nacional.

No cálculo das NFSP “abaixo da linha” os prejuízos do Banco Central, como são contabilizados nas Necessidades de Financiamento do Setor Público, 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 Nacional. A partir daí, o custo do Tesouro passou a ser o custo da entidade Tesouro Nacional e Banco Central (NUNES e NUNES, 2000:113).

Vemos então, que as operações realizadas com reservas têm seu custo transferido para o Tesouro Nacional em dois momentos: primeiro, quando se lançam títulos de dívida nova para esterilizar a entrada de reservas, gerando-se um passivo fiscal (aumento da DLSP) que impacta no Tesouro via resultado *operacional*; e, segundo, quando as operações realizadas com reservas geram prejuízos, os quais também são repassados ao Tesouro, a cada semestre, via resultado *operacional* (CORRÊA e TERRA, 2005).

Para Corrêa e Almeida Filho (2001), quando se alia este impacto de crescimento da dívida (causado pelo excesso de reservas) ao alto patamar dos juros (necessários para atrair os capitais forâneos), tem-se um outro elemento importante pelo lado financeiro do déficit, também ligado ao ajuste macroeconômico adotado, e que resulta em uma armadilha inexorável. Ou seja, seguimos a interpretação de que a engrenagem macroeconômica que articulou abertura financeira e juros altos trouxe consigo a expansão do endividamento interno e o aumento da problematização do lado financeiro do déficit (TAVARES, 1998).

O impacto da abertura financeira sobre a dívida não se encerra aí. Quando ocorrem desajustes externos e há falta de recursos para o fechamento do Balanço de Pagamentos, resta ao país se endividar no exterior para gerar os recursos necessários para o fechamento das contas. Gera-se aí um aumento na dívida externa, que afeta a dívida líquida do setor público.

Quanto ao segundo fator citado, o caso da relação entre abertura financeira e dívida se refere à contínua elevação da dívida pública devido aos impactos de juros e câmbio. Estes impactos têm a ver com o perfil da dívida mobiliária federal. Aqui também o movimento dos fluxos de capitais interfere. Temos uma primeira fase em que há mais estabilidade (1994-1997), na qual predominam os títulos pré-fixados e depois, seguem-se os períodos de impactos de volatilidade (*feast or famine*) em que predominam os títulos pós-fixados. A dinâmica deste movimento está diretamente articulada aos fluxos de capitais e à forma de ajuste dos juros e câmbio aos mesmos.

Postas as determinações gerais dos impactos da abertura financeira, a articulação entre os fatores abordados e a dívida pública será feita de forma mais detalhada nos

capítulos seguintes. No capítulo II abordaremos o período 1994-1999, em que domina o controle sobre o câmbio. No capítulo III analisaremos o período 1999-2004, no qual temos o regime de câmbio flutuante.

## CAPÍTULO II

### A DINÂMICA DA DÍVIDA PÚBLICA NO PERÍODO DE CÂMBIO CONTROLADO (1994 a 1999)

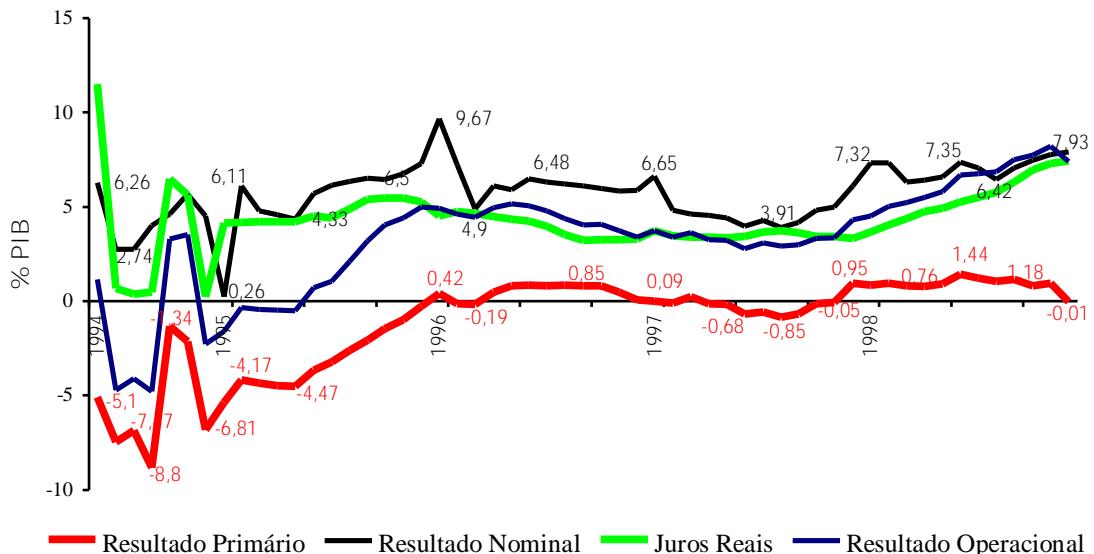
#### 2.1 – O MOVIMENTO DAS NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO DO SETOR PÚBLICO SOB O CONCEITO PRIMÁRIO

##### 2.1.1 – Os Principais Determinantes do Resultado Primário

Ao longo do ano de 1994 as condições das contas primárias (NFSP) do setor público são relativamente confortáveis, porque a inflação, ainda elevada no primeiro semestre, foi um mecanismo importante para garantir os bons resultados fiscais *primários*.

O setor público consolidado (inclui o resultado dos Estados e Municípios, do Governo Central e das Estatais) apresentava um resultado *primário* superavitário de 5,1% do PIB em junho de 1994 e o seu melhor valor, nesse mesmo ano, ocorreu em outubro com um superávit *primário* 8,8% do PIB. O resultado *nominal*, por sua vez, registrou um déficit de 4,53% do PIB em 1994, e no ano seguinte foi ainda maior, atingindo 7,28% do PIB (Gráfico 2.1).

Gráfico 2.1 – NFSP Público Consolidado – Fluxo Acumulado em 12 Meses  
Em % do PIB – Junho de 1994 a Dezembro de 1998



Valores de Dezembro	Dez/1994	Dez/1995	Dez/1996	Dez/1997	Dez/1998
Resultado Primário	-6,81	-0,27	0,09	0,95	-0,01
Resultado Operacional	-2,27	5,00	3,40	4,31	7,40

FONTE: Banco Central do Brasil (2005).

Mas, como foi registrada uma inflação ainda elevada no primeiro semestre de 1994, a análise do desempenho fiscal do setor público pelo seu resultado *nominal* pode ficar comprometida. Por isto, é mais recomendável a análise do resultado *primário*, se o objetivo de análise concentra-se apenas no esforço de ajuste fiscal, ou do resultado *operacional*, se o desejo é avaliar o impacto dos pagamentos de juros sobre a dívida (PEREIRA, 1999).

No que tange ao resultado *operacional*, o ano de 1994 apresentou resultados fiscais inéditos, com um superávit de 1,59% do PIB. No entanto, conforme ressalta Velloso (1998, p.14) “(...) a convivência de duas moedas e de taxas de inflação em extremos opostos pode ter introduzido distorções nas estatísticas (...)”. 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*. Até maio de 1995 mantém-se relativamente esta performance.

Entretanto, depois de maio de 1995 a trajetória das contas primárias passa a mudar. No final do ano a situação se inverte e o resultado *operacional*, antes superavitário, transforma-se em um déficit de 5% do PIB, conforme aponta o Gráfico 2.1.

Entre junho de 1995 e dezembro de 1996, verifica-se uma deterioração na situação fiscal. O resultado *primário* do setor público se deteriorou acentuadamente, passando-se de um superávit de 0,27% do PIB em 1995, para um déficit de 0,09% em 1996, como mostra o Gráfico 2.1. Esta situação levou a um déficit *operacional* de 5% do PIB em 1995, que continuou deficitário na ordem de 3,4% do PIB, em 1996. A deterioração fiscal se dá, aliás, em todas as esferas do Governo para o ano de 1995, com exceção do Governo Federal, pois nesse período houve também elevação das receitas federais (Gráfico 2.2).

Na verdade, o aumento das receitas federais foi obtido principalmente graças à adoção de medidas temporárias<sup>26</sup> e à conjuntura econômica de aquecimento da atividade econômica logo após o Real, que também contribuiu positivamente para o aumento da arrecadação. Considerando esta performance, o Governo acreditava na necessidade de se garantir a permanência da situação fiscal através de “reformas estruturais”. É neste contexto que, em março de 1995, envia-se ao Congresso a Proposta de Emenda Constitucional alterando as regras da Previdência Social (PEC 33), iniciando-se a discussão da Reforma da Previdência. Outra questão importante foi a aprovação da Lei Camata (Lei Complementar nº. 82), em 27/03/95, que estabeleceu um teto de 60% das receitas líquidas para os gastos com pessoal em cada nível de Governo.

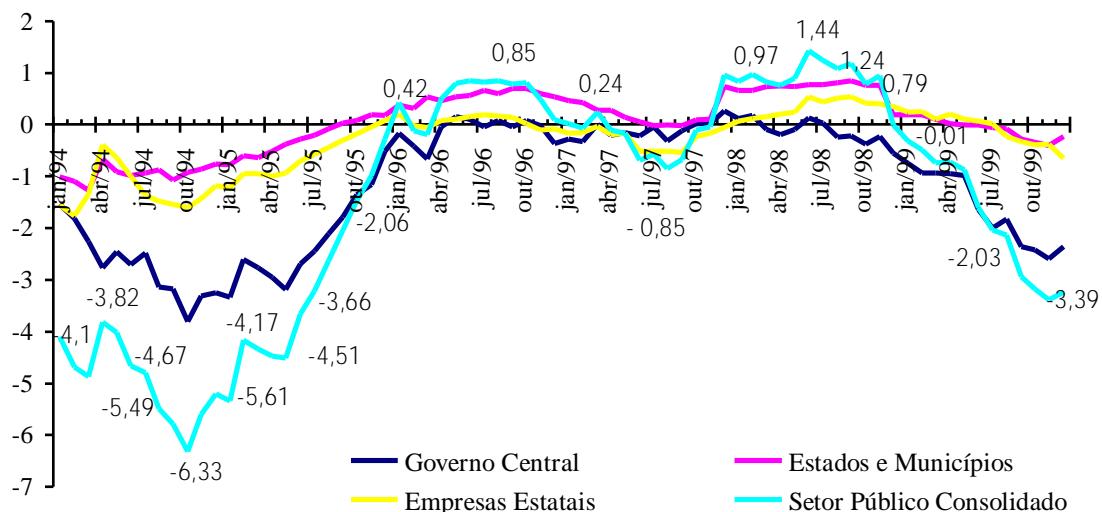
Ora, tendo em vista os altos níveis de comprometimento das receitas da maioria dos estados e municípios com gastos de pessoal, pode-se perceber que a referida Lei já se constituía num importante mecanismo de ajuste dos gastos públicos pelo lado do déficit *primário* e pelo lado das despesas. Ademais deste mecanismo, que poderia levar um tempo maior para se implementar, o Governo passa a adotar uma série de medidas de curto prazo com o intuito de contenção dos gastos com pessoal (PEREIRA, 1999).

---

<sup>26</sup> O Governo contava com o Imposto Provisório sobre Movimentação Financeira (IPMF) em 1994, e com as alterações tributárias ao final de 1993 estabelecendo elevação de alíquotas de alguns impostos a partir de 1994. Além disto, como forma de compensar a perda de arrecadação esperada para 1995, decorrente do fim da cobrança do IPMF, em dezembro de 1994 foi aprovado um conjunto de modificações na legislação do Imposto de Renda Pessoa Jurídica (posterior Lei 8.981/95): limite à compensação de prejuízos, elevação do percentual para estabelecimento da base de cálculo do lucro presumido/por estimativa, eliminação do conceito de lucro inflacionário, entre outros.

Para os nossos propósitos, entretanto, vamos nos ater à análise do resultado *primário*, porque este conceito reflete a capacidade do setor público em arcar com o valor das despesas não-financeiras realizadas com a receita corrente. Com a análise do resultado *primário* é possível verificar se o setor público consegue ao menos manter as despesas não-financeiras com recursos próprios, ou se gera um déficit *primário* que implica na contratação de novos empréstimos. De fato, com a estabilização da economia, ocorre uma piora no resultado *primário* (Gráfico 2.2).

Gráfico 2.2 – NFSP Resultado Primário – Em % do PIB – Fluxo Acumulado em 12 Meses – De 1994 a 1998 – Com Desvalorização Cambial<sup>27</sup>



(+) Déficit; (-) Superávit.

FONTE: Banco Central do Brasil (2005).

Tendo em vista a queda da inflação houve um crescimento real das despesas com folha de pessoal. Aliás, este é um dos gastos com relativa rigidez, uma vez que o Governo

<sup>27</sup> Para entender o significado deste conceito é útil citar as palavras de TÁVORA (2001:171): “(...) [o termo *com desvalorização*] leva em consideração na contabilização da dívida interna mobiliária (critério de competência), os efeitos da crise cambial de 1999, ao passo que o [termo *sem desvalorização*] não leva (critério de caixa para a dívida interna mobiliária). A série histórica uniforme, desde 1991, produzida pelo Banco Central é apurada considerando os dados *com* desvalorização cambial. Os dados *sem* desvalorização cambial começaram a ser divulgados após a crise asiática, em especial para mostrar que boa parte do déficit de janeiro de 1999, no valor de R\$ 52.026 milhões, não estava relacionada a um desequilíbrio fiscal do setor público, mas, sim, em razão dos efeitos da desvalorização da taxa de câmbio, uma vez que o mesmo resultado fiscal, expurgado dos efeitos cambiais, importou um déficit de R\$ 3.699 milhões” (grifo nosso).

não poderia mais contar com a alta inflação como mecanismo de corrosão do valor real das despesas, ou seja, o Governo havia perdido o ganho de senhoriação. Assim, a partir de 1995, já ocorre uma queda no superávit *primário* em relação ao ano anterior, e fecha-se a ano com um superávit irrisório de 0,27% do PIB, em dezembro (Gráfico 2.2).

A redução do superávit *primário* naquele ano foi, em parte, devida ao aumento salarial concedido por Itamar Franco ao longo do segundo semestre de 1994. Observa-se, neste período então, um aumento nos gastos com pessoal e encargos sociais, que cresceram 14,6% em termos reais. Além disso, houve reajuste do funcionalismo em janeiro de 1995. Nesta ocasião, foi repassada toda a inflação anterior (julho e dezembro de 1994) medida pelo IPC-r acumulado. A partir de 1995 já piora então, o resultado *primário* do setor público, num movimento que se estende pelos três anos seguintes.

Tendo em vista esta atuação, na visão mais convencional<sup>28</sup> o desempenho negativo dos gastos públicos (operacional e nominal) está relacionado à não obtenção de superávits *primários*, sobretudo no que se refere aos gastos com pessoal. Dessa forma, entre 1995 e 1996 foram efetuadas várias medidas com o intuito de reduzir os gastos públicos de maneira mais estrutural, sintetizadas no Quadro 1. Dentre estas medidas, podem ser citadas ainda as duas Propostas de Emenda Constitucional: a PEC 41, referente à administração pública e a PEC 175, relativa à reforma tributária; e, o Programa de Apoio à Reestruturação e Ajuste Fiscal dos Estados.

Quadro 1 - Medidas de Ajuste – Março de 1995

- Postergação da data de pagamento do funcionalismo público, do mês de competência para até o 5º dia útil do mês seguinte.
- Suspensão temporária das contratações de pessoal.
- Renegociação de todos os contratos e licitações em andamento na administração federal.
- Adoção de novas regras para a execução das despesas de pessoal.
- Corte de 10% nas despesas das empresas estatais (em relação a 1994).
- Corte de 15% nas despesas dos bancos federais (em relação a 1994).
- Revisão das isenções e incentivos tributários concedidos às empresas estatais.
- Providências para aumentar a transferência de dividendos ao Tesouro.

FONTE: PEREIRA (1999:229).

<sup>28</sup> No próximo item será discutida, rapidamente, a importância da contenção dos gastos públicos segundo esta abordagem mais convencional.

Em outubro de 1996 lançou-se um pacote de medidas visando à redução de gastos públicos através do controle sobre as despesas com pessoal da administração pública federal, conforme apontadas no Quadro 2.

Quadro 2 - Pacote Fiscal de 11 de Outubro de 1996 – Principais Medidas

Controle Sobre As Despesas Com Pessoal da Administração Pública Federal	
Autorização para a demissão de 27.500 servidores não estáveis.	Fracasso
Proibição de acumulação de proventos de aposentadoria com novo cargo efetivo.	Implementado
Extinção de cerca de 100 mil cargos de atividades desnecessárias ou passíveis de terceirização.	Implementado
Instituição de um programa de desligamento voluntário (PDV) a algumas carreiras.	Fracasso <sup>1/</sup>
Estabelecimento de atualização cadastral anual dos servidores aposentados e pensionistas que recebem da conta do Tesouro.	Implementado
Extinção da licença-prêmio por assiduidade que garante ao servidor três meses de licença remunerada a cada cinco anos de efetivo exercício (mantidos os direitos adquiridos).	Implementado
Aumento de dois para três anos, renovável por igual período, do prazo-limite para gozo de licença não remunerada (para o trato de assuntos particulares).	Implementado
Alteração da regulamentação dos contratos de higiene e vigilância pela Administração Pública federal, Fundações e Autarquias. A Administração Pública estabelecerá o preço máximo dos servidores a serem contratados.	Implementado
Modificação do critério da concessão do adicional por Tempo de serviço, que passa de anuênio para quinquênio.	Implementado
Modificação do sistema de licenciamento do servidor para o exercício do mandato classista.	Implementado
Proibição do pagamento de horas-extras na Administração Federal (com exceção dos hospitais públicos).	Implementado
Transformação do tíquete-refeição ou alimentação em auxílio-alimentação pago em pecúnia.	Implementado

<sup>1/</sup> Esperava-se adesão de 16 a 32 mil servidores, isto é, 5% a 10% dos 320 mil que poderiam aderir. Entretanto, o número total de adesões atingiu apenas 9.499 durante 20 dias para adesão (entre 21/11 e 18/12).

FONTE: PEREIRA (1999:235).

Além destas medidas específicas para a contenção das despesas com pessoal, o Governo buscou um melhor domínio sobre as contas da Previdência Social, e implementou ações para o incremento da arrecadação federal<sup>29</sup>. Foi instituída a CPMF (Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira) como um tributo em forma de contribuição, vinculada ao financiamento da saúde, e que poderia começar a ser cobrada noventa dias após a sua regulamentação, sem ter que obedecer ao princípio da anterioridade.

<sup>29</sup> Para um estudo das principais alterações na legislação tributária federal no período de 1995 a 1996, vide PEREIRA (1999).

Apesar da adoção do pacote fiscal, de janeiro a dezembro de 1997 a situação fiscal piorou. No que tange aos gastos com pessoal, o Governo iniciou o ano em questão impondo bastante rigor na política fiscal e anunciou que não seriam concedidos reajustes lineares para os servidores públicos e o funcionalismo federal passou mais um ano sem reajuste (o último fora concedido em janeiro de 1995).

Na verdade, o ano de 1997 iniciou apresentando um superávit *primário* irrisório, inclusive porque ocorreu um aumento da arrecadação federal relativa à instituição da CPMF, bem como da prorrogação do Fundo Social de Emergência (FSE) até junho de 1997, que passou a ser denominado Fundo de Estabilização Fiscal (FEF). O ano de 1997 terminou apresentando um aumento do déficit *primário* correspondente a 1% do PIB. Em relação ao ano anterior a piora observada foi de 0,8% (Gráfico 2.2).

O Governo havia anunciado uma meta de 1,5% do PIB de superávit *primário*, sendo 1% de responsabilidade do Governo Central e 0,5% a cargo das empresas estatais. A estados e municípios caberia a manutenção do equilíbrio em suas contas. Apesar das expectativas de um ajuste fiscal, a meta programada não foi atingida. No último mês do ano de 1997, a deterioração das contas ocorreu em todos os níveis de Governo, e foi mais significativa para os Estados e Municípios, que apresentaram um déficit *primário* de 0,74% do PIB, contra 0,54% em 1996. O Governo Central apresentou um resultado *primário* deficitário em 0,27% do PIB e as Empresas Estatais mantiveram o mesmo desempenho do ano anterior, com um superávit *primário* de 0,06% do PIB (Gráfico 2.2).

A forte deterioração das contas primárias de Estados e Municípios em 1997 (Gráfico 2.2) relaciona-se ao uso dos recursos de privatização no último mês do ano, quando os Estados pagaram o décimo terceiro e quitaram pagamentos atrasados. Isso porque, de acordo com o conceito de Necessidades de Financiamento medido pelo Banco Central, o direcionamento dos recursos obtidos com a venda de empresas estatais que não seja para abatimento de dívida gera aumento do déficit. Em 1997 as privatizações estaduais renderam R\$ 14.918 milhões. Assim, a deterioração das contas dos Estados e Municípios pode ser vista como resultante da complacência do Governo Federal com o acesso dessas esferas a fontes de financiamento (PEREIRA, 1999).

Então, pelos dados levantados até aqui houve, entre 1994 e 1997, uma piora do resultado *primário*, tanto para o setor público consolidado, quanto para Estados e Municípios.

A partir de finais de 1997, o Governo anunciou um ajuste fiscal emergencial para combater os efeitos da crise asiática. Este pacote envolvia medidas de ajuste nos gastos públicos, tanto pelo lado das despesas, quanto pelo lado das receitas. Do lado das despesas, pode-se destacar a redução de 15% dos gastos em atividades (custeio) em 1998; a redução dos gastos com pessoal; inclusive, prevendo-se suspensão de reajustes salariais; demissão não incentivada e seletiva de servidores não estáveis da administração pública federal; revisão dos critérios de concessão das bolsas de ensino e pesquisa com redução de 12,5%.

Em 1998, o resultado *primário* consolidado foi timidamente superavitário, em 0,01% do PIB, contra um déficit de 0,95% do PIB registrado em dezembro do ano anterior. O Governo Federal e o Banco Central do Brasil foram responsáveis por um superávit de 0,55% do PIB, os governos estaduais e municipais por um déficit de 0,19% do PIB, e as empresas estatais por um déficit de 0,35% do PIB (Gráfico 2.2).

Um dos pontos importantes ainda a se considerar é que o resultado do superávit *primário* até 1998 se deveu essencialmente ao comportamento do Governo Central, e não aos Estados e Municípios (Gráfico 2.2). O aumento do superávit *primário* foi restrito ao Governo Central e explicado, em parte, pelo crescimento das receitas federais, já que as despesas também cresceram como mostra a Tabela 2.1.

No que se refere especificamente ao resultado fiscal do Governo Central, uma análise comparativa dos dados no período em questão, ou seja, de 1994 a 1999, fica comprometida porque a metodologia de apuração dos resultados das Necessidades de Financiamento do Tesouro Nacional sofreu várias aprimorações. Os resultados de 1996 e 1997, por exemplo, não são necessariamente comparáveis àqueles divulgados em boletins anteriores. O mesmo se dá a partir de 1998, quando se muda o critério de apropriação. A partir de 1999 tem-se nova alteração: o Tesouro Nacional passa a incluir os dados do INSS e do Banco Central. Por isso apresentamos aqui os resultados fiscais concernentes ao Governo Central no período de 1997 a 1999 (Tabela 2.1).

