

## ***ENGRENAGEM MACROECONÔMICA : INSERÇÃO