Tabela 2.1 – Resultado Fiscal do Governo Central – Em R\$ Milhões – Dados Anuais  
Valores Correntes de 1997 e 1998

Resultado Primário	Realizado 1997	% do PIB	Realizado 1998	% do PIB	Realizado 1999	% do PIB
I. RECEITAS TOTAL	159.012	18,26%	183.319	20,0%	209.384	21,50%
I.1. Receitas do Tesouro	114.752	13,18%	137.035	14,9%	160.180	16,45%
I.1.1 Receita Bruta	118.325	13,59%	141.352	15,46%	165.639	17,01%
- Impostos	62.548	7,18%	72.435	7,92%	81.087	8,33%
- Contribuições	44.802	5,15%	45.350	4,96%	60.506	6,21%
- Demais (1)	10.976	1,26%	23.567	2,58%	24.046	2,47%
I.1.2. (-) Restituições	(2.826)	-0,32%	(3.547)	-0,39%	(4.708)	-0,48%
I.1.3. (-) Incentivos Fiscais	(748)	-0,09%	(770)	-0,08%	(750)	-0,08%
I.2. Receitas da Previdência Social	44.261	5,08%	46.284	5,06%	49.065	5,04%
I.3. Receitas do Banco Central	-	-	-	-	138	0,01%
II. TRANSFS ESTADOS E MUNICÍPIOS	24.969	2,87%	28.535	3,12%	34.902	3,58%
II.1. Transferências Constitucionais (2)	21.801	2,50%	24.762	2,71%	27.403	2,81%
II.2. Lei Complementar 87/ FCE (3)	1.634	0,19%	2.255	0,25%	4.404	0,45%
II.3. Transferências da Cide	-	-	-	-	-	-
II.4. Demais	1.534	0,18%	1.518	0,17%	3.095	0,32%
III. RECEITA LÍQUIDA TOTAL (I-II)	134.044	15,39%	154.784	16,9%	174.482	17,92%
IV. DESPESA TOTAL	131.548	15,11%	147.250	16,1%	154.317	15,85%
IV.1. Pessoal e Encargos Sociais (1)	40.132	4,61%	44.665	4,89%	47.654	4,89%
IV.2. Benefícios Previdenciários	47.050	5,40%	53.376	5,84%	58.540	6,01%
IV.3. Custeio e Capital	44.365	5,10%	49.209	5,38%	47.242	4,85%
A. Despesa do FAT	4.956	0,57%	5.273	0,58%	5.559	0,57%
- Abono e Seguro Desemprego	4.317	0,50%	4.459	0,49%	4.843	0,50%
- Demais Despesas do FAT	639	0,07%	815	0,09%	716	0,07%
B. Subsídios e Subvenções Econômicas (4)	2.682	0,31%	2.952	0,32%	2.586	0,27%
- DOC (5) e Reordenamento de Passivos	1.774	0,20%	2.075	0,23%	1.869	0,19%
- Despesas Subvenções Fundos Regionais	909	0,10%	876	0,10%	717	0,07%
C. Benefícios Assistenciais (6)	-	-	-	-	-	-
D. Outras Despesas de Custeio e Capital (OCC)	36.727	4,22%	40.984	4,48%	39.097	4,01%
IV.4. Transferência do Tesouro ao BC	-	-	-	-	-	-
IV.5. Despesas do Banco Central	-	-	-	-	881	0,09%
V. RESUL. PRIMÁRIO DO GOVERNO CENTRAL (III – IV)	1.801	0,21%	7.380	0,81%	20.164	2,07%
V.1. Tesouro Nacional	5.286	0,61%	14.626	1,60%	30.382	3,12%
V.2. Previdência Social (RGPS) (7)	(2.790)	-0,32%	(7.092)	-0,78%	(9.475)	-0,97%
V.3. Banco Central (8)	(695)	-0,08%	(154)	-0,02%	(743)	-0,08%
VI. AJUSTE METODOLÓGICO (9)	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%
VII. DISCREPÂNCIA ESTATÍSTICA	(4.687)	-0,54%	(2.338)	-0,26%	2.508	0,26%
VIII. RESUL. PRIM GOV CENTRAL (10)	(2.886)	-0,33%	5.042	0,55%	22.672	2,33%
IX. JUROS NOMINAIS (10)	(20.026)	-2,30%	(54.402)	-5,95%	(88.881)	-9,13%
X. RESUL. NOMINAL GOV. CENTRAL (VIII+IX) (10)	(22.912)	-2,63%	(49.361)	-5,40%	(66.209)	-6,80%
PIB Nominal	870.743	100%	914.188	100%	973.846	100,00%

(-) Déficit; (+) Superávit.

(\*) Resultado Fiscal do Governo Central. Não inclui receitas de contribuição do FGTS e despesas com complemento da atualização monetária, conforme previsto na Lei Complementar nº110/2001.

(1) Exclui da receita de CPSS e da despesa de pessoal a parcela patronal da Contribuição para o Plano de Seguridade Social (CPSS) do servidor público federal, sem efeitos no resultado primário consolidado.

(2) Transferências Constitucionais: IPI, IR e outras.

(3) A partir de janeiro de 2004, as transferências a estados e municípios associadas à Lei Complementar 87/1996 passaram a ser denominadas Fundo de Compensação das Exportações (FCE).

- (4) Inclui despesas com subvenções aos fundos regionais e, a partir de 2008, despesas com reordenamento de passivos.
- (5) DOC: Despesas Oficiais de Crédito.
- (6) Lei Orgânica de Assistência Social (LOAS) e Renda Mensal Vitalícia (RMV) são benefícios assistenciais pagos pelo Governo Central.
- (7) Receita de contribuições menos benefícios previdenciários.
- (8) Despesas administrativas líquidas de receitas próprias (inclui transferências do Tesouro Nacional).
- (9) Recursos transitórios referentes à amortização de contratos de Itaipu com o Tesouro Nacional.
- (10) Pelo critério “abaixo da linha”, com desvalorização cambial. Fonte: Banco Central do Brasil.

FONTE: Ministério da Fazenda/Secretaria do Tesouro Nacional (2005).

Pela Tabela 2.1 percebe-se que a adoção daquelas medidas de ajuste nos gastos públicos foi suficiente para elevar a receita líquida total do Governo Central de 15,39% do PIB, em 1997, para 17,92% do PIB em 1999. Esse incremento na receita permitiu um superávit no resultado *primário* “acima da linha”<sup>30</sup>, o qual passou de 0,81% do PIB, em 1997, para 2,07% do PIB em 1999 (Tabela 2.1).

Essa melhora nos resultados fiscais do Governo Central foi ainda acompanhada de uma pequena elevação na despesa total do Governo Central, cujos índices foram de 15,11% do PIB, em 1997; 16,1% do PIB, em 1998; e, um pouco menor em 1999, caindo para 15,85% do PIB (Tabela 2.1).

Portanto, a deterioração das contas primárias do Governo Central ocorreu, paradoxalmente, em um ambiente de aumento da arrecadação federal, em grande parte motivada pela CPMF, cujas receitas chegaram a ser muito maiores do que o valor inicialmente previsto pelo governo. Contra estimativas preliminares de R\$ 4,77 bilhões, o total arrecadado com a CPMF ao longo de 1997 atingiu R\$ 6,91 bilhões, com uma participação de 6,5% no total das receitas administradas pela Secretaria da Receita Federal (SRF). Os números da Secretaria da Receita Federal mostram que a CPMF foi de importância decisiva para o crescimento real de 10% da arrecadação federal em 1997 (que

---

<sup>30</sup> O Tesouro Nacional trabalha com o critério “acima da linha”. O Banco Central do Brasil (BACEN), por sua vez, mede as NFSP pelas estatísticas “abaixo da linha”, calculando a dimensão do desequilíbrio através da variação do endividamento público. O critério “abaixo da linha” também é adotado pelo setor público não-financeiro, neste último incluem-se os fundos públicos e a Previdência Social. É um cálculo que se baseia na variação da dívida pública e tem como fonte o Sistema Financeiro Nacional (SFN). Este critério tem a vantagem de atrair despesas realizadas e não registradas e também reduz medidas de mascarar manobras através de auditorias do FMI obtendo-se o tamanho do resultado fiscal, todavia, são ineficientes para a criação de ações governamentais voltadas especificamente para o controle dos gastos, por ser muito abrangente. Como há diferenças de resultados nos dois cálculos, existe uma rubrica chamada de *Discrepância Estatística* para incluir possíveis erros e omissões (TÁVORA, 2001).

inclui também algumas outras receitas, além das administradas pela SRF). Descontando essa contribuição do total das receitas, o aumento em termos reais, em 1997, teria correspondido a apenas 2,8%. Assim, a CPMF adquiriu tal importância que o governo não enfrentou qualquer dificuldade para estabelecer a prorrogação da CPMF por mais onze meses (até o final de janeiro de 1999), que foi aprovada pelo Congresso em dezembro de 1997.

Sendo assim, percebe-se que a adoção daquelas medidas de ajustes nos gastos públicos, logo após a crise asiática, não foi suficiente para melhorar de forma mais consistente o desempenho das contas públicas no ano seguinte. Naturalmente, o ano 1998 foi mais difícil por se tratar de uma época eleitoral, e o resultado *primário* do setor público apresenta déficits em praticamente todos os meses (Gráfico 2.2). As respostas às medidas de contenção dos gastos públicos, citadas anteriormente, só apresentaram resultados no ano seguinte.

Podemos concluir então que no período de 1994 a 1999, o resultado *primário* ou foi deficitário, ou insignificantemente superavitário. Acompanha este movimento um processo de déficit progressivo nos resultados *operacional* e *nominal*. A avaliação ortodoxa é a de que a inexistência de um ajuste fiscal mais expressivo foi o elemento responsável por este resultado. Vejamos alguns dos principais argumentos.

### 2.1.2 – Contenção dos Gastos Primários: a Visão Convencional

Para alguns estudiosos como Giambiagi (1997) e Velloso (1998) a piora no resultado *primário* no período de implantação do Plano Real está relacionada a um crescimento significativo nas despesas com pessoal e nas despesas com Previdência e isto se exacerba após a Constituição de 1988, a qual determinou uma maior rigidez para os gastos públicos, conforme dito anteriormente.

Giambiagi (1997:26) aponta quatro fatores de rigidez dos gastos públicos, desde a implantação do Plano Real em 1994 até o ano de 1996: i) o efeito real da expansão nominal de salários e benefícios de 1994-95; ii) o peso do gasto com os inativos; iii) a dificuldade de

reduzir de forma significativa as “outras despesas de custeio e capital” do governo federal; e iv) o caráter inexorável da parcela da piora fiscal decorrente do aumento do número de municípios.

No que tange à expansão nominal dos gastos com salários e benefícios previdenciários, a piora da situação deveu-se ao aumento da quantidade de benefícios pagos, por conta essencialmente das aposentadorias por tempo de serviço e por idade. Esta situação é obviamente de difícil reversão a curto prazo, pois não há como cortar o *quantum* de inativos. Além disto, com a estabilização monetária, a inflação perde o poder de corroer tanto como antes o salário real do funcionalismo. A isto se soma ainda outro fator resultante do aumento do salário mínimo em 43%, em 1995, em um contexto de baixa inflação, o qual foi estendido não apenas ao piso, mas a todo o conjunto de benefícios previdenciários<sup>31</sup>.

O gasto com o pagamento de funcionários públicos inativos passou de 1% do PIB em 1994, para 2,3% do PIB em 1996 (GIAMBIAGI, 1997:26). Portanto, o peso dos inativos mais que dobrou no período em três anos.

No que se refere à dificuldade de cortes na rubrica OCC, Giambiagi (1997) aponta que, em função basicamente da Constituição de 1988, o excedente da receita de contribuições previdenciárias desapareceu e o setor teve que se socorrer diretamente dos recursos do Tesouro Nacional, minando assim os recursos destinados ao restante do Governo.

E, por fim, segundo a análise do referido autor, o aumento do número de municípios seria o último e mais importante fator de desajuste fiscal, sobre o qual se deveriam concentrar as principais iniciativas do Governo destinadas à redução das NFSP. Este fenômeno implica na duplicação das máquinas públicas, demandando gastos adicionais com novos cargos assim como o investimento na construção de instalações. Dessa forma, haveria uma redução nos recursos destinados aos municípios remanescentes.

Para o autor, tendo em vista a rigidez existente sobre os gastos primários, prega-se a necessidade de redução de gastos conjuntamente a uma reforma fiscal, especialmente sobre a Previdência.

---

<sup>31</sup> O Governo optou à época por aumentar todos os benefícios em 42,9%, ao invés dos 15,8% correspondentes à indexação pura e simples da inflação, desde o último aumento do salário mínimo ocorrido em setembro de 1994.

Mesmo considerando este argumento, Giambiagi (1997:16) em uma análise detalhada da contas públicas desagregadas – isto é, por esfera de governo – menciona rapidamente a problemática da carga de juros no aumento das NFSP:

*“... primeiro, a despesa de juros do início da década [1990] estava artificialmente deprimida pela subindexação implícita dos cruzados novos bloqueados, cuja devolução só foi completada no segundo semestre de 1992; segundo, que as taxas de juros reais em 1995 foram excepcionalmente elevadas; terceiro, que o pagamento de juros de 1996 já espelhava o crescimento da dívida de 1995; e, quarto, que a troca da dívida externa por dívida interna, em função da acumulação de reservas internacionais, que afeta moderadamente o pagamento de juros do setor público como um todo, impacta em cheio as contas do governo central, enquanto no caso do setor público com um todo o efeito, de certa forma, fica algo diluído diante do peso da dívida não afetada pela mudança de mix<sup>32</sup>. ”*

Portanto, considerando esta questão, o aspecto financeiro da dívida pública não era o escopo fundamental da análise do autor, em que pese o enfoque preferencial de Giambiagi nos componentes não-financeiros da despesa. Além disto, os dados analisados se restringem aos anos de 1991 a 1996, compreendendo um período muito curto para análise da dinâmica da Dívida Pública após a implementação do Plano Real. A análise em questão também fica comprometida por não dispor de dados consolidados para o setor público na abordagem “acima da linha”. Tais estatísticas, divulgadas pelo Tesouro Nacional, só foram disponibilizadas<sup>33</sup> com dados oficiais a partir de 1998.

Velloso (1998), também aborda a questão da Previdência como peça fundamental para o entendimento dos fatores de rigidez do gasto público. Segundo ele, o fato de se considerar as despesas com aposentados e com funcionários em atividades sob a mesma rubrica “despesa com pessoal” resulta na impressão de que essa despesa é elevada porque existe um número excessivo de funcionários ativos, quando, na realidade, o excesso tem mais a ver com o peso elevado do *quantum* de aposentados e pensionistas na despesa.

---

<sup>32</sup> Conforme aponta Giambiagi (1997), até 1990 o custo médio da dívida externa se dava pela taxa de juros externa (a taxa *Libor - London Interbank Offered Rate*), haja vista que a dívida externa correspondia a 97% do total da dívida líquida do governo central. Em 1996, a situação se inverte, pois com o acordo da dívida que envolvia o deságio de parte da mesma e devido à intensa acumulação de reservas, a dívida externa passa a corresponder a apenas 15% do total da dívida líquida. Logo, o custo da dívida passa a ser determinado predominantemente pela taxa de juros doméstica, que em 1997, era da ordem de duas vezes e meia a taxa *Libor*. Esta questão discutida no capítulo adiante.

<sup>33</sup> Para uma discussão sobre a dificuldade da apuração dos resultados fiscais, vide GIAMBIAGI e ALÉM (2000) e TÁVORA (2001).

O entendimento acima levou, pelo menos até 1994, a que as autoridades adotassem como estratégia de ajuste de despesas, a busca de formas novas de aumentar a arrecadação aliada à manutenção dos demais gastos sob severa vigilância (VELLOSO, 1998).

Todavia, de acordo com Velloso (1998), a estratégia do Governo não logrou o resultado esperado devido ao fato de que a despesa não previdenciária passou a aumentar a taxa sem precedentes, e não porque a receita tenha parado de subir. A saída para o déficit gerado exigia também, segundo o autor, uma profunda reforma do sistema previdenciário, sobretudo quando a despesa de juros, que vinha caindo expressivamente em termos nominais desde 1995, mostrava-se em vias de voltar a crescer, mesmo quando medida em porcentagem do PIB.

Em resumo, considerando apenas os dados de 1994 a 1997 de acordo com esta perspectiva mais convencional, deveria ocorrer um forte ajuste nas contas primárias, uma vez que estas são vistas como o elemento causador do crescimento da dívida. O modelo utilizado por Pastore (2002) explica bem esse argumento.

Os defensores desta tese se utilizam de um argumento numérico (PASTORE, 2002) e admitem, por hipótese, que a taxa de juros e a taxa de crescimento real da economia são exógenas ao modelo.

Desconsiderando-se o efeito dos títulos indexados ao dólar (que até 1997 não se faziam presentes), o crescimento da dívida líquida em relação ao PIB teria a ver com as seguintes variáveis:  $b_t$  (relação DLSP/PIB);  $g$  (taxa de crescimento do PIB);  $r$  (taxa de juro real);  $s$  (superávit fiscal primário). A relação entre eles seria a definida na equação a seguir.

$$b_t - b_{t-1} = -(s) + T\phi \text{ (em 1,5)} \left( \frac{r}{1+g} \right) b_{t-1} T\phi \quad 1 \quad 0 \quad 0 \quad 1 \quad 329.04 \quad 278$$

Ora, de acordo com a própria argumentação de Pastore (2002), entre 1994 e 1998 a relação DLSP/PIB esteve entre 30% e 35%; a taxa real de juros esteve no nível médio de 22% ao ano e a taxa média de crescimento do PIB foi de 2%. Se estes montantes são *dados*, o superávit fiscal necessário para estabilizar a relação DLSP/PIB deveria ter sido da ordem de 6% a 7%. Ou seja, uma meta altíssima, que envolvia muito mais do que a reforma da Previdência.

Contrariamente a este argumento, nesta dissertação defende-se que o aumento da dívida pública não se deve prioritariamente ao desajuste nas contas públicas primárias. Pela descrição levantada acima se verifica, de fato, uma piora no resultado fiscal e, tendo em vista o raciocínio numérico indicado por Pastore (2002), o foco da expansão da dívida estaria no desajuste *primário* que, além de não alcançar a meta necessária, havia piorado.

No entanto, a hipótese aqui defendida é de que a mesma análise pode ser feita sobre outro prisma: a de que a questão central se encontra no lado financeiro do déficit, vinculado ao salto da dívida pública devido ao movimento das reservas; aos altíssimos juros exigidos pela adoção do câmbio controlado com abertura financeira; e, ao baixo crescimento do PIB resultante da mesma política macroeconômica (CORRÊA e TERRA, 2005). Para nós, o ajuste fiscal das contas primárias é resultante ainda de uma política econômica recessiva outorgada pelo FMI. Os clientes do Fundo têm sido compelidos a realizarem mega-superávits fiscais *primários* e a controlarem a inflação através da elevação da taxa de juros. São impelidos ainda, a realizarem mudanças profundas de cunho estrutural, entre as quais talvez a mais importante seja a liberalização financeira – isto é, a plena liberdade para os capitais financeiros circularem através das fronteiras de um país (CARDIM e SICSÚ, 2004). É esta engrenagem que para nós é responsável pela escalada da dívida pública (CORRÊA e ALMEIDA FILHO, 2003). Vejamos.

## 2.2 – A PARTE FINANCEIRA DO DÉFICIT PÚBLICO

Conforme observamos na primeira parte do trabalho, a abertura financeira gerou um duplo impacto sobre as contas públicas, qual seja: o impacto sobre as reservas e sobre os juros e câmbio. Vejamos estes aspectos.

### 2.2.1 – O Impacto Sobre as Reservas

Conforme já salientado, a Conta de Transações Correntes do Balanço de Pagamentos brasileiro ficou deficitária por conta da sobrevalorização cambial no início do Plano Real. A abertura financeira conjugada à política de atração via juros chamou o capital e assistiu-se, assim, a um forte ingresso de recursos, gerando-se reservas crescentes. Conforme se observa pela Tabela 2.2, as reservas líquidas aumentaram em 34,30% logo no primeiro ano após à implementação do Real.

Tabela 2.2 – Reservas Internacionais – 1994 a 1999 –  
Valores em US\$ Milhões

Período	Liquidez Internacional	Meses de Importação De Bens	Reservas Líquidas Ajustadas
1994	38,80	14	37,90
1995	51,08	13	50,90
1996	60,10	14	60,10
1997	52,20	10	52,10
1998	44,60	9	34,40
1999	36,30	9	23,90

FONTE: Banco Central do Brasil (2005).

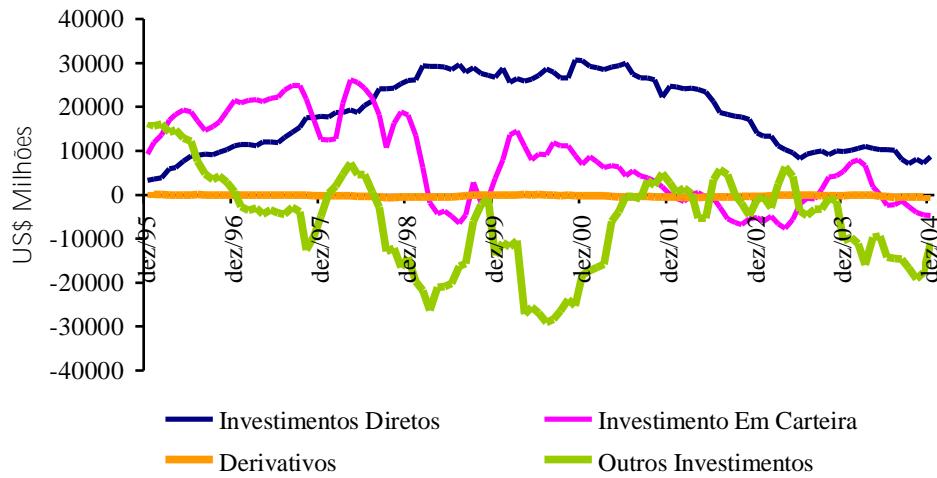
Em 1997, a crise asiática provoca uma saída de capitais, resultando em uma redução no total de reservas, mas elas ainda permanecem em um nível elevado. Entretanto, depois da moratória anunciada pela Rússia (agosto de 1998), a fuga de capitais continuou a ocorrer, diminuindo bastante as reservas e deteriorando mais ainda as expectativas dos “mercados”, ao mesmo tempo em que aumentava a desconfiança com relação à capacidade do país para sustentar o Real sobrevalorizado (Tabela 2.2).

Um novo déficit recorde na Conta de Transações Correntes e a constatação da ineficiência das medidas fiscais tomadas em novembro de 1997, em resposta à crise da Ásia, resultaram no crescimento da dívida pública e em queda na arrecadação dos tributos. Reunidos, estes elementos aumentaram ainda mais as desconfianças dos especuladores. Ademais, o aprofundamento do processo de internacionalização e o enorme grau de mobilidade do capital engendraram um mecanismo que favorece a difusão de crises cambiais por contágio. Como o que se tinha era um estímulo para a entrada de recursos

voláteis – de caráter altamente especulativo – e como o direcionamento desse tipo de capital depende do estado de expectativas dos agentes, toda variação na conjuntura interna e/ou externa, e, portanto, no estado de confiança afetava diretamente o fluxo desses capitais.

Para entendermos como se deu a entrada desses recursos, basta observarmos os movimentos de divisas registrados na Conta Financeira, cujas rubricas incluem: 1) Investimentos Diretos, ou seja, aplicações em empresas; 2) Investimentos em Carteira, na qual predominam ações e títulos; 3) Derivativos; e, 4) Outros Investimentos (Gráfico 2.3).

Gráfico 2.3 – Conta Financeira – Em US\$ Milhões – Dez/95 a Dez/04 – Mensal – Acumulado em 12 Meses



FONTE: Banco Central do Brasil (2005).

Como se vê pelo Gráfico 2.3, as rubricas Investimentos em Carteira e a de Outros Investimentos apresentam entradas positivas de capitais até meados de 1997, sendo que a partir daí sofrem uma inflexão: os Investimentos em Carteira declinam e a rubrica Outros Investimentos passa apresentar fluxos negativos.

Mesmo considerando a expansão de capitais pela rubrica de Investimentos Diretos, a queda no fluxo de recursos pelas outras duas rubricas gerou um resultado final na Conta Capital e Financeira, muito aquém do déficit registrado na Conta de Transações Correntes. Portanto, no período entre 1997 e 2000, o resultado do Balanço de Pagamentos é deficitário (Tabela 2.3).

Tabela 2.3 – Resultado do Balanço de Pagamentos – 1994 a 1999 –  
Valores em US\$ Milhões

Períodos	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Resultado do BP	7.215	12.919	8.666	-7.907	-7.970	-7.822

FONTE: Banco Central do Brasil (2005).

A queda conjunta de Investimentos em Carteira e de Outros Investimentos ocorre justamente quando se fazia necessário um forte ingresso desses recursos para o fechamento do Balanço de Pagamentos devido aos déficits na Conta de Transações Correntes. Nem mesmo a política de atração de Investimentos Diretos por meio de privatizações e de facilidades para o processo de fusões e aquisições no setor de serviços (em especial, o setor bancário) foi suficiente para garantir os recursos necessários.

Adicionalmente, o aumento do endividamento público continuava debilitando a posição das reservas como “garantia de solvência” do país e afetando o estado de confiança dos investidores. A queda no *quantum* de reservas em relação à dívida pública interna refletia a fragilização de um dos elementos de suporte do “equilíbrio” financeiro externo da economia. Dada a importância relativa dos capitais especulativos e de curto prazo na composição das reservas, os indicadores de “solvência” pesavam enormemente na criação de expectativas negativas. Isto, por sua vez, refletia-se em aumento no risco-Brasil. De fato, o passivo externo de curto prazo (capitais aplicados em ativos financeiros, mais dívida de curto prazo, líquida dos haveres dos bancos comerciais) vinha aumentando rapidamente (seu valor estava praticamente similar ao valor das reservas), o que dava uma idéia da fragilidade destas como “garantia” frente a uma eventual crise cambial (TAVARES, 1998).

Portanto, em função da política econômica implementada pelo Governo no período de câmbio controlado, para se recuperar o *quantum* de reservas era preciso um ajuste no nível da taxa de juros interna, todas as vezes que o risco-Brasil subia.

Nesta situação, quando o câmbio é controlado, toda fuga de capitais é contrabalançada por um movimento de vendas de divisas do BACEN (redução de reservas) para manter o nível do câmbio. Por outro lado, para manter o capital é preciso remunerar o risco-país e o *forward premium*.

A opção por este tipo de ajuste macroeconômico, em que a entrada de reservas líquidas leva a uma expansão da base monetária, acaba por significar uma elevação da

dívida sob responsabilidade do Banco Central. Isto ocorre em virtude da intenção da política monetária, cujo objetivo central era conter a inflação.

Dessa forma, sob o regime de câmbio controlado, quando se tem uma forte entrada de recursos (resultado positivo do Balanço de Pagamentos entre 1994 a 1996), o BACEN compra moeda para controlar o câmbio (aumenta o nível de reservas internacionais) e isto expande a base monetária. Paralelamente, o BACEN tende a intervir vendendo títulos de dívida pública, a fim de esterilizar essa entrada de capitais. 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 R\$ 15 bilhões e, em 1996, este valor foi da ordem de R\$ 10 bilhões (Tabela 2.4).

Tabela 2.4 – Fatores Condicionantes da Base Monetária, Fluxos Trimestrais – Em R\$ Milhões

Trimestres Ano		Tesouro Nacional <sup>1</sup>	Operação com Títulos Federais	Setor Externo	Assistência Financeira Liquidação	Outras Contas	Variação da Base Monetária
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

<sup>1</sup> Não Inclui as operações com títulos públicos.

FONTE: Banco Central do Brasil (2005).

Com o intuito de reduzir os impactos sobre a base monetária, em 1995 e 1996, o Banco Central lançou títulos novamente, gerando uma dívida nova, sobre a qual recairiam mais juros.

Apesar do Banco Central manter as reservas aplicadas no mercado financeiro internacional, na maioria das vezes, ocorre que as taxas auferidas por estas aplicações são menores do que aquelas praticadas internamente, que remuneram os Bônus do Banco Central, utilizados para esterilizar a entrada dos recursos externos (CORRÊA e TERRA, 2005).

Portanto, o acúmulo de reservas, articulado à política de juros altos foi, a partir da introdução do Plano Real, *“o principal responsável pelo desequilíbrio patrimonial do Banco Central”* (NUNES e NUNES, 2000:113). No período entre o segundo semestre de 1994 e o final de 1997, os resultados negativos dos 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, 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 Nacional. A partir daí, o custo do Tesouro passou a ser o custo da entidade Tesouro mais Banco Central (NUNES e NUNES, 2000).

Pode-se dizer que as operações realizadas com as reservas internacionais têm seu custo transferido para o Tesouro Nacional em dois momentos: primeiro, quando se lançam títulos de dívida nova para esterilizar a entrada de reservas, gerando-se um passivo fiscal (e o aumento da DLSP) que impacta no Tesouro via resultado *operacional*; e, segundo, quando as operações realizadas com essas reservas geram prejuízos, os quais também são repassados ao Tesouro, a cada semestre, via resultado *operacional*.

Portanto, seguindo a análise de Corrêa e Almeida Filho (2001), este foi um fator importante, pelo lado do Banco Central, a gerar impactos sobre o lançamento de dívida nova. Além disto, pode-se destacar ainda a ação da Autoridade Monetária em fatores importantes, tais como: na assistência financeira de liquidez, principalmente por conta do PROER (Programa de Estímulo à Reestruturação e Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional); na troca de Letras do Banco Central (LBC) por títulos estaduais para facilitar o financiamento das instituições financeiras em dificuldades; e, na renegociação das dívidas dos Estados com a União, que levou o Governo Federal a assumir parte das dívidas estaduais.

Estas, por sua vez, são despesas fiscais que não integram o orçamento, nem do Banco Central, nem o 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 da União. Estes títulos não têm um limite estabelecido por lei para a sua emissão e também não há nenhum controle *ex-ante* sobre eles (NUNES e NUNES, 2000). O Banco Central pode, desta forma, aumentar o endividamento público sem restrição ou qualquer controle orçamentário, além do fato de haver menor transparência nestas operações do que naquelas efetuadas pelo Tesouro Nacional.

Destacamos então, que a expansão no lançamento de títulos públicos no início do Plano Real esteve ligada ao patamar alcançado pelas reservas internacionais, haja vista o excessivo ingresso de capitais voláteis atraídos pelo movimento de abertura e pelos altos juros adotados. Nesse caso, ao atuar no mercado interbancário interferindo na taxa de câmbio, para adquirir os excedentes gerados neste mercado ou para suprir eventuais necessidades, o Banco Central provocou uma expansão no lançamento de títulos, relacionada então, ao aumento no *quantum* de reservas.

Do exposto, segue-se que a forte expansão de reservas, relacionadas ao início do Plano Real 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 liberalização financeira.

#### 2.2.2 – O Impacto Sobre os Juros e Câmbio

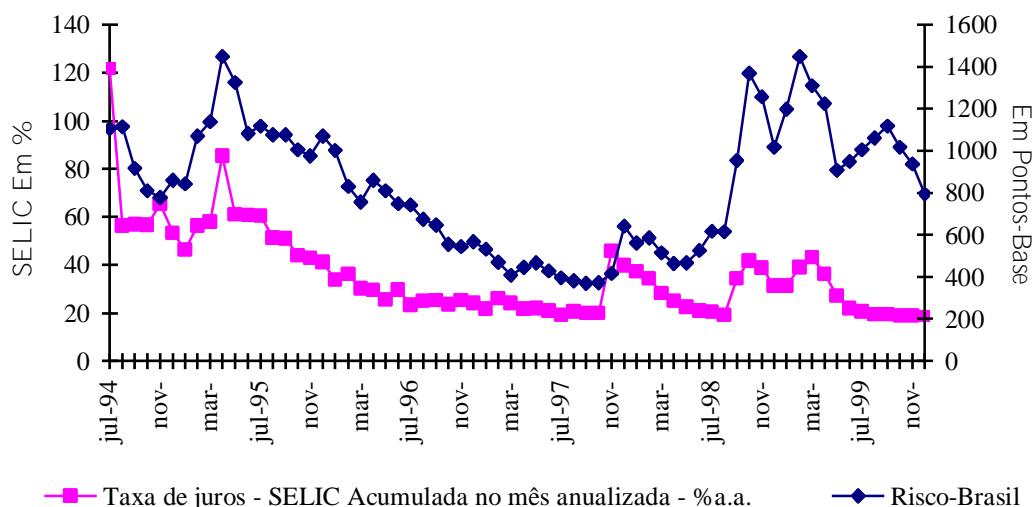
Conforme já observamos, na situação de câmbio controlado são as taxas de juros que oscilam para evitar uma fuga de capitais. Os juros ofertados pelo país, como forma de atrair capital e mantê-lo internamente evitando saídas especulativas, devem ser aqueles que compensem o crescimento do já citado *forward premium*, e ainda capaz de cobrir o risco-Brasil, sendo que estes patamares podem estar ligados a fatores eminentemente

expectacionais. Pelo que já foi dito no Capítulo I, a lógica de ajuste das taxas de juros interna é:  $i = i_f + forward premium + risco-país$ .

Conforme mostrado também no capítulo anterior, neste cenário, as taxas de juros só podem declinar em dois casos: primeiro, se declinar o risco-Brasil, o que depende em parte das expectativas dos mercados financeiros internacionais; e, segundo, se caírem as projeções das desvalorizações no mercado futuro de câmbio. A partir desta articulação então, as taxas de juros nominais e reais tendem a ser mais altas nos regimes de câmbio controlado, como o adotado no Brasil até 1999.

Desse modo, assevera-se que, a partir desta lógica de ajuste, o nível de juros requerido para atrair os capitais em situação de abertura financeira e controle do câmbio foi muito elevado. Em agosto de 1994, a taxa nominal *Over SELIC* se encontrava no patamar de 56,46% ao ano, mas a partir daí começa a cair. Na crise do México, a taxa de juros sofre alteração em resposta ao crescimento do risco-país. O aumento dos juros gera a volta dos recursos de curto prazo e os capitais voltam a fluir. Em seguida, reduz-se o risco-país e os juros voltam a cair. Este movimento pode ser percebido pelo Gráfico 2.4, no qual se observa a forte correlação entre o índice EMBI<sup>+</sup> Brasil e a taxa de juros *Over SELIC* nominal.

Gráfico 2.4 – Índice EMBI<sup>+</sup> Brasil e Taxa *Over SELIC* Nominal – Mensal Anualizada – Ago/94 a Dez/99



FONTE: Banco Central do Brasil (2005).

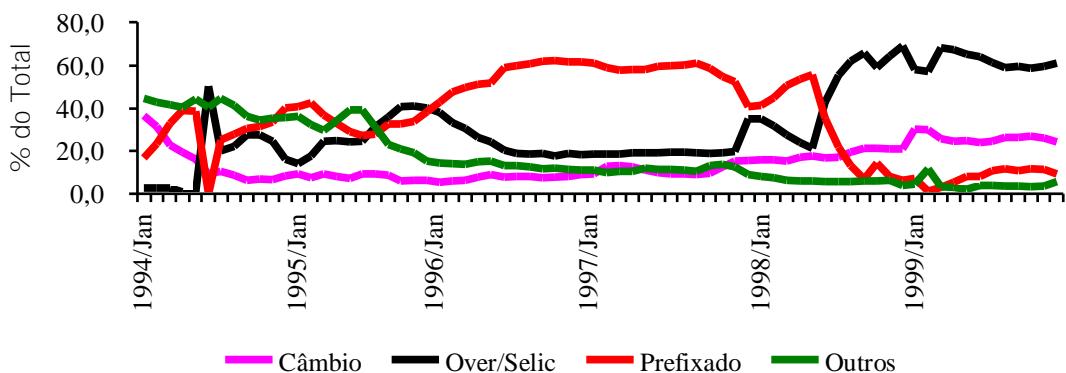
Quando o Brasil enfrentou em março de 1995 a primeira crise de confiança externa do real, decorrente da Crise do México, a taxa de juros básica da economia, que já estava no altíssimo patamar de 57%, chegou a ser cotada a 85,47% (Gráfico 2.4). Depois disso, a SELIC continua a cair, atingindo o patamar de 19,8% ao ano, antes da crise da Ásia. Porém, em 1997, com a crise da Ásia os juros sobem para 45,9% e com a crise da Rússia, em 1998, atingem 41,58%. Posteriormente, com a desvalorização do real em 1999, sobe para 45%.

Dessa forma, observa-se que, a partir desta lógica de ajuste, a taxa de juros necessária para atrair capitais, em situação de abertura financeira e controle do câmbio, foi muito elevada em função do alto risco-país e de sua variação abrupta nos períodos de crise, bem como pelo alto prêmio de risco cambial demandado pelo mercado. O trabalho de Garcia e Didier (2001), citado anteriormente, mostra que, na verdade, a taxa de juros doméstica segue o índice da taxa internacional mais o prêmio de risco e o *forward premium*. Este último envolve a taxa de câmbio esperada mais um prêmio de risco. Nesta fase, aumentou a desvalorização esperada e o prêmio de risco também. Isto fez com que os patamares da taxa interna de juros aumentassem sobremaneira. Ademais, observou-se que o prêmio de risco tinha uma correlação muito forte com o risco-país. Em outras palavras, quando o risco-Brasil aumentava, o mercado cobrava além do prêmio de risco externo (medido pelo índice EMBI<sup>+</sup>) um prêmio de risco sobre o câmbio. Isto elevava sobremaneira a taxa de juros doméstica. Ou seja, os capitais exigiam ganhos de arbitragem para entrar e/ou permanecer no país. Esta taxa de juros, por sua vez, gera impactos profundos sobre a dívida pública, principalmente quando a dívida mobiliária passa a ser composta, em sua maioria, por títulos pós-fixados. Porém, o impacto não ocorre apenas aí, pois como se sabe, as taxas prefixadas se formam a partir da taxa *Over SELIC* no ato da contratação. Vejamos, primeiramente, como se deu essa mudança no perfil da dívida mobiliária.

### 2.2.3 – O Perfil da Dívida Mobiliária e o Impacto dos Juros Sobre as Necessidades de Financiamento do Setor Público

No que se refere ao perfil da dívida pública mobiliária federal (DPMF), duas características especiais nos permitem traçar certa periodicidade, relacionada ao movimento dos juros e dos fluxos de capitais. Identificamos então dois períodos: um em que predominam os títulos prefixados da dívida mobiliária, de 1994 a 1997, e outro, após a crise asiática, no qual preponderaram os títulos pós-fixados, até 1999 (Gráfico 2.5). Vejamos.

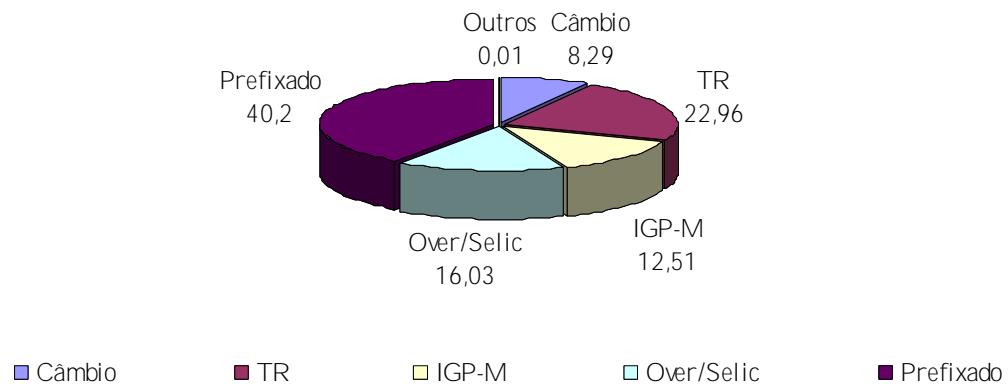
Gráfico 2.5 - Dívida Mobiliária Federal - Cotações por Indexador – Mensal  
De 1994 a 1999 – Em % do Total



FONTE: Banco Central do Brasil (2005).

Na fase inicial do Plano Real a maioria dos títulos era pós-fixada (Gráfico 2.5), sendo 36,3% do total indexada ao câmbio, 2,7% à taxa *Over SELIC*, 16,7% referenciados a títulos prefixados e 44,4% a vários outros tipos de correção, com uma maturidade média do conjunto dos títulos de quatro meses. Logo de início, tendo em vista o controle da inflação, conseguiu-se reverter esta situação e a maioria dos títulos passou a ter correção prefixada já no fim do ano de 1994, atingindo 40,2 % do total em dezembro de 1994 (Gráfico 2.6). Em 1996, os títulos prefixados chegaram ao patamar de 62,4% do total.

Gráfico 2.6 – Composição da Dívida Mobiliária em Mercado – Dezembro de 1994

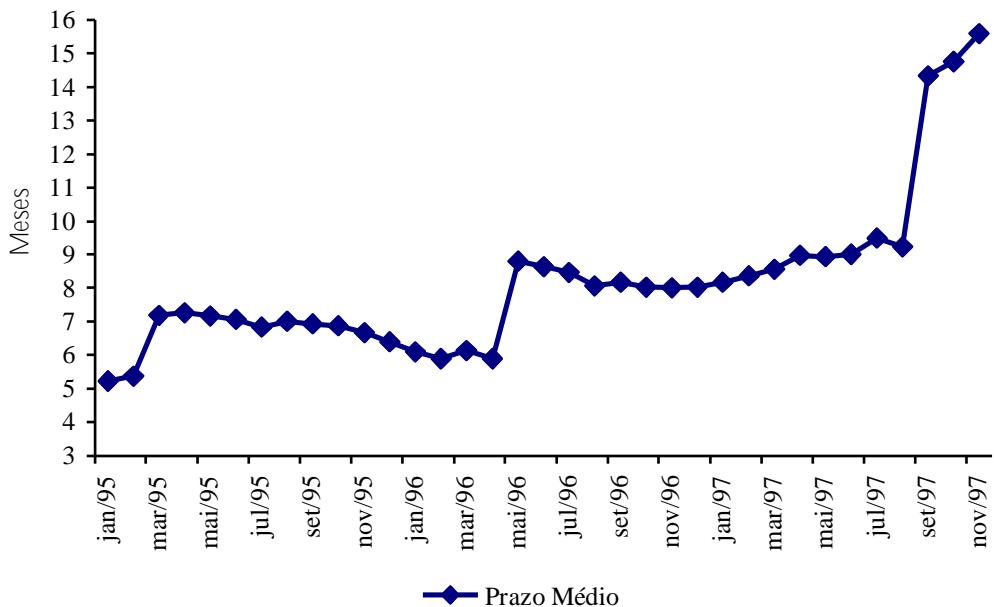


FONTE: Banco Central do Brasil (2005).

Ainda que estes juros fossem prefixados, a taxa de juros era muito alta. Com um cenário de taxas de juros elevadas, dada a vulnerabilidade externa da economia brasileira, os efeitos causados por uma conjuntura adversa implicam num custo médio nominal da DPMF em mercado muito alto.

Por um lado, a prefixação é positiva, mas por outro, em termos de impacto sobre o gasto com juros, observa-se que os títulos de longo prazo do Tesouro foram colocados a uma taxa maior do que aquela dos títulos prazo prefixados de curto. Portanto, outro elemento importante, que se relaciona também à parte financeira do déficit público, refere-se ao perfil dos novos títulos de dívida lançados. Outro fator importante relaciona-se ao prazo médio dos títulos, que foi, em média, muito baixo no período em que predomina a prefixação. Só se consegue aumentar os prazos, de forma mais expressiva, após a volta da pós-fixação (Gráfico 2.7).

Gráfico 2.7 – Títulos Públicos Federais – Prazo Médio em Mercado  
Em Meses – 1995 a 1997



FONTE: Banco Central do Brasil/Boletim de Finanças Públicas/1995-97.

Ou seja, ainda influenciadas pela nova conjuntura econômica (crise da Ásia), as emissões de títulos a partir de 1997 mudaram não apenas a composição do estoque da dívida pública federal interna, mas também o prazo médio dos títulos, indicando a tendência de alongamento do perfil da dívida.

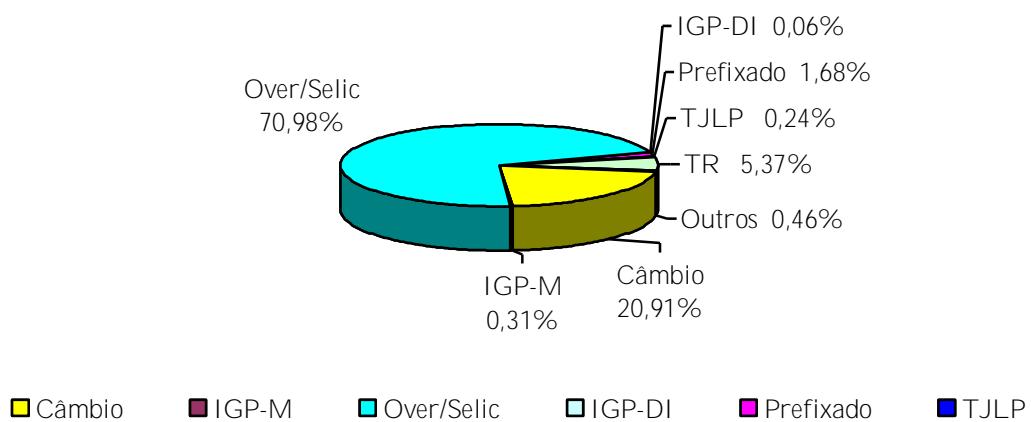
O prazo médio dos títulos públicos elevou-se no primeiro semestre de 1997 e, no segundo, sofreu duas importantes mudanças. Na primeira, ocorrida em setembro, houve salto de 9 para 14 meses, em consequência da emissão de Notas do Tesouro Nacional (NTN-P) utilizadas na troca por moedas de privatização. Na segunda, ocorrida em dezembro, o prazo médio saltou de 15 para 45 meses, em razão da emissão de Letras Financeiras do Tesouro (LFT-A) de 15 anos e de Notas do Tesouro Nacional (NTN-A3) de 26 anos, como parte do processo de renegociação da dívida dos estados.

Posteriormente, após a crise russa, os juros voltam a subir e a deterioração do Balanço de Pagamentos deixa claro que a variação do câmbio levaria o Governo a lançar títulos cambiais para oferecer *hedge* aos credores.

A DPMF em mercado, como pode ser vista pelo Gráfico 2.8, encerrou o ano 1998 com correção predominantemente composta por títulos pós-fixados, dos quais 70,98% eram

corrigidos pela taxa de juros *Over SELIC*; 20,91% pelo câmbio; 5,67% pela TR; 1,68% por títulos prefixados; e 0,76% indexados à taxa de juros de longo prazo (TJLP) e ao Índice Geral de Preços no mercado (IGP-M), entre outros. Portanto, ocorre uma mudança significativa no perfil da dívida a partir de 1997.

Gráfico 2.8 – Composição da Dívida Mobiliária em Mercado – Dezembro de 1998



FONTE: Banco Central do Brasil (2005).

Esta mudança de perfil ocorreu no momento em que se apresentava uma redução gradual da taxa *Over SELIC*. Os agentes compradores aceitaram este alongamento, mas exigiram o patamar de juros à época. 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 maiores. Neste sentido, houve uma melhora do perfil da dívida no que tange aos prazos, embora isto tenha levado a um aumento do seu custo de financiamento.

O custo da dívida mobiliária federal continuou se elevando. A parcela dessa dívida fora do Banco Central atingiu, em dezembro de 1998, 35,6% do PIB (R\$ 323.860 milhões), contra 28,7% do PIB (R\$ 255.509 milhões) no ano anterior. Em 1999, a dívida pública mobiliária em mercado chegou a 37,6% do PIB (Tabela 2.5).

Tabela 2.5 – Títulos Públicos Federais – 1996 a 1999 – Saldos em R\$ Milhões de 2004

Discriminação	1996	1997	1998	1999
Responsabilidade do TN	149.219,9	366.060,0	2.438.906,7	250.459,4
Carteira do BACEN	28.172,0	57.505,6	884.353,7	36.936,7
LTN	1.331,3	36.166,2	108.609,5	6.756,8
LFT	0,0	13.926,8	764.423,0	8.384,8
NTN	26.840,7	7.412,6	11.321,3	8.384,8
Fora do BACEN	121.047,8	308.554,4	1.554.560,1	213.522,6
LTN	62.505,3	105.010,4	38.574,8	23.130,1
LFT	0,0	103.124,4	1.114.901,4	123.923,2
BTN	70,2	97,3	454,0	40,7
NTN	58.472,3	100.323,8	370.574,5	59.577,2
CTN/CFT-A/CFT-D	-	-	30.055,4	6.852,0
Responsabilidade do BACEN	108.045,5	105.793,7	742.759,3	38.240,8
LBC	42.629,2	40.998,7	159.867,5	680,8
BBC/BBC-A	65.416,2	45.936,7	343.129,5	0,0
NBC-E	-	18.858,3	220.077,6	36.584,8
NBC-F	-	-	17.577,8	974,5
NBC-A	-	-	2.106,8	0,0
Total fora do BACEN	229.093,3	414.348,1	2.297.319,3	251.763,4
Em % do PIB	21,8	28,7	35,6	37,6

Valores deflacionados pelo IGP-DI (FGV) a preços de 2004.

FONTE: Banco Central do Brasil/Boletins de Finanças Públicas, 1996-99.

A partir de janeiro de 1999 a situação do setor público piorou muito, uma vez que o Estado assumiu os prejuízos da mudança do regime cambial, ao possibilitar *hedge* para os especuladores do setor privado, através da venda de títulos públicos com correção cambial e da atuação do mercado futuro comprando dólares a uma cotação prevalecente antes da desvalorização. Além disso, com a ocorrência da crise cambial, as privatizações programadas não ocorreram e os juros atingiram patamares altíssimos, para tentar segurar as cotações do dólar e, por tabela, a taxa de inflação. Como resultado, a solução para o problema fiscal, mais uma vez, continuou sendo adiada.

Como vimos, no momento da crise da Rússia, o risco-país havia subido (o preço do *C-Bond* havia caído), e os mercados futuros indicavam a desvalorização do câmbio acrescido do prêmio de risco sobre o câmbio. Nesse caso, o nível do cupom cambial subiu fortemente e, para não desvalorizar o câmbio, o ajuste foi efetuado pelos juros, sendo que, a taxa *Over SELIC* elevou-se para patamares altíssimos.

Os grandes aplicadores no Brasil já haviam demandado títulos pós-fixados referenciados à taxa *Over SELIC*. Por outro lado, após a crise russa, aumenta a demanda

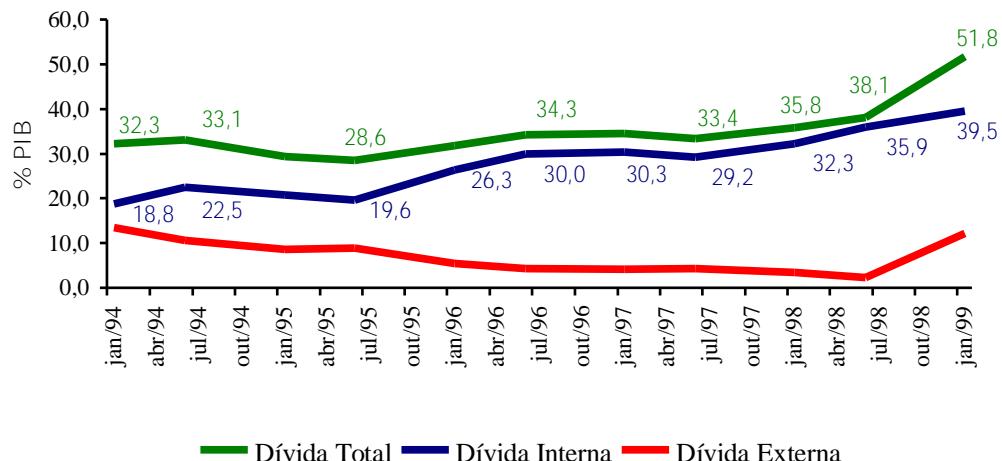
por títulos com variação cambial e o Governo oferta estes títulos. Na verdade, ele está oferecendo *hedge*, pois o resultado negativo do Balanço de Pagamentos brasileiro após a crise da Rússia e a despeito do aumento dos juros deixa claro que virá o ajuste do câmbio. Quando este ocorre em janeiro de 1999, o impacto sobre as NFSP é imediato. Obviamente o resultado sobre a DLSP também se faz sentir, pois além do resultado das NFSP geram-se passivos cambiais sobre a dívida pública externa. Caso o governo preferisse alterar o regime de câmbio (controlado para flutuante) os impactos seriam gerados sobre o câmbio, e isto também causaria impactos sobre a dívida interna. E, uma vez estabelecida esta engrenagem macroeconômica, a armadilha das contas públicas permanece. Foi o que ocorreu em janeiro de 1999, quando o Governo passou a adotar o câmbio flutuante. Assim, os choques externos eram sentidos primeiramente sobre o câmbio.

Como resultado da dinâmica financeira do déficit público, que envolveu o movimento dos fluxos de capitais internacionais (especulativos, em sua maioria), a variação nos juros como resposta a esse movimento, a mudança no perfil da dívida mobiliária e o consequente impacto sobre as NFSP, a trajetória da DLSP foi de um crescimento explosivo.

Vejamos então o movimento da DLSP considerando todos os seus componentes.

O Plano de Estabilização da economia foi implantado, como vimos, em um período de ampla liquidez internacional, e naquele ano a DLSP do país estava aproximadamente em torno de 30% do PIB (Gráfico 2.9).

Gráfico 2.9 – Dívida Líquida do Setor Público – Jan/1994 a Fev/1999 – Mensal – Em % do PIB



FONTE: Banco Central do Brasil /n GIAMBIAGI e ALÉM (2000:216).

A dívida interna líquida do setor público, como proporção do PIB, passou de 21,3%, em 1994, para 30,4% em 1996. Paralelamente, a dívida externa líquida<sup>34</sup> decresceu de 8,4%, em 1994, para 4%, em 1996. Após as crises da Ásia e da Rússia esta volta a crescer por conta do endividamento público para fechar o Balanço de Pagamentos, atingindo o patamar de 6,6% do PIB. O resultado foi de permanente aumento da dívida líquida total: em dezembro de 1998, a dívida líquida total chega a 42,6% do PIB, e a dívida interna que se encontrava na ordem de 21,3% do PIB no ano da implantação do Real, chega a 36% do PIB, em 1998. A dívida externa, por sua vez, manteve-se em torno de 6% do PIB no período em questão (Gráfico 2.9).

Em primeiro lugar, destacamos que na composição da dívida líquida total, aquela vinculada ao Governo Central é a mais importante. Esta dívida representa um patamar de 18,8% do PIB, em 1997. No ano seguinte, já refletindo os efeitos da crise da asiática, a dívida líquida total do Governo Central chega a 25,4% do PIB. E em 1999, logo após a crise da Rússia, sobe para 28,7% do PIB (Tabela 2.6).

Tabela 2.6 – Dívida Líquida do Setor Público – Em % do PIB – 1997 a 1999

Discriminação	1997		1998		1999	
	R\$ Milhões	% do PIB	R\$ Milhões	% do PIB	R\$ Milhões	% do PIB
Dívida Líquida Total	308 426	34,5	385 870	42,4	516 579	46,9
Governo Central	167 742	18,8	231 268	25,4	316 222	28,7
Estados <sup>1/</sup>	115 892	13,0	113 160	12,4	147 935	13,4
Municípios	-	-	17 745	1,9	22 851	2,1
Estatais	24 793	2,8	23 697	2,6	29 571	2,7
Dívida Interna	269 846	30,2	328 693	36,1	407 810	37,0
Governo Central	150 254	16,8	192 455	21,1	233 058	21,1
Estados <sup>1/</sup>	111 589	12,5	107 673	11,8	139 400	12,6
Municípios	-	-	17 084	1,9	21 984	2,0
Estatais	8 004	0,9	11 481	1,3	13 369	1,2
Dívida Externa	38 580	4,3	57 177	6,3	108 769	9,9
Governo Central	17 488	2,0	38 812	4,3	83 164	7,5
Estados <sup>1/</sup>	4 303	0,5	5 487	0,6	8 535	0,8
Municípios	-	-	661	0,1	867	0,1
Estatais	16 789	1,9	12 216	1,3	16 203	1,5

<sup>1/</sup> Governos estaduais e municipais até 1997. Apenas governos estaduais a partir de 1998.

FONTE: Boletins do Banco Central (1997-99).

<sup>34</sup> Correspondente à dívida bruta menos as reservas.

No que tange à dívida interna do Governo Central, em 1997, R\$ 150.254 milhões corresponderam a 16,8% do PIB. Em 1998, essa dívida fora de R\$ 192.455 milhões, e em 1999, chegou a R\$ 233.058 milhões. Ou seja, ela sofrera uma variação de R\$ 82.804 milhões, de 1997 para 1999 (Tabela 2.6).

Quanto aos fatores condicionantes<sup>35</sup> da dívida, as NFSP costumam ser um dos aspectos centrais a pesarem na variação da DLSP. Como o movimento das mesmas já foi comentado anteriormente, é importante mencionar outros componentes que afetaram o patamar da dívida. Destacamos as privatizações, o reconhecimento de dívidas passadas (“esqueletos”) e o ajuste cambial. O primeiro fator gera efeitos de redução da dívida, enquanto os outros dois têm gerado efeitos expansionistas, afetando o efeito das NFSP. A Tabela 2.7 nos dá os dados de 1998 e 1999, que são ilustrativos, pois não o Banco Central não divulga essas informações para períodos anteriores.

Tabela 2.7 – Variação da Dívida Líquida do Setor Público – Em % do PIB

Discriminação	1998 % PIB	1999 % PIB
Dívida Líquida Total – Saldo	42,30	48,70
Dívida Líquida – Variação Acumulada no Ano	8,50	6,10
Fatores Condicionantes da Dívida Pública (1 + 2 + 3 + 4 + 5)	7,49	12,00
1 -NFSP	7,47	5,00
Resultado Primário	0,01	- 3,20
Juros Nominais	7,48	8,81
Juros Reais <sup>1</sup>	7,06	5,04
Atualização Monetária	0,42	3,77
2 - Ajuste Cambial	0,007	6,50
DMI <sup>2</sup> Indexada ao Câmbio	0,004	3,80
Dívida Externa	0,003	2,70
3 - Dívida Externa – Outros Ajustes	0,00	0,00
4 - Reconhecimento de Dívidas	0,02	1,30
5 - Privatizações	- 0,01	- 0,80
Crescimento PIB/DLSP	0,99	- 6,20

<sup>1/</sup> Dados com desvalorização cambial. <sup>2/</sup> DMI = Dívida Mobiliária Interna.

FONTE: Banco Central do Brasil (2005).

<sup>35</sup> Os fatores condicionantes da DLSP incluem o resultado *primário* (NFSP), a apropriação de juros, a base monetária, a dívida mobiliária interna (indexada ao câmbio), a dívida externa, o reconhecimento de dívidas passadas (*esqueletos* e outros passivos contingentes) e as receitas de privatização.

Em 1998, os fatores condicionantes da dívida líquida do setor público foram afetados, maciçamente, pela expansão das NFSP. Nesse caso, os juros reais contribuíram com um peso de 7,06% do PIB. A este resultado se juntou um reconhecimento de dívidas de 0,02% do PIB, diminuído pelas privatizações em 0,01% do PIB (Tabela 2.7).

O ano de 1999 foi pior, pois o salto da DLSP passou de 42,3% do PIB, no ano anterior, para 48,7% do PIB. Mesmo com um resultado *primário* superavitário em 3,2% do PIB, as NFSP condicionaram o aumento da dívida líquida com um peso de 5% do PIB. O esforço fiscal foi corroído pelo pagamento de juros reais de 5,04% do PIB. Note-se que ocorreu ainda um ajuste cambial de 6,5% do PIB (Tabela 2.7). Obviamente não pode ser o superávit *primário* o responsável por equilibrar estas contas. O expressivo resultado superavitário foi corroído pelos demais fatores condicionantes. No caso desta dissertação, nosso alvo de análise não recai sobre os fatores condicionantes e sim sobre os movimentos de juros e câmbio, ligados à engrenagem macroeconômica. Ora, ademais, toda vez que a dívida sobe, aumenta o peso dos juros sobre a mesma.

Quanto ao impacto do ajuste cambial sobre a dívida líquida, o peso da variação do câmbio é tão forte que o BACEN passa a adotar duas metodologias para suas contas: *com e sem* desvalorização cambial. A partir de abril de 1999, com a divulgação de duas metodologias distintas pelo Banco Central do Brasil, temos pelo método tradicional, no qual a dívida interna indexada à variação cambial recebe o mesmo tratamento das demais dívidas internas, uma dívida fiscal líquida de 41,7% do PIB, em 1998, e uma de 43,2% do PIB, em 1999 (BANCO CENTRAL DO BRASIL/RELATÓRIO DE FINANÇAS PÚBLICAS, 1999).

No conceito alternativo, segundo o qual a evolução da dívida interna indexada ao câmbio recebe o mesmo tratamento concedido à dívida externa, a dívida fiscal líquida, alcançou 39,2% do PIB, em 1999, relativamente à 41,3% do PIB, em 1998 (BANCO CENTRAL DO BRASIL/RELATÓRIO DE FINANÇAS PÚBLICAS, 1999). Essa redução demonstra que por conta do ajuste fiscal realizado ao longo do ano, os resultados não foram mais expressivos em virtude da desvalorização cambial.

No entanto, para nós, essa expansão da DLSP está intimamente relacionada à lógica de ajuste dos juros reais e ao impacto que este causa sobre o câmbio, sobretudo após a crise da Rússia. A nossa alegação, portanto, é que esta dinâmica dos juros foi a principal

causadora do péssimo desempenho fiscal que se estabeleceu nas contas públicas, e não o pior desempenho das contas primárias. Conforme mostrado anteriormente, o lado financeiro do déficit provocou o salto inicial das Necessidades de Financiamento do Setor Público e o agravamento da situação *primária* aprofundou a situação do déficit *operacional*. Entretanto, fora o movimento financeiro do déficit o responsável pela evolução da DLSP, apesar do déficit *primário* ter contribuído em algum grau para agravar a situação.

Assim, ao analisar as causas da deterioração das contas públicas defendemos que a questão central dessa piora se encontra no lado financeiro do déficit. Podemos observar que o mecanismo de gastos com juros reais tem sido o principal elemento a justificar o resultado crescente das Necessidades de Financiamento do Setor Público. Concomitantemente, a magnitude da dívida mobiliária e o patamar dos juros cobrados estão vinculados ao perfil do ajuste macroeconômico implantado em um contexto de irrestrita abertura financeira.

Conforme aponta LOPREATO (2002:10):

*"A atração do capital externo dependia da oferta de um rol de ativos de rentabilidade elevada e de prêmios de risco em suas taxas de retorno. As privatizações, a abertura do mercado bancário, o favorecimento às fusões e incorporações de empresas com ações depreciadas, os títulos comerciais de empresas financeiras e não financeiras com acesso ao mercado internacional, bem como os ganhos em bolsa de valores constituíram-se em instrumentos de atração do capital externo. Uma parcela desse capital valorizou-se nessas diferentes aplicações. Mas, outra parte dele buscou valorização nos títulos da dívida pública, que foi o canal através do qual ampla parcela do capital externo usado na cobertura do balanço de pagamentos obteve rentabilidade. O governo garantiu títulos públicos com juros e prazos compatíveis com a expectativa de remuneração do capital usado no financiamento do balanço de pagamentos."*

Como mostraram os dados, podemos então, verificar o argumento aqui defendido, ou seja, o de que a expansão das Necessidades de Financiamento do Setor Público e, consequentemente, da DLSP se relaciona fortemente aos seguintes fatores financeiros: i) ao perfil da dívida mobiliária e às altas taxas de juros exigidas pela engrenagem macroeconômica montada; ii) ao movimento expansivo das reservas internacionais no início do Plano Real; e, iii) ao baixo crescimento do PIB resultante da mesma política macroeconômica.

Seguindo a perspectiva levantada por CORRÊA e ALMEIDA FILHO (2001), o potencial explosivo do déficit é determinado pela engrenagem macroeconômica envolvida

na relação câmbio/juros. O histórico das relações financeiras no Brasil tem demonstrado, aliás, que o Estado sempre assumiu os prejuízos em detrimento do capital privado.

Na verdade, a política econômica iniciada no Governo FHC, coerente com as proposições do FMI e dos ideólogos do Consenso de Washington, e que submeteu o país à lógica do capital financeiro e aprofundou as reformas liberais, acentua a concentração de renda, precariza o mercado de trabalho, deteriora as condições sociais, fragiliza financeiramente o Estado e exige, reiteradamente, sucessivos, “ajustes fiscais”. E pior, não sinaliza para um desenvolvimento que possa ser sustentado dinamicamente, isto é, crescimento econômico com estabilidade monetária e sem risco de crise cambial. A análise do movimento geral da Dívida Líquida do Setor Público no período de 1999 a 2004 ratifica essa conclusão. É o que trataremos no capítulo seguinte.

## CAPÍTULO III

### A DINÂMICA DA DÍVIDA PÚBLICA NO PERÍODO DE CÂMBIO FLUTUANTE (1999 A 2004)

#### 3.1 – O FIM DA ÂNCORA CAMBIAL E A ADOÇÃO DO SISTEMA DE METAS INFLACIONÁRIAS

Conforme indicamos no final do capítulo anterior, em 1999 a situação macroeconômica do Brasil se agravou consideravelmente. Nas primeiras crises (a mexicana em 1995 e a asiática em 1997), os ajustes internos nos juros aliados à atuação no mercado de câmbio rechaçaram ataques especulativos contra a moeda nacional. Porém, os mesmos remédios falharam no segundo semestre de 1998 (em resposta à crise russa) e, mesmo após o recebimento de empréstimo superior a US\$ 41 bilhões, em operação coordenada pelo FMI, não foi possível manter a política de câmbio administrado: o Governo se viu obrigado a abandonar a âncora cambial em detrimento de um ataque especulativo contra o Real, que havia reduzido as reservas do país drasticamente (Tabela 3.1).

Tabela 3.1 – Reservas Internacionais – 1999 a 2004  
Valores em US\$ Milhões

Período	Liquidez Internacional	Meses de Importação De Bens	Reservas Líquidas Ajustadas
1999	36,3	9	23,9
2000	33,0	7	31,5
2001	35,9	8	27,8
2002	37,8	10	16,3
2003	49,3	12	20,5
2004	52,3	10	27,5

FONTE: Banco Central do Brasil (2005).

Em janeiro de 1999 o Brasil aderiu ao regime de câmbio flutuante <sup>36</sup>. A variação da taxa cambial no início de 1999 pode ser observada pelo Gráfico 3.1.

Gráfico 3.1 – Evolução do Câmbio – Janeiro a Março de 1999



FONTE: Banco Central do Brasil (2005).

<sup>36</sup> Foi a terceira grande mudança em menos de cinco anos: (1) em julho de 1994 foi adotada a livre flutuação, que três meses depois passou a flutuação suja; (2) em março de 1995 foi adotado o regime de banda móvel, que quatro dias depois passou à banda fixa e, três meses depois, voltou a banda móvel; e (3) em janeiro de 1999, nova flutuação.

Inicialmente, nos meses de janeiro e fevereiro, a taxa de câmbio nominal experimentou um *overshooting*, porém, a partir de março, o pequeno repasse aos preços domésticos e a estabilidade de preços no exterior determinaram um forte aumento no nível do câmbio real. A balança comercial respondeu com um déficit de US\$ 1,2 bilhão em 1999, o que já fora um avanço em comparação ao desempenho de 1998, que havia sido deficitário em US\$ 6,6 bilhões (Tabela 1.6).

A partir da mudança do regime cambial no início de janeiro, o principal objetivo da política econômica do Governo passou a ser, então, o de evitar a volta da inflação. Para tanto, o Governo utilizou-se de cortes orçamentários, elevação de impostos e uma política de juros altos que, além de derrubar a demanda e desacelerar a economia, também sinalizou maiores rendimentos, no curto prazo, para o capital estrangeiro especulativo. Afinal, para atingir o objetivo proposto, o retorno desses capitais com a revalorização parcial do Real, tornara-se elemento decisivo de acordo com a estratégia adotada.

Em março de 1999, para evitar que a pressão cambial se transformasse em processo inflacionário, adotou-se uma política monetária bastante restritiva, estipulando uma meta para a taxa de juros *Over SELIC* de 45% ao ano. Essa altíssima taxa de juros deveria servir para conter a saída de recursos e diminuir o processo especulativo em torno da taxa de câmbio, estabilizando o seu valor. Nesse momento, foi introduzido também um “viés de baixa” na taxa de juros que o Banco Central poderia utilizar para reduzir a taxa, independentemente da reunião do COPOM.

Com o retorno dos capitais especulativos e a aceitação, de novo, pelas instituições financeiras, de títulos do Tesouro prefixados, foi possível a valorização do Real frente ao dólar, o que, por sua vez, provocou recessão. A política monetária começou então, a ser flexibilizada na última semana de março, quando a taxa de *Over SELIC* foi reduzida de 45% para 42% ao ano, em virtude da expectativa de uma inflação menor.

Desde a segunda metade do mês de março, o Governo vinha implementando algumas medidas, a fim de atrair o retorno dos capitais especulativos para o país. Entre elas, podem ser citadas além da elevação da taxa de juros, outras facilidades como a diminuição do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), de 2,5% para 0,5% – para aplicações em fundos de renda fixa, operações de câmbio entre bancos no Brasil e no exterior e para

contas em reais de domiciliados no exterior (contas CC-5)<sup>37</sup>. Ademais, prorrogou-se, até o final de junho, a isenção do imposto de renda sobre os rendimentos dos fundos de renda fixa para os investidores estrangeiros. Além disto, para inibir a saída de dólares e compensar a perda de arrecadação com o IOF, o Governo aumentou de 2% para 2,5% a alíquota, desse mesmo imposto, incidente sobre as compras de bens e serviços feitas com cartão de crédito em outros países.

Após a desvalorização do câmbio observou-se, então, um retorno do capital especulativo, impulsionado também pela aprovação no Congresso Nacional, ainda em janeiro de 1999, do ajuste fiscal acertado com o FMI, conforme o PEF proposto no ano anterior. Na verdade, este Programa só ganhou “credibilidade” com o anúncio da revisão das metas do acordo no início de março e com a adoção de novos cortes no orçamento, com vistas a se atingir o novo superávit *primário*, de 3,1% do PIB, então acertado com o FMI.

Assim, cortou-se R\$ 1,45 bilhão nos gastos com o funcionalismo público civil: os servidores, mais uma vez, não tiveram reajuste naquele ano, acabou-se com os adicionais por tempo de serviço e ainda foram suspensas as promoções e os concursos públicos. Também a verba destinada aos programas sociais foi cortada em 28,5%. Com o objetivo de aumentar a arrecadação, nesse mesmo ano, em pelo menos mais R\$ 1 bilhão, o incentivo fiscal (crédito presumido do IPI) concedido aos exportadores foi suspenso por nove meses (de abril a dezembro), e alterou-se o cálculo do IOF para aumentar sua receita, o que atingiu, principalmente, os empréstimos bancários e o cheque especial.

Em abril, o Governo, nessa mesma linha de atração de capitais especulativos, criou novas alternativas para os bancos aplicarem em títulos cambiais, os recursos captados no exterior pela regra da Resolução 63 do Conselho Monetário Nacional: aqueles que captassem esses recursos poderiam emprestá-los para outros bancos que tivessem interesse em aplicar em títulos cambiais – esse repasse, até então, era proibido (FILGUEIRAS, 2003).

---

<sup>37</sup> A Carta Circular 5 (CC-5), de 1969 (revogada em 1996, pela Circular 2.677) regulamentava as contas em reais de domiciliados no exterior, com base no Decreto 55.762 de 1965.

Um pouco mais tarde (julho de 1999), foi estabelecida uma nova âncora nominal para a política monetária, as chamadas metas inflacionárias (*inflation target*) <sup>38</sup>, que consiste em fixar bandas para a inflação futura. A estabilidade passou a centrar-se na definição de metas inflacionárias, subordinando às mesmas o nível dos juros. O *Sistema de Metas Inflacionárias* foi instituído em junho de 1999 com intuito de ser a âncora nominal, dado o abandono do regime de câmbio controlado vigente até o início do referido ano. Depois de preparado o terreno para a implementação do regime, as metas estabelecidas foram 8%, 6% e 4% para 1999, 2000 e 2001, respectivamente. Também foram admitidos intervalos de tolerância de dois pontos percentuais e escolhido o IPC-A do IBGE como índice de preços para o cálculo das metas.

A taxa de juros adotada como instrumento oficial de política monetária foi a taxa *Over SELIC*, cuja meta passou a ser definida pelo COPOM e, seguindo as diretrizes deste Comitê, as mesas de mercado aberto passaram a ajustar a liquidez de mercado diariamente para manterem a taxa de juros efetiva próxima da meta estipulada (FIGUEIREDO, FACHADA e GOLDSTEIN, 2002). A taxa de juros, por sua vez, é determinada com a função de eliminar os possíveis efeitos geradores de aumento nos preços como, por exemplo, aqueles vinculados à depreciação da taxa de câmbio. Então, mesmo mudando o regime de câmbio, as Autoridades Monetárias continuaram limitadas quanto à sua forma de intervenção, e a queda dos juros permanecia limitada, como veremos adiante. No entanto, queremos destacar como o movimento dos mesmos não se liberta da questão da vulnerabilidade do país e do movimento dos fluxos de capitais. Destacamos que se mantém a vulnerabilidade das contas externas e que também permanece a armadilha sobre as contas públicas.

Note-se, portanto, que após a adoção do Sistema de Metas Inflacionárias, a estratégia da política econômica permanece subordinada à atração de capitais. Se as mudanças efetuadas pelo Governo amenizaram a vulnerabilidade externa do país pelo lado da balança comercial, conservaram, no fundamental, a mesma concepção de inserção subordinada do país ao paradigma da liberalização financeira e, portanto, mantiveram também a dependência dos fluxos de capitais externos para financiar o balanço de

---

<sup>38</sup> Para uma verificação do debate sobre metas inflacionárias, vide Drazen e Masson (1994); Goodhart (1994); Debelli (1997) e Rigolon e Giambiagi (1999).

pagamentos e conter o retorno da inflação. Isto, por sua vez, continuava implicando no aumento explosivo da dívida pública, apesar da melhora acentuada nas NFSP, sob o conceito *primário*.

Vejamos então o comportamento do resultado *primário* após a adoção do câmbio flexível.

### 3.2 – O MOVIMENTO DO RESULTADO PRIMÁRIO NO PERÍODO DE 1999 A 2004

No ano de 1999, as necessidades de financiamento do setor público, no conceito *primário*, foram superavitárias em R\$ 31,1 bilhões, representando 3,23% do PIB, comparativamente ao superávit de R\$ 106 milhões, 0,01% do PIB, registrado em 1998. O resultado *operacional* continuava deficitário, não obstante o Governo vir atingindo, ano após ano, as metas de superávits *primários*, acertadas com o FMI. Este movimento pode ser observado na Tabela 3.2.

Assinala-se, ademais, que, em 1999, a realização de um superávit *primário* (setor público consolidado) da ordem de 3,23% do PIB superou com folga o total exigido pelo FMI como critério de desempenho para aquele ano, que era de 3,1% do PIB. O resultado *primário* do Governo Federal e do Banco Central do Brasil alcançou um superávit equivalente a 2,36% do PIB; o relativo aos governos estaduais e municipais foi de 0,21% do PIB, e o das empresas estatais, 0,66% do PIB. A partir daí, o governo cumpriu com tranquilidade as metas de superávit *primário* impostas pelo FMI, atingindo a marca de 4,58% do PIB em 2004, conforme mostra a Tabela 3.2.

Ainda pela Tabela 3.2 pode-se ver que, em 2000, o resultado *primário* do setor público foi superavitário, atingindo o equivalente a 3,47% do PIB, ante os 3,23% do PIB, registrados em 1999. O Governo Central foi responsável pelo superávit de 1,85% do PIB, os governos estaduais e municipais, por 0,54% do PIB, e as empresas estatais, por 1,06% do PIB. O resultado *primário* de 2000 superou, assim, em R\$ 1,4 bilhão a meta estabelecida

na sexta revisão do acordo entre o governo brasileiro e o FMI (BOLETIM DO BANCO CENTRAL, 2000).

Dentre os três níveis do setor público, observou-se, em 2000, uma distribuição do esforço fiscal bastante distinta da ocorrida no ano anterior, quando o Governo Central (englobando o Governo Federal, a Previdência Social e o Banco Central) foi responsável por 72,93% do resultado *primário* global do setor público, as empresas estatais, por 20,3%, e os governos regionais, por 6,77%. Assim, em 2000, a participação do Governo Central declinou para 53,55%, enquanto a das empresas estatais e dos governos regionais elevou-se para 30,66% e 15,79%, respectivamente (Tabela 3.2).

Tabela 3.2 – Necessidades de Financiamento do Setor Público – 1999-2004 - Anual  
Com Desvalorização Cambial - Em % PIB

SETOR PÚBLICO CONSOLIDADO	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Resultado Primário	-3,23	-3,47	-3,64	-3,89	-4,25	-4,58
Resultado Operacional	3,41	1,17	1,40	-0,01	0,88	-2,01
Resultado Nominal	9,98	4,48	5,17	10,27	3,62	2,48
Juros Reais	6,64	4,64	5,04	3,88	5,14	2,57
Juros Nominais	13,21	7,95	8,81	14,17	7,87	7,06
GOVERNO CENTRAL	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Resultado Primário	-2,36	-1,85	-1,83	-2,37	-2,49	-2,96
Resultado Operacional	3,17	1,31	1,46	0,25	0,97	0,97
Resultado Nominal	6,87	3,13	3,71	6,44	2,53	1,34
Juros Reais	5,53	3,16	3,30	2,63	3,46	1,73
Juros Nominais	9,23	4,98	5,54	8,81	5,02	4,30
ESTADOS E MUNICÍPIOS	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Resultado Primário	-0,21	-0,54	-0,87	-0,79	-0,89	-0,99
Resultado Operacional	0,5	0,69	0,46	-0,26	0,58	0,01
Resultado Nominal	3,17	2,08	2,02	3,83	1,74	1,92
Juros Reais	0,71	1,23	1,34	0,53	1,47	1,00
Juros Nominais	3,38	2,62	2,90	4,62	2,62	2,91
ESTATAIS	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Resultado Primário	-0,66	-1,06	-0,93	-0,73	-0,87	-0,64
Resultado Operacional	-0,26	-0,82	-0,53	0,00	-0,67	-0,79
Resultado Nominal	-0,07	-0,74	-0,56	0,01	-0,65	-0,78
Juros Reais	0,4	0,24	0,4	0,73	0,20	-0,15
Juros Nominais	0,59	0,32	0,37	0,74	0,22	-0,15

FONTE: Banco Central do Brasil (2005).

O aumento da participação das empresas estatais em 2000 deve-se, em parte, ao impacto favorável dos preços dos combustíveis sobre o resultado da Petrobras. No caso dos

governos regionais, a expansão deve-se à aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal, que consolidou o ajustamento das contas fiscais nas esferas sub-nacionais (BOLETIM DO BANCO CENTRAL, 2000).

Nos anos seguintes, o setor público consolidado continuou apresentando superávits *primários*. Em 2001, esse resultado atingiu o montante de R\$ 43,7 bilhões, o equivalente a 3,64% do PIB e, em 2002, o setor público não-financeiro apresentou superávit *primário* correspondente a 3,89% do PIB (Tabela 3.2). Parte desse resultado foi decorrente da expressiva, e atípica, arrecadação registrada em 2002.

Em 2003, o resultado foi superavitário em R\$ 66,2 bilhões, atingindo 4,25% do PIB (Tabela 3.2), o que significou o cumprimento da meta fixada para o ano. No âmbito do Governo Central, o ajuste recaiu, principalmente, nas despesas, a fim de controlar o déficit público, como consequência natural do tipo de ajuste recomendado pelo FMI. Nesse sentido, promoveu-se um corte nas despesas públicas, com vistas a compensar a perda de arrecadação relacionada, sobretudo, à desaceleração econômica. Entretanto, sabe-se que o Governo Federal devia, em 2003, R\$ 103 bilhões em juros da dívida (segundo o Banco Central) e obteve com o superávit *primário* apenas R\$ 48,3 bilhões, ou seja, a um custo social altíssimo, o esforço fiscal só permitiu pagar 47% do custo da dívida pública.

Em 2004, o resultado *primário* foi novamente superior ao do ano anterior, chegando a R\$ 81,1 bilhões, isto é, 4,58% do PIB (Tabela 3.2). Aqui, vale à pena ressaltar que o Governo Central registrou um superávit *primário* de 2,96% do PIB em 2004, a despeito do resultado positivo do Governo Federal (R\$ 84,7 bilhões) e de déficits nas contas do INSS (R\$ 32 bilhões) e nas operações do Banco Central (R\$ 336 milhões). O resultado superavitário do Governo Central esteve associado ao aumento das receitas do Governo Federal, proporcionado fundamentalmente, pela evolução favorável da economia. Em sentido inverso, os gastos relativos a Outros Custeios e Capital elevaram-se (BOLETIM DO BANCO CENTRAL, 2004).

Assinale-se que, de acordo com uma perspectiva mais conservadora, a expansão dos gastos públicos, principalmente os dessa rubrica, são considerados muito rígidos e, por isso mesmo, qualquer incremento nestas despesas, devem apresentar uma contrapartida, a fim de assegurar o equilíbrio nas contas públicas. Entretanto, mesmo apresentando superávits *primários* desde 1999, o país não consegue retomar um crescimento econômico sustentado,

porque toda a economia oriunda do esforço fiscal do Governo Federal é gasta com o pagamento de elevadas taxas de juros sobre a dívida pública. As despesas financeiras são cada vez mais elevadas e a dívida pública está a caminho da fatídica cifra de R\$ 1 trilhão<sup>39</sup>.

Portanto, nem mesmo a propalada melhora o do resultado *primário* tem sido capaz de reverter a trajetória explosiva da dívida pública. Na verdade, a armadilha financeira se consubstancia num círculo vicioso: a despesa com juros consolidou-se como o principal vetor do déficit público, a despeito do resultado *primário* superavitário e singularmente expressivo, desde 1999. Cabe entender então, como os juros continuam se mantendo elevados, em função da engrenagem macroeconômica montada desde a adoção do Plano Real.

### 3.3 – A PARTE FINANCEIRA DO DÉFICIT PÚBLICO NO PERÍODO DE 1999 A 2004

#### 3.3.1 – A Dinâmica de Ajuste das Taxas de Juros e de Câmbio

Conforme observado anteriormente, após a adoção do câmbio flexível a estabilidade passou a centrar-se na definição de metas inflacionárias, que, teoricamente, definem taxas de juros mais rígidas. Sob esse novo regime, as taxas de juros devem se ajustar então, com o intuito de atingir a meta estabelecida, não tendo que evitar a depreciação do câmbio, como no período de câmbio controlado. De fato, no regime cambial anterior os “choques externos” eram fundamentalmente absorvidos pela taxa de juros, utilizada para defender a paridade cambial.

Sob o regime de câmbio flutuante e sistema de metas inflacionárias, as taxas de juros ficam, teoricamente, livres para assegurar a estabilidade de preços. Quando se passa por algum cenário de instabilidade, os “choques externos” são absorvidos, primeiramente, pela taxa cambial.

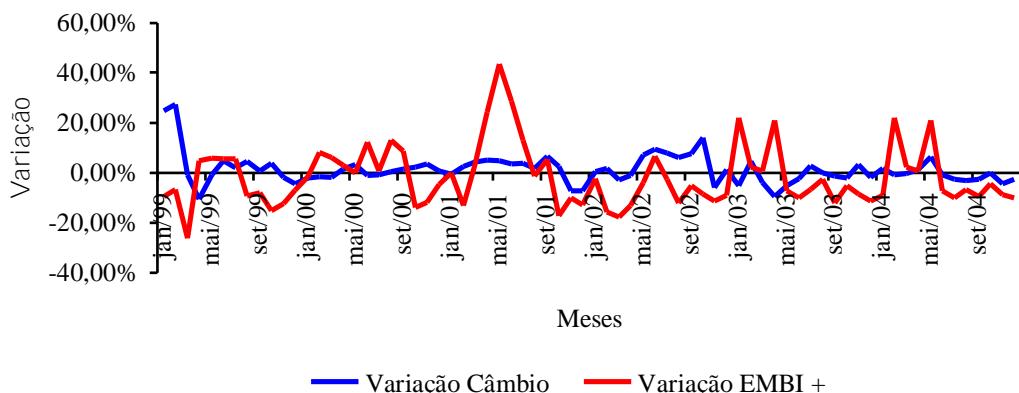
---

<sup>39</sup> Conforme estimativas apresentadas no jornal *Estado de Minas* (24/abril/2005), a dívida deve encerrar o ano de 2005 na marca de R\$ 1,13 trilhão.

Assim, após a adoção do regime de metas inflacionárias em 1999, qualquer alteração no estado de expectativas dos agentes – cujo impacto se mostra nos fluxos de capitais – causa variações diretas no câmbio. A lógica da equalização e da exigência da rentabilidade vinculada ao movimento do risco-Brasil continua se mantendo, entretanto, é principalmente a taxa de câmbio que absorve o impacto das variações ocorridas no risco-país. Mesmo assim, os juros não se libertam desta dinâmica.

No período de 1999 a 2004, a crise externa que afetou diretamente o Brasil foi a da Argentina, a partir de abril de 2001. Pelo Gráfico 3.2, pode-se verificar como o risco-Brasil subiu naquele momento, conduzindo à depreciação cambial, que, por sua vez, foi ampliada pelo aumento da demanda por *hedge* cambial.

Gráfico 3.2 – Variações do Câmbio e do Índice EMBI<sup>+</sup> Brasil – Mensal – 1999 a 2004

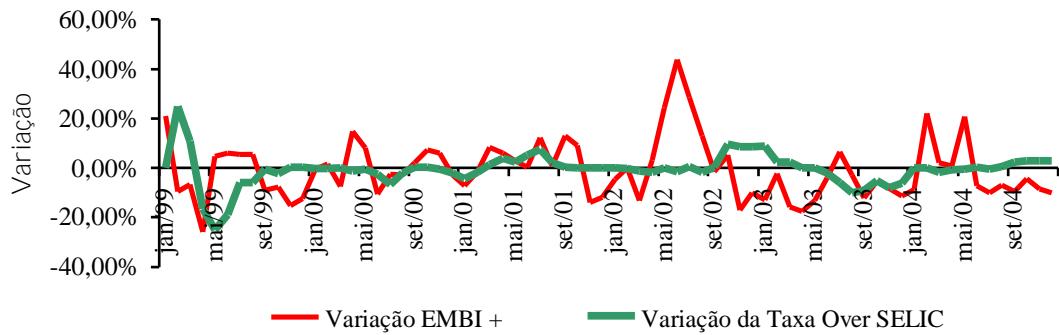


FONTE: Banco JP Morgan Chase (2004) e Banco Central do Brasil (2005).

A partir de agosto de 2001, o risco-Brasil volta a cair e a taxa de câmbio se reduz também (Gráfico 3.2). Por conseguinte, a taxa de juros *Over SELIC* acompanha este movimento, saltando de 15,2% ao ano em fevereiro para 19% ao ano em agosto de 2001 (Gráfico 3.3).

O que destacamos é que, mesmo nesse contexto de câmbio flexível, os juros não estão livres da dinâmica de atração de capitais. Em caso de desvalorização cambial, por exemplo, o Banco Central tende a aumentar a taxa *Over SELIC* (Gráfico 3.3), para manter a inflação sobre controle.

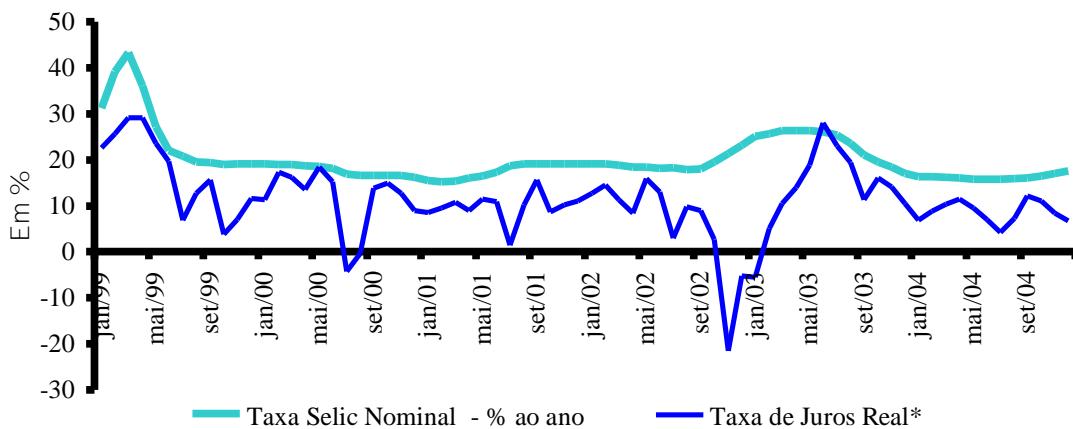
Gráfico 3.3 – Variações do Índice EMBI<sup>+</sup> Brasil e da Taxa *Over* SELIC – Dados Mensais – 1999 a 2004



FONTE: Banco Central do Brasil (2005).

Entretanto, após a flexibilização cambial, excetuando-se os períodos de choques adversos, a taxa de juros *Over* SELIC apresenta uma tendência de queda. Com a inflação se apresentando mais controlada, o Banco Central começou a baixar os juros e manteve uma redução gradual da taxa *Over* SELIC (Gráfico 3.4), a qual se reduziu para 17,5% ao ano, em dezembro de 2004.

Gráfico 3.4 – Taxa Real de Juros e Taxa SELIC Nominal – 1999 a 2004



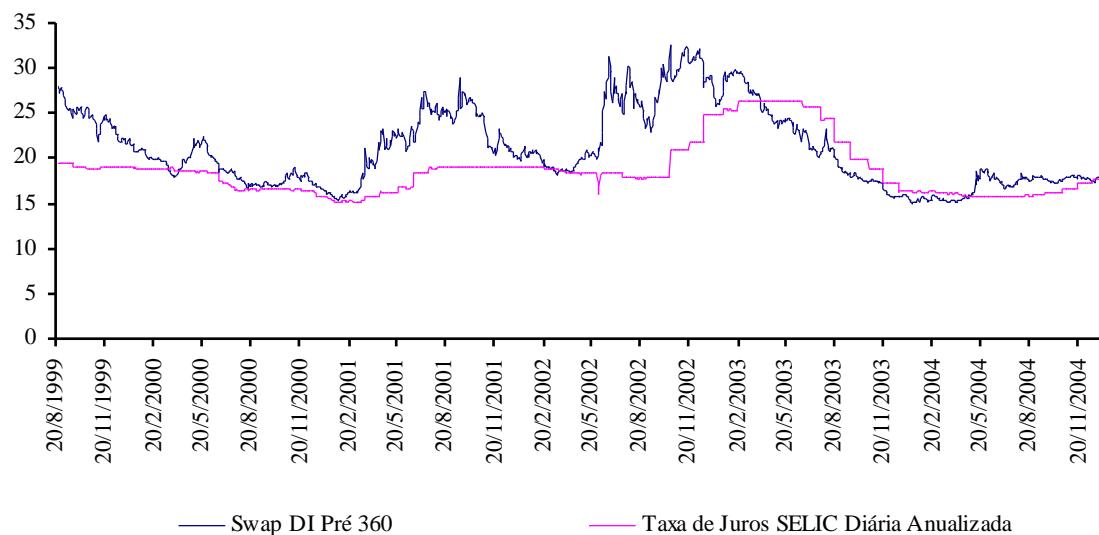
\* Deflacionada pelo IPCA acumulado de 12 meses.

FONTE: Banco Central do Brasil (2005).

Pela análise do Gráfico 3.4 fica claro que, a partir da adesão ao câmbio flutuante, a taxa real de juros declinou para um patamar muito inferior àqueles observados no período do regime de câmbio controlado. No entanto, eles ainda permanecem oscilando em torno de uma taxa real de juros muito elevada, em torno de 10% ao ano. Na verdade, os juros não se libertam da dinâmica de atração dos capitais.

O Banco Central opera a taxa *Over SELIC* para influenciar toda a estrutura a termo de taxa de juros, ou seja, todos os demais tipos de juros, sejam longos ou curtos. No entanto, as taxas de juros mais longas têm por finalidade estimular os investimentos nos setores de infra-estrutura e consumo, enquanto a taxa *Over SELIC* serve de referência para o mercado, regulando as operações diárias com títulos públicos federais. No Gráfico 3.5 estão estas duas taxas de juros: a de curto prazo (*Over SELIC*) e a de longo prazo (taxas de juros *Swap DI x Pré 360 dias*)<sup>40</sup>. De acordo com FORTUNA (2005): “as operações de *swap* apresentam vantagens significativas com relação ao mercado futuro de juros, que é o mecanismo atual [2005] mais tradicional de *hedge* (proteção) contra as flutuações de taxas”.

Gráfico 3.5 – Taxa de Juros *Swap DI x Pré 360 Dias* e Taxa *Over SELIC* Diária Anualizada – 1999 a 2004



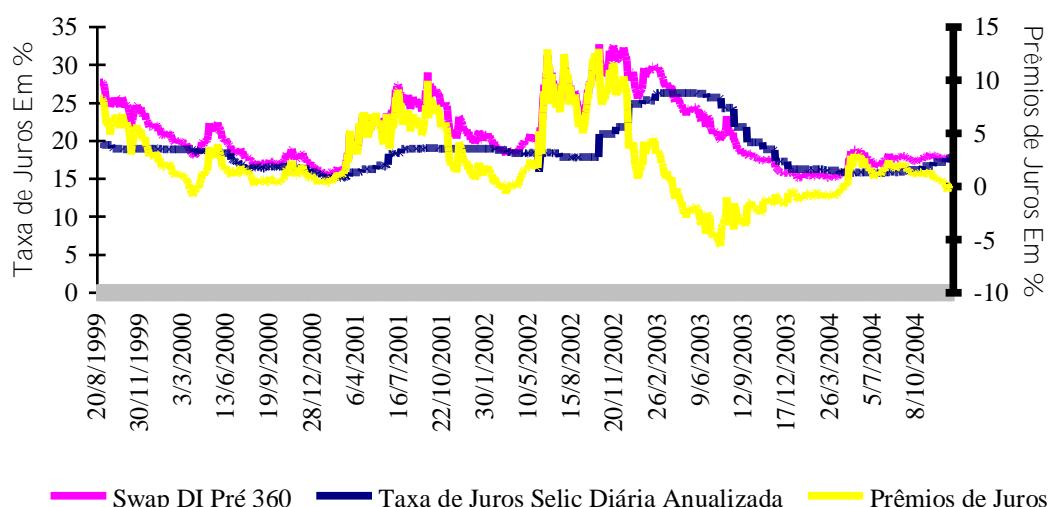
FONTE: Banco Central do Brasil (2005).

<sup>40</sup> A taxa do DI (depósitos interfinanceiros) do dia anterior reflete a taxa SELIC do dia seguinte e é operacionalizada pela CETIP (Câmara de Custódia e Liquidação).

O Gráfico 3.5 mostra que nas oscilações mais extremas, seja de alta, seja de baixa, as duas taxas caminham juntas, porém há variações dos juros longos independentemente das variações mais curtas. Por exemplo, no segundo semestre de 1999, os juros longos caíram e a taxa *Over SELIC* permaneceu estável. Na metade do ano de 2000, os juros longos se elevam momentaneamente, enquanto a taxa *Over SELIC* persistiu em queda. O que observamos, no entanto, é que quando os juros longos crescem de forma mais contínua, a taxa SELIC não pode cair: ou ela cresce, ou quando muito, permanece estável. Pode-se perceber também que há variações das taxas *swaps* antecedendo às variações da taxa *Over SELIC*, como ocorreu no segundo semestre de 2001 (juros longos têm uma forte elevação) e no de 2002. No segundo quadrimestre de 2003, verifica-se queda dos juros longos, apesar da estabilidade da taxa *Over SELIC*. Isto sugere que, muitas vezes, nesses momentos de variações independentes, o Banco Central está seguindo, e não liderando o mercado.

As oscilações dos juros longos em torno da taxa *Over SELIC* são relevantes porque resultam no chamado “prêmio de juros”. O Gráfico 3.6 evidencia esses prêmios de juros, tidos como a diferença em pontos percentuais entre as taxas de juros referenciais dos *swaps* DI prefixados para 360 dias (taxas longas) e as taxas de juros curtas, a *Over SELIC* (PASTORE e PINOTTI, 2002).

Gráfico 3.6 – Taxa de Juros SWAP DI x Pré 360 Dias, Taxa de Juros *Over SELIC* e Prêmio dos Juros – 1999 a 2004

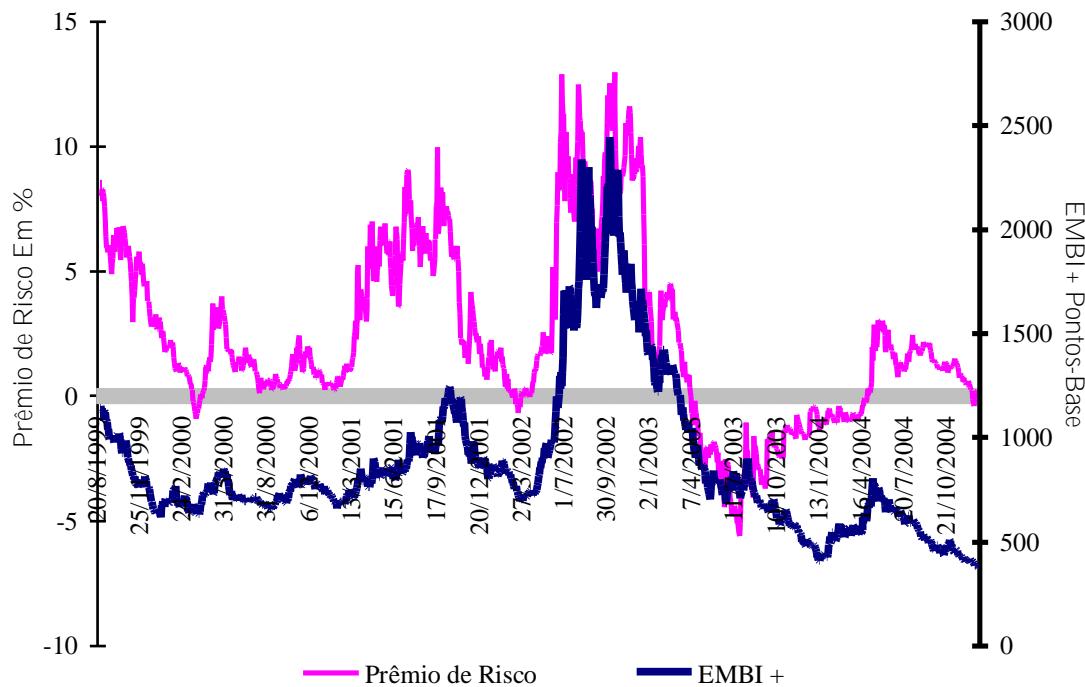


FONTE: Elaboração própria a partir de dados primários, extraídos do Banco Central do Brasil (2005).

Em alguns momentos dentro do ano de 2000, no início de 2002 e a partir de abril de 2003 até maio de 2004, esses prêmios são nulos. No entanto, na maior parte do período analisado eles são elevados, chegando a atingir 12 pontos percentuais no período de instabilidade eleitoral, em novembro de 2002 (Gráfico 3.6). Todas as vezes que há um aumento nos prêmios de juros, significa que os juros longos estão crescendo mais que os curtos. Isto resulta, posteriormente, em um aumento da taxa *Over SELIC*.

Quando se eleva o risco percebido pelos investidores, podemos observar que crescem os prêmios de risco exigidos em operações com títulos brasileiros. No Gráfico 3.7 foram superpostos dois *spreads*: o doméstico, que é o prêmio dos juros longos no Brasil, ou seja, o excesso em pontos percentuais dos *swaps* de 360 dias sobre a taxa *Over SELIC*; e o externo, que é o excesso, em pontos-base, da taxas de juros dos títulos brasileiros sobre o título correspondente do Tesouro norte-americano (risco-Brasil). Como se percebe, existe uma estreita correlação positiva entre o risco-país e o *spread* doméstico.

Gráfico 3.7 – Prêmios de Juros e Risco-Brasil EMBI<sup>+</sup> – 1999 a 2004



FONTE: Elaboração própria, a partir de dados do Banco Central do Brasil (2005) e do Banco JP Morgan Chase (2004).

Nos períodos de crise, quer seja externa, quer seja interna, mas que resulte em uma elevação do risco percebido pelos investidores, crescem também os prêmios de risco exigidos em operações nas quais intervêm predominantemente os brasileiros (observados pelos prêmios dos *swaps* sobre a taxa *Over SELIC*), ou nas quais intervêm bancos internacionais no mercado financeiro de Nova York. Ou seja, quando estes riscos aumentam, a SELIC também tenderá a subir, mostrando que a taxa não está desligada dessa dinâmica dos fluxos de capitais.

Considerando a fase que estamos analisando, esta dinâmica torna-se explícita a partir de 2001, quando o Brasil enfrenta vários choques importantes. Dentre eles, podemos apontar a crise energética sofrida pelo país, o fim da bolha especulativa nas bolsas mundiais, a crise argentina, a desaceleração econômica mundial que teve seu golpe maior no ataque terrorista aos Estados Unidos, e em 2002, a crise interna provocada pelas eleições presidenciais (Gráfico 3.7).

Nesse contexto, a situação dos mercados emergentes ficou debilitada quanto à captação de recursos, pois a junção desses choques gerou impactos negativos sobre as expectativas dos agentes, elevando o risco-Brasil. Nesses casos, o mercado exige um prêmio de risco maior, independentemente do fato das Agências de *Rating*, ou de alguns bancos internacionais, alterarem o quadro de previsões. Quando isto ocorre, o Banco Central tem que elevar a taxa *Over SELIC* para evitar que a expansão monetária, resultante do *spread* entre as taxas de juros curta e longa, conduza à inflação. Portanto, ainda que os impactos maiores tenham sido sentidos diretamente pelo câmbio, geraram-se consequências também sobre os juros, cujas taxas foram elevadas no sentido de impulsionar a atração de capitais de curtíssimo prazo (CORRÊA e TERRA, 2005).

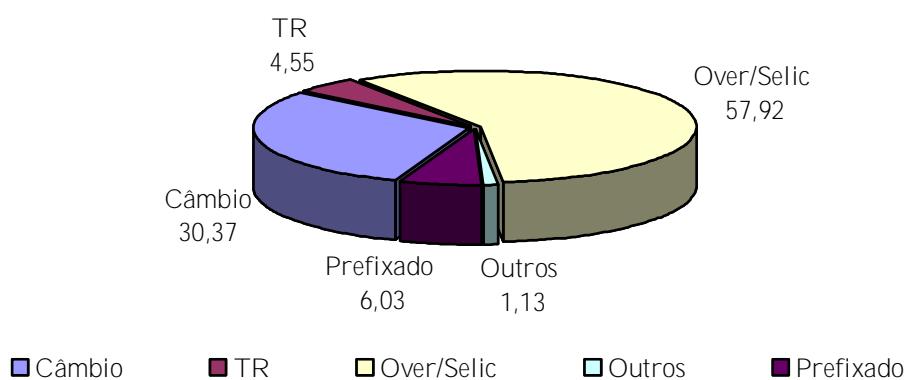
Portanto, se a melhora artificial da inflação, produzida pela flexibilização da taxa de câmbio permitiu, por um lado, uma redução da taxa de juros, por outro, manteve a armadilha financeira sobre o déficit público, sobretudo no que se refere ao perfil da dívida mobiliária interna. A seguir será explicitada então, a dinâmica desta dívida no período de 1999 a 2004.

### 3.3.2 – O Perfil da Dívida Mobiliária Após a Adoção do Câmbio Flexível

Conforme ressaltado anteriormente, no momento da adoção do regime de câmbio flutuante a economia brasileira apresentava forte dependência de capitais externos, com uma perda acentuada de reservas e uma dívida líquida do setor público crescente, relacionada, em especial, ao perfil da dívida mobiliária interna.

Em janeiro de 1999, essa dívida mobiliária era predominantemente composta por títulos pós-fixados e, na sua maioria, indexados à taxa *Over SELIC* e ao câmbio, com 57,92% e 30,37% do total, respectivamente, conforme demonstra o Gráfico 3.8.

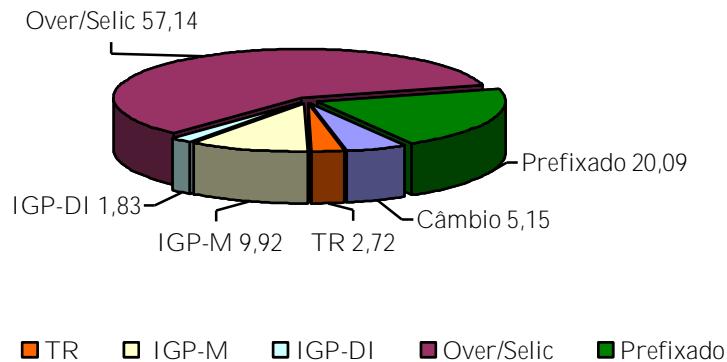
Gráfico 3.8 – Composição da Dívida Mobiliária em Mercado – Janeiro 1999 –  
Em % do PIB



FONTE: Banco Central do Brasil (2005).

Entretanto, mesmo após a flexibilização do câmbio o Governo não consegue elevar a exposição da dívida prefixada, com juros já definidos previamente. Observe-se que, dez anos após o Plano Real, mais da metade da dívida mobiliária em mercado é composta por títulos pós-fixados (62,29% do PIB), sendo 57,24% deles referenciados à taxa *Over SELIC* e, 5,15% ao câmbio (Gráfico 3.9).

Gráfico 3.9 – Composição da Dívida Mobiliária em Mercado – Dezembro 2004 –  
Em % do PIB

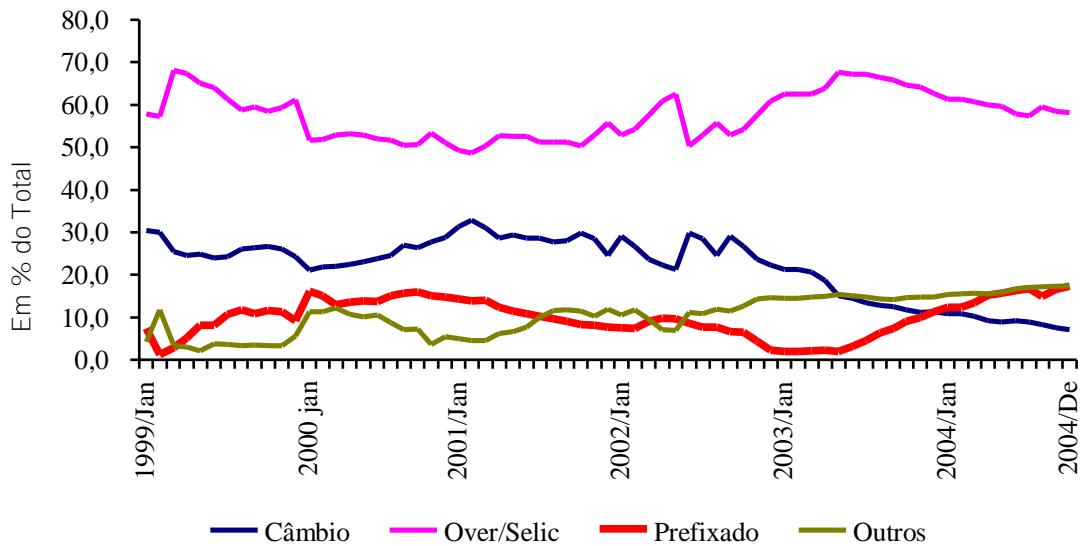


FONTE: Banco Central do Brasil (2005).

Uma comparação entre os dados de janeiro de 1999 (Gráfico 3.8) e os de dezembro de 2004 (Gráfico 3.9) permite identificar a sensibilidade da composição de *portfólio* diretamente relacionada às variações nas taxas de câmbio e de juros. Antes, a demanda por títulos indexados ao câmbio correspondia a 30,37% do PIB, já em 2004, essa procura reduziu-se para 5,15% do PIB. Por sua vez, a dívida mobiliária indexada à taxa *Over SELIC* permanece muito elevada (57,92% do PIB, em 1999, contra 57,14%, em 2004), em função da expectativa de maiores ganhos com os prêmios de juros futuros.

Portanto, a partir do regime de câmbio flutuante a armadilha permanece: os títulos pós-fixados, que têm rentabilidade desconhecida no momento da aplicação – determinada futuramente, em geral vinculada à taxa *Over SELIC* – são os mais procurados, porque o mercado sabe que os juros estão altos. Ou seja, o Governo não consegue mudar a composição da dívida pública, mediante uma exposição maior de títulos prefixados. É o que mostra o Gráfico 3.10.

Gráfico 3.10 – Dívida Mobiliária Federal em Mercado – Por Indexador  
1999 a 2004 – Em % do Total



FONTE: Banco Central do Brasil (2005).

Em fins de 2004, a dívida referida à SELIC representa cerca de 60% do total, remunerada a uma taxa real de juros de 12% ao ano e com um prazo médio de 23 meses (Gráfico 3.11).

Gráfico 3.11 – Prazo Médio da DMF – Títulos Consolidados do Tesouro e BACEN  
Emitidos em Oferta Pública – 1999 a 2004



FONTE: Banco Central do Brasil (2005).

Com uma taxa real de juros alta como a brasileira, torna-se difícil a eliminação de todos os resquícios de correção prefixada que afeta a dívida interna. Aliás, a dívida interna deveria eliminar devagar e firmemente a dívida indexada à SELIC, como se fez para a referida ao câmbio. Deveria ainda ser referenciada aos índices de preços (como as NTN-S e NTN-C) ou prefixadas, com ampliação paulatina do seu prazo médio a fim de aumentar a eficiência da política monetária.

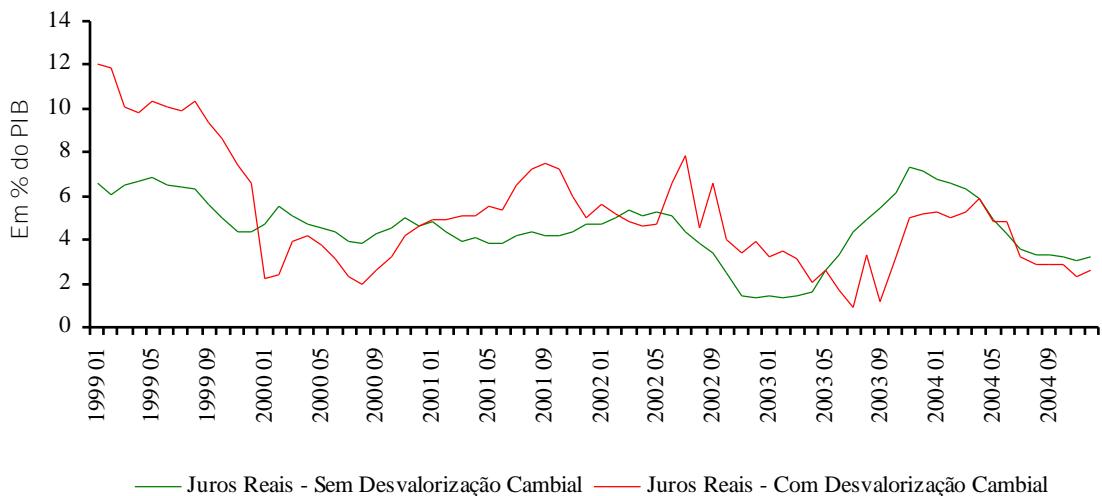
A desvalorização cambial ocorrida logo antes da mudança de regime cambial foi também um elemento importante para explicar os impactos na dívida interna mobiliária. A partir de janeiro de 1999, o Banco Central passou a divulgar a Dívida Líquida *com e sem* os efeitos da desvalorização cambial. No primeiro caso, são levados em consideração, na contabilização da dívida interna mobiliária (critério de competência) os efeitos da crise cambial de 1999, enquanto que o segundo caso não a considera, porque adota o critério de caixa para a dívida interna mobiliária.

Essas duas terminologias começaram a ser adotadas após a crise asiática, em especial para mostrar que boa parte do déficit de janeiro de 1999, não estava relacionada a um desequilíbrio fiscal do setor público, mas sim, em razão dos efeitos da desvalorização da taxa de câmbio.

A introdução dessa definição é, de certo modo, um paralelo com a forma praticada na consideração dos “esqueletos”, com a diferença de que aqui seria a taxa de câmbio a indutora do aumento da dívida, ao passo que, no caso dos passivos contingentes, seria o reconhecimento de dívidas que produziram seus efeitos macroeconômicos no passado (TÁVORA, 2001).

Trata-se ainda de um conceito transitório, isto é, não contempla uma série histórica por ser divulgado na tentativa de explicitar a *performance* do Governo, separando o que era resultado de mau comportamento fiscal, daquilo que era devido aos efeitos cambiais. De qualquer forma, mostra claramente a expansão da dívida pública, em especial, pelo peso da dívida mobiliária indexada ao câmbio (Gráfico 3.12).

Gráfico 3.12 – Impactos da Desvalorização Cambial Sobre os Juros Reais – 1999 a 2004  
Mensal – Acumulado em 12 Meses – Em % do PIB



FONTE: Banco Central do Brasil/Boletim de Finanças Públicas (2004).

Pelo Gráfico 3.12, observa-se que os juros reais foram mantidos artificialmente elevados, em função de uma estratégia política de estabilização, movimento que se acentuou em 2002, em fins de 2003 e em meados de 2004, no Governo Lula. De maio de 2003, em relação ao mesmo mês em 2004, a taxa real de juros *sem* os efeitos da desvalorização cambial de 1999 também disparou, confirmando a estratégia da política monetária seguida pelo Governo.

Aí reside, portanto, a “armadilha”: ao optar por atacar a inflação com o juro alto, o Governo se dispôs a pagar um preço caro demais, na forma de uma dívida ainda mais explosiva. Isso tende a manter a relação DLSP/PIB em torno dos 52%, reforçando a pressão na taxa de juros, o que reduz o crescimento da economia brasileira e complica ainda mais a redução da relação DLSP/PIB.

Indicados os aspectos financeiros que pesam na elevação do déficit público, após a introdução do câmbio flutuante, faremos então, uma análise do movimento geral da Dívida Líquida do Setor Público.

### 3.4 – ANÁLISE DO COMPORTAMENTO DA DLSP APÓS A ADOÇÃO DO CÂMBIO FLUTUANTE

Após a adoção do novo regime cambial, estabelece-se o pressuposto de que, um superávit fiscal elevado somado a um ajuste nas contas externas para permitir a melhora dos “fundamentos macroeconômicos” seria suficiente para provocar a queda da dívida interna. Isto porque a vulnerabilidade externa brasileira estaria relativamente ajustada pela melhora dos indicadores. Entretanto, a Tabela 3.3 mostra não ter havido sucesso na redução da DLSP/PIB, apesar dos níveis realizados de superávit *primário* desde a introdução do novo regime cambial.

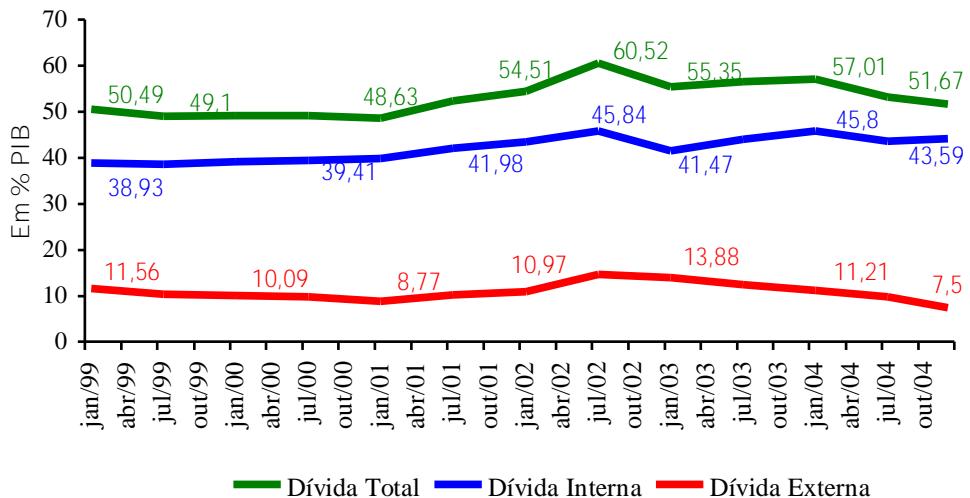
Tabela 3.3 – Superávit Primário e a Relação DLSP/PIB – De 1994 a 2005 – Em % do PIB

Período	Superávit Primário	DLSP/PIB
1999	3,2	48,7
2000	3,5	48,8
2001	3,6	52,6
2002	3,3	55,5
2003	4,4	57,2
2004	4,6	51,7

FONTE: Banco Central do Brasil (2005).

Como se vê, passados alguns anos da adoção do câmbio flexível, a relação DLSP/PIB se mantém fortemente resistente à baixa, a despeito dos expressivos superávits *primários*. Portanto, a armadilha financeira sobre a dívida pública permanece, pois ela continua subordinada à lógica dos movimentos especulativos dos capitais. As variações no câmbio causam impactos sobre a dívida que, por sua vez, afeta as taxas de juros. Isto ocorre porque, conforme já indicado, os investidores exigem um prêmio de juros maior, quando o indicador DLSP/PIB sobe (Gráfico 3.13).

Gráfico 3.13 – Dívida Líquida do Setor Público – 1999 a 2004 – Mensal – Em % PIB



FONTE: Banco Central do Brasil (2005).

CORRÊA e TERRA (2005) asseveram que as oscilações no câmbio foram um dos elementos importantes para explicar a variação da DLSP, depois que o país passou a adotar o regime de câmbio flutuante. Segundo esses autores, a variação na taxa de câmbio causa impactos sobre a DLSP, por duas maneiras: primeira, pela participação da dívida líquida referida ao dólar (dívida menos haveres cambiais), e segunda, pelo resultado de caixa da dívida exposta em operações de *swap* cambial<sup>41</sup>.

Quando a dívida líquida referida ao dólar tem uma participação elevada no contexto da dívida total brasileira isto afeta tanto a dívida externa quanto a interna. No caso da primeira, os componentes dessa dívida afetam conjuntamente as três esferas do setor público. No caso da dívida interna, os impactos ocorrem sobre os títulos indexados ao câmbio, emitidos pelo Tesouro Nacional e pelo Banco Central. Convém destacar, entretanto, que parte dos impactos de endividamento é compensada pelas variações nos

<sup>41</sup> A partir de abril de 2002, o BACEN, em conjunto com o Tesouro, começou a oferecer aos detentores de LFT, títulos referenciados à SELIC. O objetivo era reduzir o volume da DPMF vinculada à taxa de câmbio, porém mantendo o mercado abastecido de proteção cambial. A troca da rentabilidade desses títulos pela rentabilidade da variação da taxa de câmbio de reais por dólar acrescida de uma taxa de juros (cupom cambial) ficou conhecida como operação de *swap* cambial. Como a taxa do DI do dia anterior reflete a taxa SELIC do dia seguinte, a operacionalização do *swap* cambial foi viabilizada através dos diferentes contratos de *swap* cambial com ajustes periódicos, regularmente negociados na Bolsa de Mercadorias e Futuros – a BM&F (FORTUNA, 2005).

Haveres do setor público, referenciados ao dólar, especialmente as reservas internacionais do Banco Central.

No que se refere ao resultado de caixa das operações de *swap* cambial realizadas pelo Banco Central, elas podem gerar perdas (ou ganhos) na medida em que haja diferença a maior (ou a menor) entre variação do câmbio mais o *swap* cambial e a taxa do DI. A partir daí, o resultado de caixa destas operações se constitui em despesa (receita) financeira e tem que ser incluído no cálculo do endividamento líquido do setor público, por ocasião do acerto de margens (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2004).

Portanto, mesmo com o forte arrocho sobre as contas primárias, a armadilha das contas públicas não se desfaz, haja vista que a engrenagem macroeconômica montada anteriormente não foi alterada. De um lado, os juros caem, mas permanecem altos e continuam gerando impactos negativos sobre a dívida. De outro lado, as variações cambiais causam impactos diretos sobre as NFSP, por conta de que parte da dívida mobiliária encontra-se referida ao dólar, e parte encontra-se exposta a operações “*swapadas*”, as quais “esperam” uma taxa futura de juros muito elevada.

A análise do período de 1999 a 2004 mostra que a trajetória da DLSP/PIB vem sendo condicionada principalmente pelas taxas de juro e de câmbio e pelo crescimento econômico (BIASOTO JÚNIOR e HIGA, 2005). A Tabela 3.4 considera os impactos do ajuste cambial sobre a dívida, pois como foi dito anteriormente, este se constitui num fator importante para se explicar o porquê de a dívida não ter caído, mesmo adotando-se superávits *primários* crescentes<sup>42</sup>. Pode-se observar que, entre 1999 e 2000, a DLSP manteve-se na média de 48,7% do PIB. Posteriormente, nos períodos de instabilidade no cenário internacional, os quais se refletem internamente, sobre o risco-país e sobre as taxas de juros e de câmbio, a DLSP/PIB sobe ainda mais. De 2001 a 2003, a variação média acumulada de um ano para outro foi de 3,7% do PIB.

No que se refere ao peso dos fatores condicionantes sobre a Dívida Líquida, observarmos que a despeito dos superávits *primários* alcançados após a adoção do regime de câmbio flutuante, foram o perfil da dívida mobiliária e as altas taxas de juros os responsáveis pela expansão da DLSP/PIB (Tabela 3.4).

---

<sup>42</sup> Note-se que em 1999, o reconhecimento de dívidas passadas significou 1,3% do PIB e a receita de privatizações atingiu 0,8% do PIB. No ano seguinte, isto é, em 2000, houve um ganho com privatizações de 1,8% do PIB, praticamente consumido após o reconhecimento de dívidas em 2001, que foi de 1,5% do PIB.

Tabela 3.4 – Variação da Dívida Líquida do Setor Público – 1999 a 2004 – Em % do PIB

Discriminação	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Dívida Líquida Total – Saldo	48,7	48,8	52,6	55,5	57,2	51,7
Dívida Líquida – Variação Acumulada no Ano	6,1	0,1	3,8	2,9	1,7	- 5,5
Fatores Condicionantes	12,0	3,2	7,8	14,1	2,0	2,4
NFSP	5,0	3,4	3,4	4	4,9	2,5
Resultado Primário	- 3,2	- 3,5	- 3,6	- 3,3	- 4,1	- 4,4
Juros Nominais	8,8	7,9	8,8	7,2	8,1	6,9
Juros Reais <sup>1</sup>	5,1	4,6	5,0	3,9	5,2	2,5
Atualização Monetária	3,7	3,3	3,8	3,3	2,9	4,4
Ajuste Cambial	6,5	1,6	3	9,4	- 4,0	- 0,9
DMI <sup>2</sup> Indexada ao Câmbio	3,8	0,8	1,5	4,9	- 1,5	- 0,2
Dívida Externa	2,7	0,8	1,5	4,5	- 2,7	- 0,7
Dívida Externa – Outros Ajustes	0	0	0	0	1,1	0,4
Reconhecimento de Dívidas	1,3	0	1,5	0,9	0	0,4
Privatizações	- 0,8	- 1,8	- 0,1	- 0,2	0	0
Efeito Crescimento PIB/DLSP	- 6,2	- 3,9	- 4,0	- 10,2	1,2	- 7,8

<sup>1/</sup> Dados com desvalorização cambial.

<sup>2/</sup> DMI = Dívida Mobiliária Interna.

FONTE: Banco Central do Brasil, Notas para a Imprensa, (Diversas).

Então, mesmo mudando o regime de câmbio, a queda nas taxas de juros fica limitada pelo seu papel de controle da inflação e pela necessidade de atrair capitais, e dessa forma, acabam impondo limites estreitos à intervenção das Autoridades Monetárias.

Para analisar estes movimentos sobre a dívida, traçaremos uma periodização (CORRÊA e TERRA, 2005) que segue muito de perto aquela observada pelos movimentos de capitais e já comentada no primeiro capítulo deste trabalho. Assim, podemos identificar três fases distintas: i) período de baixo impacto cambial, que se inicia logo após a desvalorização de 1999 e segue até o final de 2000; ii) período em que o câmbio exerce forte impacto sobre a DLSP, o qual abrange o ano de 2001 até outubro de 2002; e, iii) o período em que se reduz o peso do câmbio sobre a Dívida Líquida, isto é, de outubro de 2002 até o ano de 2004. Vejamos estas três fases separadamente.

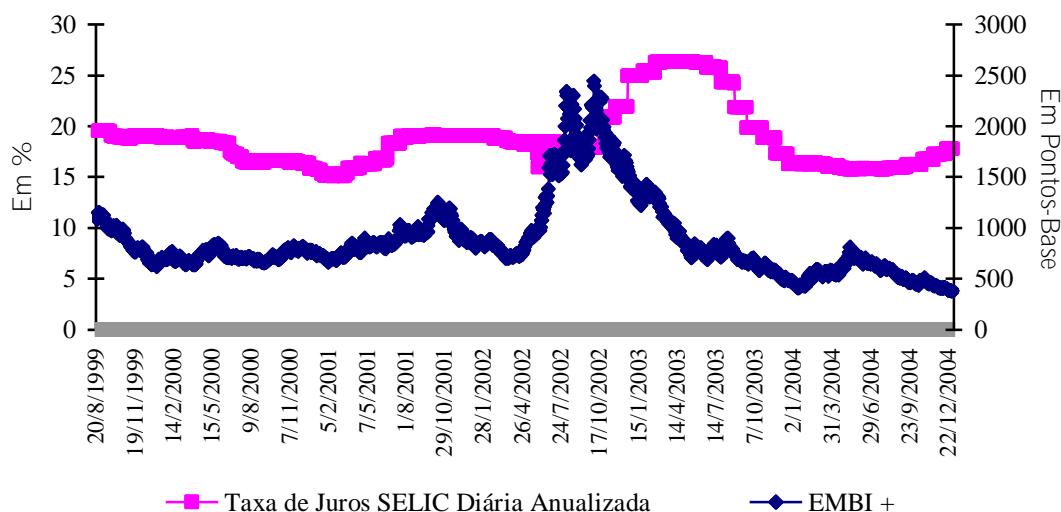
A primeira fase, que compreende o período entre a pós-desvalorização de 1999 e o ano de 2000, foi uma época em que a DLSP sofreu um impacto cambial menor. Conforme já indicamos, na adoção do regime de câmbio flutuante a economia brasileira apresentava forte dependência de capitais externos, com perda de reservas e DLSP crescente, sendo que

naquele momento a dívida interna era composta, preponderantemente, por títulos pós-fixados indexados à taxa *Over SELIC* e ao câmbio (Gráfico 3.8). Após a *maxi* desvalorização cambial, observa-se um período de relativa estabilidade. A depreciação da moeda brasileira causada pela flexibilização do câmbio também provoca uma melhora na situação da Balança Comercial, que passa de um patamar de US\$ - 6.575 milhões, em dezembro de 1998, para US\$ - 698 milhões, em dezembro de 2000 (Tabela 1.6).

Em termos da periodização que estamos adotando, o cenário relativamente favorável se mantém ao longo do ano de 2000. Neste cenário macroeconômico, a abertura financeira continua atraindo grande magnitude de capitais voláteis, lembrando que o retorno desses capitais não é meramente resultante das condições (“bons fundamentos”) da economia doméstica, mas sim de um contexto de ampla liquidez no mercado financeiro internacional. Por conta disso, em 2001 tem-se uma melhora no saldo da Conta Financeira, mas que não se mantém positivo por conta da deterioração do cenário internacional.

Nesse mesmo interregno, a inflação permanece dentro da meta estabelecida, tornando possível a queda da taxa *Over SELIC*. Mas não é apenas a questão da meta que permite essa redução. Neste período, o risco-país cai por conta das condições de liquidez internacional (Gráfico 3.14). Isto é possível porque o prêmio de risco interno cai, seguindo a queda do risco-país.

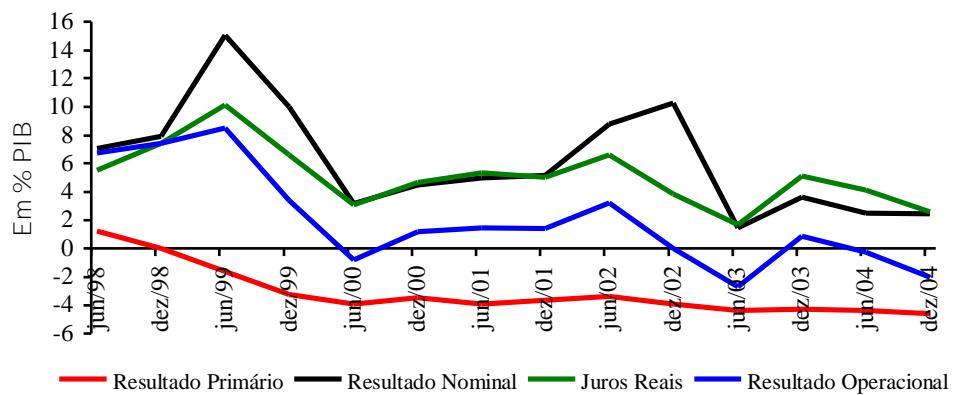
Gráfico 3.14 – Índice EMBI<sup>+</sup> Brasil e Taxa SELIC Nominal – Diária – Anualizada – 1999 a 2004



FONTE: Elaboração própria, a partir de dados do Banco Central do Brasil (2005) e do Banco JP Morgan Chase (2004).

Ademais, do ponto de vista das contas públicas, o fato a ser destacado é que a Dívida Líquida apresenta forte resistência à queda. No que tange ao resultado das NFSP, podemos perceber pelo Gráfico 3.15, o impacto causado pela desvalorização cambial sobre o resultado *nominal*. Após este impacto, houve uma relativa estabilização nas condições de financiamento, alcançando-se um superávit *primário* de 3,39% do PIB em 1999, que se manteve no valor de 3,46% do PIB, em dezembro de 2000. Do lado do resultado *nominal*, observa-se uma melhora, haja vista que este passou de 9,98% do PIB, em dezembro de 1999, para 4,48% do PIB, em dezembro de 2000.

Gráfico 3.15 – NFSP Consolidado – Julho/1998 a Dezembro/2004 – Com Desvalorização Cambial – Fluxo Acumulado em 12 Meses –Em % do PIB



FONTE: Banco Central do Brasil (2005).

O ajuste cambial ocorrido nesta fase é importante para explicar o porquê da Dívida Líquida do Setor Público não ter caído, mesmo adotando-se superávits *primários*<sup>43</sup> expressivamente altos. Na verdade, observamos que nesta primeira fase a DLSP manteve-se no patamar de 48,7% do PIB, sendo que o ajuste cambial causou uma pressão pela elevação da dívida de 6,5% do PIB, em 1999, e de 1,6% do PIB, em 2000 (Tabela 3.4). Isto ocorre, em parte, porque no ano seguinte ao impacto cambial, o Brasil vive um período de relativa estabilidade. Em 2000, a economia sinalizava um melhor desempenho, em relação ao ano anterior, e o mercado de câmbio nacional apresentava volatilidade semelhante a de

<sup>43</sup> Não se desconsidera aqui o impacto do reconhecimento de “esqueletos” e outros passivos contingentes sobre a Dívida Líquida. Entretanto, neste estudo destaca-se o peso dos componentes financeiros sobre o endividamento público, mais diretamente ligado à política macroeconômica adotada.

moedas fortes como o Euro e o Yene. Paralelamente, o país consegue atingir taxas de juros menores e apresenta um crescimento econômico de 4,4% do PIB. Neste período a Dívida Líquida apresenta-se estável em torno de 48,8% do PIB, embora grande parte ainda, permaneça referenciada ao dólar.

Por isto mesmo, o impacto cambial sobre a DLSP em 2000, foi importante, porquanto uma variação de 1% na taxa de câmbio gerava um aumento na dívida correspondente a R\$ 2 bilhões. Isto demonstra que mesmo com o forte arrocho sobre as contas primárias, a armadilha das contas públicas permanece, pois como se vê, não houve mudança na engrenagem macroeconômica engendrada anteriormente. De um lado, os juros caem, mas permanecem altos e continuam a gerar impactos adversos sobre a dívida. De outro lado, as variações do câmbio mantêm o potencial de impacto sobre as Necessidades de Financiamento do Setor Público, e também sobre a Dívida Líquida.

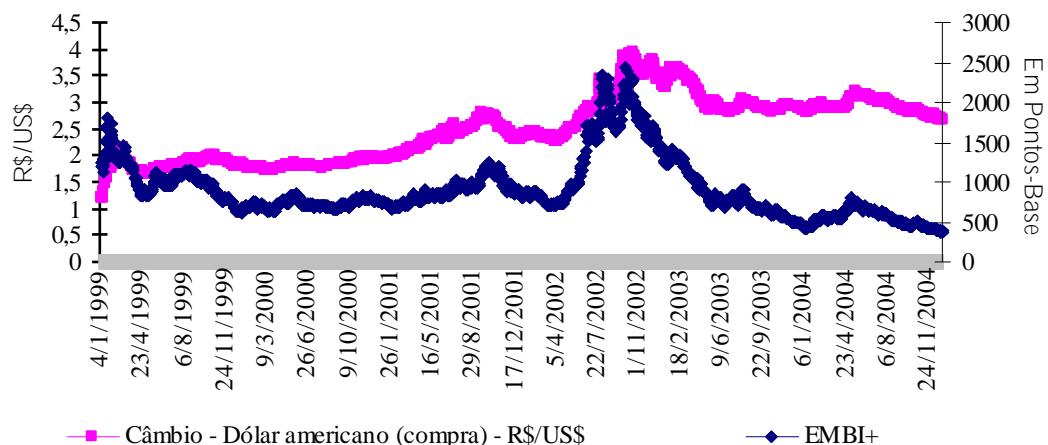
Na segunda fase da periodização apontada, referente ao período de 2001 a outubro de 2002, foi possível observar um forte impacto sobre a Dívida Líquida. Essa dinâmica se torna mais explícita após a sucessão de choques desfavoráveis que afetaram a economia brasileira nesse período.

Conforme indicado anteriormente, a partir de 2001 ocorre uma série de impactos negativos nos mercados financeiros internacionais que, paulatinamente, começam a gerar um movimento de aversão ao risco. Destacam-se os escândalos contábeis norte-americanos, o fim da bolha especulativa nas bolsas mundiais e o ataque terrorista contra os Estados Unidos. As expectativas negativas se revertem rapidamente sobre os papéis em nível de *sub-investment grade*, dentre os quais os brasileiros. No caso do Brasil, este movimento negativo é aprofundado pela crise energética (abril de 2001), fato que, em conjunto com aqueles ocorridos internacionalmente, provoca um crescimento do risco-país.

A partir de maio de 2002 volta a ocorrer escassez de recursos internacionais, por conta do crescimento de escândalos contábeis, que geraram uma aversão geral ao risco e um aumento dos *spreads* de risco sobre todos os papéis, inclusive dos vinculados a países centrais. Ainda no ano de 2002, a questão da eleição presidencial gera impactos especulativos e o risco-Brasil sobe fortemente, indicando uma alta desconfiança contra o país, e por isto o índice EMBI<sup>+</sup> sobe muito, atingindo o patamar de 2.443 pontos-base, em

setembro. Imediatamente, os fluxos de capital se retraem e há uma grande dificuldade na captação de recursos (Gráfico 3.16).

Gráfico 3.16 – Índice EMBI<sup>+</sup> Brasil e Taxa de Câmbio Dólar (Compra) – Diário – 1999 a 2004



FONTE: Elaboração própria, a partir de dados do Banco Central do Brasil (2005) e do Banco JP Morgan Chase (2004).

A junção destes fatores levou a uma piora das condições de liquidez global, fazendo com que os investidores mudassem suas expectativas quanto ao mercado de títulos da dívida dos países emergentes aumentando, sobremaneira, a volatilidade destes países no acesso ao mercado internacional.

No caso do Brasil, o risco-país sobe (Gráfico 3.16) e os capitais apresentam um movimento de retração, ocasionando uma grande dificuldade para a captação de recursos. As empresas foram obrigadas a comprar dólares para pagar suas dívidas, sendo que se apresenta no mesmo ano um movimento forte de desvalorização do câmbio, e com isso o Governo aumenta a taxa de juros *Over SELIC*, tanto para ajustar os preços internos, como para atrair recursos. O saldo total da Conta Financeira passa de US\$ 27.088 milhões, em 2001, para US\$ 8.423 milhões, em 2002 (Gráfico 2.3). Neste período, os *spreads* dos juros longos sobre os curtos tiveram um aumento recorde, puxando a taxa *Over SELIC*. Estes movimentos acabaram gerando forte volatilidade no câmbio.

Ainda que os maiores impactos tenham se dado sobre o câmbio, geraram-se consequências também sobre os juros. O prêmio de risco interno subiu seguindo o risco-

país e a taxa *Over SELIC* cresceu na mesma direção, no sentido de impulsionar a atração de capitais de curtíssimo prazo (Gráfico 3.6).

No que tange aos impactos desta conjuntura sobre a Dívida Pública, a volatilidade apresentada pelos juros e câmbio, e mantido o alto patamar de títulos públicos, a situação fiscal se deteriorou nesta segunda fase. Isso ocorreu, apesar do significativo superávit *primário* consolidado do setor público não-financeiro de 3,6% do PIB (Tabela 3.2). O resultado foi uma DLSP/PIB de 52,6% ao final de 2001, e de 55,5% do PIB, em 2002 (Tabela 3.4). As operações com títulos públicos federais, em 2001, foram influenciadas pelo cenário econômico internacional desfavorável. Com isto, a participação de títulos prefixados no total da dívida mobiliária federal emitida reduziu-se para 11,8% ao final de 2001 (contra 21,4% ao final de 2000), mas os títulos cambiais permaneceram importantes no que se refere à composição da DPMF (Gráfico 3.10).

A Dívida Líquida do Setor Público se expande a partir de junho de 2002, como resultado, portanto, do impacto sobre o câmbio e, posteriormente, devido à variação nas taxas de juros. Em 2002, por exemplo, um ano de forte turbulência financeira, quando ocorreu uma grande depreciação do Real, o ajuste cambial causou uma pressão para elevação na Dívida Líquida de 9,4% do PIB. O pagamento de juros nominais concorreu para uma elevação de 7,2% do PIB (Tabela 3.4). Em outubro de 2002, uma variação de 1% na taxa de câmbio, por exemplo, gerava um aumento na Dívida Líquida na ordem de R\$ 4,7 bilhões. Para se ter idéia desse impacto, entre janeiro de 2000 e outubro de 2002, as variações do câmbio haviam produzido uma expansão correspondente a 66% do crescimento da dívida interna indexada ao câmbio, especialmente a referenciada aos *swaps* (CORRÊA e TERRA, 2005).

Na terceira fase, que contempla o período entre novembro de 2002 e abril de 2004, apresenta-se um período de expansão nos mercados financeiros globais (movimento de *feast*). Em novembro de 2002, os Estados Unidos reduzem a taxa de juros doméstica, o que gera um movimento de realocação internacional de recursos, e possibilita a volta de capitais para os países periféricos, na busca de maior rentabilidade. Observa-se então, a reabertura dos mercados primários, que são rapidamente inundados por papéis em nível de *sub-investment grade*. Dá-se início a um novo período de abundância de recursos, que vai até o final de 2003.

Assim, a partir de 2003 os títulos de dívida das economias emergentes começam a ter ganhos expressivos, devido às baixas taxas de juros dos países desenvolvidos e a um ambiente favorecido pela volta do crescimento econômico mundial. Para o ano de 2003, as expectativas eram de baixa do risco-país dos países emergentes em geral (Gráfico 1.4).

Assim, após a posse do Governo Lula e a explicitação da continuidade da política anterior, a cotação do dólar começa a cair, enquanto o risco-país voltou a ficar abaixo dos 1.000 pontos-base (Gráfico 3.16).

Com a queda do risco-país e a baixa taxa de juros nos países desenvolvidos, ampliaram-se a especulação nos mercados financeiros internacionais, levando os investidores a alavancarem suas posições e a preencherem suas carteiras com títulos de alto rendimento. Com isso, no segundo trimestre de 2003 os recursos retornaram. Este movimento se deve menos aos “bons fundamentos” da economia brasileira e mais a um movimento de realocação de capitais a países emergentes. O ambiente que propiciou a volta de recursos para os mercados emergentes foram as expectativas de retomada do crescimento econômico mundial em 2004 e a queda da taxa de juros dos títulos públicos nos Estados Unidos, cuja redução estimulou os investidores a buscarem ativos de maior rentabilidade. Os ativos de maior rendimento se encontravam nos títulos públicos emitidos pelos países emergentes, que tiveram novamente acesso ao mercado de crédito, principalmente aqueles países que haviam sido excluídos do mercado por estarem no grau de “sub-investimento”.

O grande volume de captações que se apresenta a partir daí (semelhante ao observado entre 1996 e 1997) se deve ao fato de que investidores internacionais aumentam suas exposições ao capital de risco (mercados emergentes, *high yields, junk bonds*). Esta forma de captação reflete o tipo de perfil dos investidores, essencialmente vinculado a capitais especulativos. Assim, este fluxo de recursos está vinculado a um novo período de liquidez internacional. Aliando-se a isto, a volta de captação de recursos pelos investidores internacionais ocasionou uma queda dos índices de risco-país em geral (Gráfico 1.4).

Observamos ainda, que nestes últimos anos têm ocorrido mudanças na estrutura do mercado de títulos com relação aos países emergentes. É que grande parte dos recursos que se dirigem para lá, advém de investidores que detêm em suas carteiras, uma grande maioria de *investment graded* (títulos dos países centrais). Apresenta-se então, um desempenho

sincronizado entre os *spreads* dos *junk bonds* dos países centrais e o dos títulos de países emergentes, sendo que os papéis que apresentam maior prêmio de risco são os primeiros a serem excluídos. Confirmando a natureza instável destes fluxos, destacamos que os aplicadores passam a exigir maiores contrapartidas dos países que estão no grau de *sub-investment* (IMF, 2003). Nas reaberturas, paralelamente, observa-se uma rápida queda do prêmio, com forte entrada de capitais, o que causa a falsa impressão de que o país apresenta melhores condições de endividamento externo, devido à expansão das reservas.

Por conta dessa interpretação, entre os anos de 2003 e 2004, a política monetária continuou sendo a de ajuste nas taxas de juros às condições necessárias para o atendimento das metas de inflação, sendo possível observar a demora da queda dos juros, mesmo após a melhora dos indicadores de risco (Gráfico 3.7), o que impede o crescimento econômico.

Considerando ainda o Gráfico 3.7, podemos observar que tanto o risco-país, quanto o prêmio dos juros longos passam a cair em fevereiro de 2003, sendo que no caso dos juros longos apresenta-se um prêmio de risco negativo, indicando que a visualização era a de que as taxas de juros *spot*<sup>44</sup> estavam excessivamente altas. De fato, a política de diminuição gradativa da SELIC começou apenas em julho de 2003 e foi até julho de 2004. Neste interregno, os juros passam de 26,5% para 16% ao ano. A partir de setembro de 2004 a situação começa a se inverter e o Banco Central dá início a uma série de aumentos da taxa SELIC. Vejamos o porquê dessa expansão.

Após dois anos de elevada liquidez (2002 e 2003), uma fase de pessimismo (*famine*) volta a invadir o mercado financeiro. No final de 2003 e início de 2004, o Federal Reserve começa a indicar a possibilidade de aumento das taxas de juros norte-americanas. Os mercados financeiros começam então a trabalhar com a expectativa de alta e realocam seus *portfólios*, vendendo papéis dos países da América Latina e, mais uma vez, aumentando o risco-país dos mesmos. Com isso, os juros dos títulos de dívida das economias emergentes voltaram a se elevar, em particular os títulos latino-americanos, como resposta ao crescimento do prêmio de risco dos títulos soberanos emitidos por estes países. O índice EMBI<sup>+</sup> volta a subir até meados de 2004. No entanto, a partir de meados do ano, o Banco Central Americano (Federal Reserve) aumenta os juros domésticos a um nível abaixo do

---

<sup>44</sup> A taxa *spot* trata-se de uma taxa específica, a qual incide sobre um título a ser descontado. As taxas *spot* originam a estrutura a termo da taxa de juros (FORTUNA, 2005).

que era esperado pelo mercado, e isto ocasiona a volta do apetite de risco dos investidores e o retorno paralelo de recursos para a América Latina.

Isto resulta em impactos sobre o Balanço de Pagamentos através da Conta Investimento Estrangeiro em Carteira (Gráfico 2.3), que diminuiu de US\$ 5.129 milhões, em 2003, para US\$ -3.996 milhões em 2004. A Conta Outros Investimentos continuou em um mesmo patamar negativo de US\$ -10.969 milhões, sendo que a rubrica que mais contribuiu para este saldo negativo, foi a de Empréstimos e Financiamentos Estrangeiros de Curto e Longo Prazo (US\$ -10.444 milhões).

No que se refere ao movimento dos juros internos, não se verifica uma expansão, apesar do risco-país subir. Na verdade, nesta fase os prêmios relativos aos juros longos subiram com o aumento do EMBI<sup>†</sup>, mas permaneceram ainda em um patamar negativo. E só retornam ao patamar positivo a partir de junho. Em seguida, as taxas SELIC voltam a aumentar. À medida que o risco-país inicia uma queda, puxado pelas condições internacionais, o prêmio de risco dos juros longos também se reduz paulatinamente. A taxa de juros *Over SELIC*, no entanto, mais uma vez resiste à baixa. Concluímos, então, que mesmo mudando a lógica de atração de recursos, a manutenção da taxa de juro real SELIC em patamares elevados ainda se faz necessária, tanto para corrigir os preços, caso haja uma desvalorização do câmbio, como para atrair capitais devido aos humores do mercado, que influenciam sobremaneira a aplicação dos investidores (CORRÊA, 2005).

Vejamos então o impacto desta conjuntura sobre a dívida. Nesta terceira fase (novembro de 2002 e abril de 2004), o efeito do câmbio sobre a dívida líquida foi contracionista, na ordem de R\$ 67 bilhões. Em 2003, o efeito combinado do juro em elevação e da taxa de câmbio em valorização (a cotação do dólar chegou perto de R\$ 4,00) foram os determinantes básicos do comportamento da DLSP/PIB, que subiu para 57,2% do PIB (Tabela 3.4).

No início do ano seguinte, o ajuste fiscal e a política explícita do Governo, no sentido de diminuir as exposições cambiais, conseguiram reduzir a DLSP para 51,7% do PIB. O Banco Central operou rolando menores parcelas de títulos indexados ao câmbio, principalmente os *swaps*. Ademais, registraram-se amortizações líquidas da dívida externa em abril de 2004, equivalentes a R\$ 15 bilhões, utilizando-se aquisições de divisas em mercado (BANCO CENTRAL DO BRASIL/RELATÓRIO DE INFLAÇÃO, 2004).

Entre os anos de 2003 e 2004, a tônica da política fiscal continuou sendo a de forte disciplina nas contas públicas e com ajuste nos juros às condições necessárias para o atendimento das metas de inflação. Os superávits *primários* continuam expressivos (4,8% do PIB em 2004), destacando-se que, neste interregno, a taxa *Over SELIC* sofria uma redução de 26,5% ao ano, em fevereiro de 2003, para 16% ao ano em agosto de 2004.

O efeito do câmbio sobre a dívida líquida manteve-se neutro em 2004. Neste período, cresce a dívida vinculada à taxa *Over SELIC*, a qual pulou para 51,6% no naquele mesmo mês (no período compreendido entre janeiro de 2000 e outubro de 2002 ela oscilava entre 35 e 40%). Paralelamente, o ajuste cambial produziu uma redução de 0,9% do PIB na dívida (Tabela 3.4). O crescimento nominal do PIB também foi responsável por uma pressão para redução na dívida de 7,9% do PIB. Este efeito mais do que compensou a pressão que os juros nominais exerceram sobre a dívida, que foi de 6,9% do PIB. Juntos, estes fatores – ajuste cambial e crescimento econômico – foram determinantes para a redução global da dívida de 5,5% do PIB, produzindo um resultado maior do que a contribuição do superávit *primário*, que foi de 4,4% do PIB no período (BIASOTO JÚNIOR e HIGA, 2005).

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. Em 2005, estabelece-se a discussão de que os juros devem se ajustar por conta da valorização do câmbio resultante da queda internacional do valor do dólar: o excesso da entrada de recursos gera o potencial de aumento de inflação que deve ser contido, portanto, os gastos com juros voltam a subir. 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 vinculado à variação do câmbio. É um endividamento rápido que deixa um ônus de muito tempo, com impactos cumulativos, mesmo quando se consegue, *a posteriori*, uma taxa de câmbio menor.

É evidente a vulnerabilidade da economia brasileira, sobretudo se considerarmos que os juros reais permanecem muito elevados. Alguns autores, apontando a inexistência de desajustes do próprio mercado, asseveram que os riscos permanecem elevados em função da desconfiança na capacidade de pagamento de suas dívidas (PASTORE e PINOTTI, 2005). De acordo com esta abordagem, é justamente a elevada DLSP o fator responsável

pelo enorme *spread* de risco exigido contra o país. Daí, inclusive vingar a defesa do Déficit Nominal Zero (DELFIM NETTO, 2005), a partir da eliminação do déficit fiscal e do equilíbrio das contas externas. A ênfase na redução da Dívida Líquida é defendida pela política econômica implantada e são vários os trabalhos que defendem esta perspectiva<sup>45</sup>.

No entanto, a abordagem adotada ao longo deste trabalho foi em outra direção. Seguimos o argumento de que a abertura econômica aliada à forma de implantação inicial do Plano Real e aos mecanismos históricos de correção dos títulos públicos levam ao crescimento da vulnerabilidade externa. Os autores que defendem esse argumento (CORRÊA e ALMEIDA FILHO, 2001; CORRÊA e TERRA, 2005) apontam que os fluxos financeiros seguem a dinâmica dos capitais definida, primordialmente, pelas políticas dos países centrais, sendo que os indicadores dos “fundamentos macroeconômicos” são afetados por esta dinâmica instável e, de certa forma, subordinados a ela.

---

<sup>45</sup> Vide, por exemplo, Garcia e Olivares (2000), Pastore e Pinotti (2002) e Velloso (2003).

## CONCLUSÃO

Ao longo deste estudo discutimos a elevação do déficit público brasileiro, no período de 1994 até 2004, considerando a relação entre a dívida interna e o lado financeiro do déficit público. No capítulo I mostramos que esta questão esteve vinculada à política macroeconômica imposta pelos organismos multilaterais (FMI, BID, BIRD), que inter-relacionou abertura financeira e elevadas taxas de juros. Segundo o argumento levantado por Corrêa e Almeida Filho (2001), apontamos a existência de uma “armadilha” macroeconômica, na qual a abertura financeira, vinculada a uma política monetária de juros altos, levou a uma forte vulnerabilidade externa. Isto, por sua vez, gera impactos constantes sobre juros e/ou sobre o câmbio, engendrando um crescimento explosivo do déficit público.

Paralelamente, à medida que permanece a forte abertura econômica, os 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. Nesse contexto, o efeito contágio é considerado um elemento importante na explicação dos movimentos dos fluxos de capitais internacionais. O movimento negativo nas reservas, por sua vez, reforça a fuga que se iniciara pelo efeito contágio e atinge o câmbio, afetando, por conseguinte, a dívida líquida.

Nossa indicação é a de que os componentes financeiros são os elementos determinantes da expansão da dívida pública. O lado financeiro do Balanço de Pagamentos passa a ditar os fluxos de recursos e sua dinâmica especulativa acaba por explicitar o potencial de extrema volatilidade das taxas de juros e de câmbio. Com esta discussão argumentamos que os ajustes financeiros dos países periféricos, a partir dos anos 1990 não podem se dar descolado da compreensão desta dinâmica de expansão instável de recursos. Portanto, estabelecemos uma periodização relacionada à abertura financeira e à essa dinâmica internacional dos fluxos de capitais.

Foram apontadas ainda, as mudanças ocorridas na estrutura do mercado de títulos de dívida dos países emergentes após as crises asiática e russa, destacando o aumento da presença de fundos de investimento globais, referenciados a um *benchmark* mais amplo (“*core plus*” *benchmark*) que inclui títulos *com e sem* grau de investimento. No caso dos fundos de investimentos “dedicados” aos mercados emergentes, observou-se que os seus

gestores devem atingir, ou superar, a performance de um índice que inclui emissões soberanas de aproximadamente quarenta países emergentes. Indicamos ainda a abordagem da gestão de *portfólio* com a pretensão de mostrar como a dinâmica dos fluxos de capitais é condicionada pelo movimento dos capitais dos países centrais e como ela depende fortemente da política monetária dos mesmos, especialmente da norte-americana. Os resultados para os países periféricos são, portanto, reflexos daqueles.

Foi possível perceber que a volatilidade dos mercados de títulos vinculados a países emergentes se reforçou muito nos últimos anos, devido à influência crescente das mudanças na percepção dos investidores e nas condições de liquidez globais sobre esse segmento. Esta influência se observa principalmente no comportamento sincronizado entre os *spreads* dos chamados *junk bonds* e os dos títulos emitidos pelos mercados emergentes. O fechamento dos mercados primários emergentes está cada vez mais associado ao aumento do prêmio de risco dessa categoria de papéis, e os devedores de maior risco são os primeiros a serem excluídos do mercado.

Na verdade, a dinâmica de abertura e fechamento desse mercado se dá de forma diferenciada e tem muito a ver com a classificação dos papéis no espectro dos *ratings* de crédito, isto é, se estão em nível de *investment grade* ou abaixo dele. Nesse caso, os papéis que estão ao nível de *sub-investment* são rapidamente descartados. Portanto, destacamos a natureza volátil dos fluxos de capitais que se dirigem para os países emergentes e a sua dependência em relação à dinâmica dos mercados financeiros dos países centrais.

No caso dos movimentos mais recentes, a dinâmica de expansão e retração (*feast or famine*) se acentuou, apesar da queda geral nos *spreads* sobre os títulos soberanos, medidos pelo índice EMBI<sup>+</sup>. O nosso destaque fundamental é que o movimento destes índices tem muito mais a ver com a dinâmica destes mercados e com o perfil de compra e venda destes títulos. Como os juros e a taxa de câmbio dos países periféricos se movem como resposta ao movimento dos indicadores de risco, e na medida em que o lado financeiro da dívida pública é fortemente influenciado pelos primeiros, o movimento da dívida pública estará, intrinsecamente, ligado à periodicidade ditada pelos fluxos financeiros. A despeito do movimento do resultado *primário*, a dinâmica de crescimento da DLSP/PIB é ditada pelo lado financeiro da dívida pública.

Propomos então, que são estes movimentos especulativos os causadores dos movimentos abruptos nos prêmios de risco, cujas variações impactam também os juros, a taxa de câmbio e, obviamente, a Dívida Líquida do Setor Público. Sob estas condições, os fundamentos macroeconômicos “necessariamente” pioram. É por isto que a relação DLSP/PIB apresenta grande dificuldade em reduzir seu patamar, apesar dos crescentes superávits fiscais obtidos. Admitida esta engrenagem macroeconômica, a “armadilha” decorrente processo de abertura não se desmontou (CORRÊA e ALMEIDA FILHO, 2003). Mesmo quando se tenta ajustar as contas através de correções, via controle nos gastos primários, estes ajustes são descartados nos momentos de fuga especulativa dos capitais.

Após terem sido feitas estas indicações, o capítulo II analisou a dinâmica do déficit público no período de câmbio controlado, ou seja, de 1994 a 1999. Descrevemos o movimento e os principais determinantes do resultado *primário* das Necessidades de Financiamento do Setor Público, cuja análise permitiu observar que, apesar de uma série de medidas implementadas para cortar gastos públicos, não foi possível obter superávits *primários* razoáveis. Este movimento foi acompanhado por um déficit progressivo nos resultados *operacional* e *nominal*.

Posto este cenário, mostramos que a visão dominante indicou a abertura financeira, a redução do Estado e o ajuste das contas públicas como o caminho a ser percorrido pelas políticas públicas. Aliás, a análise acerca dos principais determinantes do movimento da dívida pública, a partir da implementação do Plano Real, é um tema que está longe do consenso, sendo que o argumento mais utilizado não contempla o movimento de abertura financeira. De acordo com a perspectiva teórica mais convencional (GIAMBIAGI e ALÉM, 2000; PASTORE, 2002; VELLOSO, 2003), a dinâmica perversa da dívida pública deveria ser buscada no comportamento dos gastos primários, que não teriam sido devidamente controlados antes e nem depois da implementação do Plano Real.

De acordo com este argumento, a queda da inflação, gerava a perda de 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*, entendida como a variável explicativa do movimento ascendente da dívida pública.

Na segunda parte do Capítulo II, identificamos os diferentes componentes do déficit público, ratificando a hipótese defendida neste trabalho, de que a questão central da expansão do déficit, após 1994, está vinculada à relação entre abertura financeira, taxas de juros elevadas, expansão de reservas, vulnerabilidade externa e baixo crescimento econômico.

Para entender a dinâmica dos fluxos de capitais, e sua inter-relação com os juros domésticos, mostramos que nos mercados financeiros internacionais – fortemente dominados por fluxos de recursos via mercado de capitais, fluxos de depósitos e capitais bancários de curto prazo – a atração destes capitais tem a ver com os requerimentos de rentabilidade exigidos por eles. Observamos também que os gestores da política econômica brasileira têm respondido aos “requerimentos do mercado” (CORRÊA, 2005).

Ainda no que se refere ao direcionamento de recursos, depende da avaliação que se tem sobre o país em questão, ou da estratégia global de aplicação que os aplicadores têm a cada momento. Na verdade, observamos que os fluxos de capitais são determinados, principalmente, pelo ciclo econômico dos países centrais. A avaliação no período de 1994 a 1999 permitiu ainda, observar como se expandem os passivos cambiais e a dívida mobiliária pós-fixada, referenciada à taxa *Over SELIC*. A análise indica que, nos períodos de choques adversos, o Governo está sempre oferecendo *hedge* ao mercado financeiro. Como resultado deste movimento, a trajetória da DLSP foi de um crescimento explosivo.

Por fim, o Capítulo III discutiu a dinâmica da dívida pública no período de 1999 a 2004, ou seja, após a adoção do regime de câmbio flutuante. A análise desse período mostrou que, quando há algum “choque externo”, o efeito contágio se faz sentir por um aumento no risco-país, gerando consequências sobre o prêmio de risco exigido e sobre a taxa de 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, por sua vez, dificulta o lançamento de novos títulos e a rolagem de dívidas antigas, bem como mantém a vulnerabilidade das contas externas, dado o perfil dos capitais ingressantes. Após esta discussão foi possível perceber que, mesmo mudando o regime de câmbio, a queda nas taxas de juros fica limitada por dois fatores em especial; pelo seu papel de controle da inflação e pela necessidade de garantir a atração de capitais. Nesse caso, a

política econômica de manipulação dos juros impõe limites estreitos à atuação das Autoridades Monetárias.

Analizando a inter-relação existente entre a dívida pública e os fluxos financeiros, foi possível perceber então, que o país não consegue se libertar da vulnerabilidade externa, mesmo após a mudança do regime de câmbio e a adoção do Sistema de Metas Inflacionárias. A abertura financeira possibilita a fuga dos capitais de curto prazo, em momentos de expectativas internacionais desfavoráveis, especialmente quando grande parte do endividamento é efetuada via títulos de dívida direta. Esta possibilidade permanece, mesmo quando aparentemente o país vai melhorando suas condições de endividamento externo, pois o ingresso dos capitais de curto prazo continua na dependência de fatores expectacionais. Por isto, mesmo que ocorra uma melhora no saldo da Balança Comercial, aumento de investimento direto líquido e de ingresso de capitais de curto prazo, tem-se um efeito expansionista sobre a inflação, o que impele à alta nos juros e impede o crescimento econômico. A dívida líquida, por sua vez, permanece resistente à baixa, a despeito da imposição de uma arrecadação tributária crescente e do controles sobre os gastos públicos.

Isto posto, passamos a analisar os movimentos da dívida pública, a partir de uma periodização relacionada aos fluxos de capitais internacionais. Seguindo esta dinâmica, observamos três fases distintas, no que se refere à expansão da DLSP.

No que tange à primeira fase, identificamos nos anos de 2001 e 2002, um movimento generalizado de retração de recursos. A partir do final de 2002, inicia-se a segunda fase, a partir de um novo ciclo de liquidez, mas com um grau menor de aversão a riscos. Como condicionantes do novo ciclo se destacam as baixas taxas de juros dos países centrais e a expectativa de retomada de crescimento. Na terceira fase, que contempla o período entre novembro de 2002 e abril de 2004, identificamos um período de expansão nos mercados financeiros globais (movimento de *feast*). Como consequência deste novo ciclo, já se podia observar no início de 2003, o movimento de valorização das bolsas de valores dos países emergentes, a queda generalizada dos *spreads* dos *junk bonds* e dos títulos emitidos por países emergentes. No entanto, vale ressaltar que o ingresso desses capitais voláteis, pode ser eminentemente temporário, pois eles estão vinculados a ciclos de liquidez cada vez mais curtos e instáveis.

A análise acima permitiu observar como o desenho das finanças na atualidade e a abertura irrestrita dos mercados financeiros de países periféricos têm gerado fortes potenciais de instabilidade.

A adoção do Sistema de Metas Inflacionárias e o forte controle fiscal, indicando uma política crível, tem sido o elemento central para a atração e manutenção dos capitais no país, daí a necessidade de gerar superávits *primários* vultosos para reduzir a Dívida Líquida, como um indicador de austeridade, donde decorre também a proposta de aprofundamento da abertura financeira.

Ora, passados alguns anos da mudança de regime, observamos que a perspectiva de retomada do crescimento econômico não se concretiza, sendo que a economia continua vulnerável a choques externos. Os juros domésticos têm resistido fortemente à baixa, e o câmbio permanece passível de forte volatilidade. Por sua vez, a relação DLSP/PIB também não se reduz de modo efetivo. Ademais, ao longo desse estudo percebemos que apesar do mérito alcançado no ajuste fiscal – e este mérito não deve ser minimizado – a obtenção de sucessivos superávits *primários* não conseguiu evitar o crescimento da dívida líquida do setor público.

De acordo com Corrêa (2005), fica evidente o paradoxo da atual política macroeconômica: de um lado, os organismos multilaterais exigem a melhoria dos “fundamentos do país” e, nos momentos de desajustes, a análise de *rating* fica na estrita observância dos movimentos de “indicadores de vulnerabilidade”, dentre os quais, destaca-se a relação DLSP/PIB. De outro, a dívida cresce nas vezes em que há desvalorização cambial ou quando ocorre um ajuste nos juros. Isto gera mais desconfiança e fortalece a pressão internacional para que o país promova uma adequação nas suas contas, implementando cortes crescentes nos gastos primários. Caso a abertura financeira permaneça irrestrita, o fluxo de capitais continua na dependência de avaliações de curto prazo. O problema é que o movimento de capitais pode ser afetado rapidamente por alguma instabilidade interna ou externa e, nesse caso, permanece a “armadilha” sobre a dívida pública brasileira.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALMEIDA, A.M.F.S. "A Lógica da Composição de Gastos Com Pessoal e Seus Impactos Sobre a Política de Carreira e de Aposentadoria dos Docentes das IFES". Tese de Mestrado, Uberlândia, 2003.
- ARAÚJO, C.H.V. e SILVEIRA FILHO, G. B. "Mudanças de Regime no Câmbio Brasileiro." Textos para Discussão. Junho, 2002. Disponível em: [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br).
- BACHA, E. "O Plano Real: uma avaliação". In: MERCADANTE, A. (Org.). O Brasil Pós-Real: a Política Econômica em debate. Campinas: Ed. Unicamp, 1998.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL, Boletins Diversos. Disponível em: [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br).
- BANCO CENTRAL DO BRASIL, Relatório de Finanças Públicas, 1994. Disponível em: [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br).
- BAUMANN, R. "O Brasil nos Anos 1990: uma economia em transição". In: BAUMANN, R. (Org.) Brasil: uma década em transição. Rio de Janeiro: Campus, 2000.
- BEVILAQUA, A.S. e GARCIA, M.G. "Debt Management in Brazil: Evaluation of the Real Plan and Challenges Ahead." Texto para Discussão. Rio de Janeiro: PUC/Rio, 1999.
- BIASOTO JÚNIOR, G. e HIGA, A.P. "O Custo Fiscal da Atual Política Econômica". Junho, 2005. Disponível em: [www.iedi.org.br](http://www.iedi.org.br).
- BIS. Quaterly Review, march, 2002. Basle: BIS. Disponível em: [www.bos.org](http://www.bos.org).
- BIS. Quaterly Review, march, 2004. Basle: BIS. Disponível em: [www.bos.org](http://www.bos.org).
- BORDO, M. D. e FLANDREAU, M. "Core, Periphery, Exchange Regimes, and globalization". NBER Working Paper, nº 8584. Cambrigde: NBER, 2001.
- CARDIM, F. e SICSÚ, J. "O FMI sob o Peso dos 60 Anos". In: Jornal Valor. Caderno Eu & 7,8 e 9/maio, 2004. Ano V, nº. 192.
- CARVALHO, C. E. "A Política Econômica no Início do Governo Lula: imposição irrecusável, escolha equivocada ou opção estratégica?" In: PAULA, J. Antônio de (Org.). A Economia Política da Mudança: os desafios e os equívocos do governo Lula. Belo Horizonte: Autêntica, 2003.

CARVALHO, F. J. CARDIM de. “Controles de Capitais e Recuperação da Iniciativa em Política Econômica”. In: A Economia Política da Mudança: os desafios e os equívocos do governo Lula. Belo Horizonte: Autêntica, 2003.

CORRÊA, V. P. “A Estrutura de Financiamento Brasileira e a Oferta de Financiamento de Longo Prazo ao Investimento”. Tese de Doutorado. Campinas: IE/UNICAMP, 1996.

CORRÊA, V. P. “Keynes e a “forma típica” de financiamento do investimento: os limites deste modelo”. Anais do II Congresso da SEP, 1999.

CÔRREA, V. P. “Os Determinantes do Déficit Público Pós Plano Real – o peso da componente financeira”. In: ANAIS do IX Congresso da ANPEC, 2004.

CORRÊA, V. P. “Flexibilização do Câmbio e Continuidade da Armadilha Sobre o Déficit Público no Brasil”. Textos Para Discussão IE/UFU, 2005.

CORRÊA, V. P. e ALMEIDA FILHO, N. A. “Engrenagem Macroeconômica Global: inserção subordinada e custos de reversão para a economia brasileira”. Mimeo, 2001.

CORRÊA, V. P. e ALMEIDA FILHO, N. A. “Armadilha Macroeconômica e Custos de Reversão no Curto Prazo: os dilemas da política econômica no Brasil”. Anais do VII Congresso da SEP, 2002.

CORRÊA, V. P. e ALMEIDA FILHO, N. A. “Engrenagem Macroeconômica Global: inserção subordinada e custos de reversão para a economia brasileira”. Economia e Ensaios, 2003.

CORRÊA, V. P. e TERRA, F. B. “Abertura Financeira e Perfil do Déficit Público Brasileiro: a correlação inexorável”. Anais do X Congresso da SEP, 2005.

DEBELLE, G. “Inflation Targeting in Practice”. IMF Working Paper, nº 35, march, 1997.

DELFIM NETTO, A. “O Pequeno Esforço Fiscal.” Revista Carta Capital, 14/set/2005.

DRAZEN, A. e MASSON, P. “Credibility of Policies versus Credibility of Policymakers.” The Quarterly Journal of Economics, August, p.735-54, 1994.

FEDERAL RESERV, 2004. Disponível em: [www.newyorkfed.org](http://www.newyorkfed.org)

FILGUEIRAS, L. História do Plano Real. São Paulo: Boitempo Editorial, 2003.

FIGUEIREDO, L. P. FACHADA e S. GOLDSTEIN. “Countercyclical Fiscal Policy and Central Banks.” BIS Papers, nº. 20, 2002.

FILHO, B.P. e PINHEIRO, M.M.S. “Os Passivos Contingentes e a Dívida Pública no Brasil”. In: VIII Prêmio Tesouro Nacional, Finanças Públicas, 2003.

FORTUNA, E. Mercado Financeiro: Produtos e Serviços. 16<sup>a</sup> edição. Rio de Janeiro: Qualitymark Ed., 2005.

FRANCO, G. H. B. "A Inserção Externa e o Desenvolvimento". Texto Para Discussão. Nº. 253, PUC/Rio, 1995. Disponível em: [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br).

GARCIA e DIDIER. "Taxa de Juros, Risco Cambial e Risco Brasil". Textos para Discussão nº. 413, PUC/Rio de Janeiro, 2001.

GARCIA e OLIVARES. "O Prêmio de Risco da Taxa de Câmbio no Brasil Durante o Plano Real". Texto para Discussão nº. 409, PUC/Rio de Janeiro, 2000.

GIAMBIAGI, F. "Crise Fiscal Recente". Revista de Economia Política, vol. 17, nº. 01, jan/mar, 1997.

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

GIAMBIAGI, F. e ALÉM, A.C. Finanças Públicas. Ed, São Paulo, 2000.

GOODHART, Charles "What Should Central Banks Do? What Should Be Their Macroeconomic Objectives and Operations?" The Economic Journal, nº 104, November, p.1424-36, 1994.

GREMAUD *et al.* Economia Brasileira Contemporânea. 5<sup>a</sup> ed. São Paulo: Atlas, 2004.

GRIFFITH-JONES, S. "La crisis del peso mexicano". Revista de la Cepal, Santiago de Chile, nº60, 1996.

Jornal Estado de Minas, 24/abril/2005.

JP MORGAN CHASE BANK, 2004. Disponível em: [www.jpmorgan.com](http://www.jpmorgan.com).

IMF. Global Financial Stability Report: market developments and issues. Washington, D.C.: International Monetary Fund, june, 1999.

IMF. Global Financial Stability Report: market developments and issues. Washington, D.C.: International Monetary Fund, april, 2002a.

IMF. Global Financial Stability Report: market developments and issues. Washington, D.C.: International Monetary Fund, may, 2002b.

IMF. Global Financial Stability Report: market developments and issues. Washington, D.C.: International Monetary Fund, july, 2002c.

IMF. Global Financial Stability Report: market developments and issues. Washington, D.C.: International Monetary Fund, april, 2003.

IMF. Global Financial Stability Report: market developments and issues. Washington, D.C.: International Monetary Fund, may, 2004.

IMF. Global Financial Stability Report: market developments and issues. Washington, D.C.: International Monetary Fund, September, 2004c.

LEAL FERREIRA, C. K. "O Financiamento à Infra-estrutura no Brasil." Tese de Doutorado. Campinas: IE/UNICAMP, 1996.

LOPREATO, F. L. C. "Um Olhar Sobre a Política Fiscal Recente." In: Texto para Discussão. IE/CAMPINAS, nº 111, dez.2002.

MERCADANTE, A.(Org.) O Brasil Pós Real: a Política Econômica em debate. Campinas: Ed. UNICAMP, 1998.

MINISTÉRIO DA FAZENDA/SECRETÁRIA DO TESOURO NACIONAL, 2005. Disponível em: [www.stn.gov.br](http://www.stn.gov.br).

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

PASTORE, A.C. "Déficit Público, a Sustentabilidade do Crescimento das dívidas Interna e Externa, Senhoriagem e Inflação." Revista Brasileira de Economia, 1995.

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

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

PASTORE, A.C. e PINOTTI, M.C. A Capacidade de Crescer e as Políticas Macroeconômicas. Trabalho apresentado no XV Fórum Nacional INAE/BNDES. Rio de Janeiro, maio, 2002.

PEREIRA, P. S. "Política fiscal no período 1993-1997. In: III Prêmio Tesouro Nacional, Finanças Públicas, 1998.

PRATES, D. M. e FARHI, M. "Economias Emergentes e Ciclos de Liquidez" In: Anais do IV Colóquio de Economistas da América Latina, FGV, São Paulo, 2004.

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

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

TAVARES, M. C. "A economia política do Real". Mimeo, 1998.

TAVARES, M. da C. “As políticas de ajuste no Brasil: os limites da resistência”. In: TAVARES, M. da C. e FIORI, J.L., Desajuste Global e Modernização Conservadora. São Paulo: Paz e Terra, 1993, p. 75-126.

TÁVORA, F. L. “Ajuste Fiscal e Dívida Pública”. In: VI Prêmio Tesouro Nacional, Finanças Públicas, 2001.

VELLOSO, Raul. “Balanço da Situação das Contas Públicas no Pós-Real.” Trabalho apresentado no Fórum Nacional INAE/BNDES. Rio de Janeiro, maio, 1998.

VELLOSO, Raul. “A Agenda Fiscal do Novo Governo.” Trabalho apresentado no XV Fórum Nacional INAE/BNDES. Rio de Janeiro, maio, 2003.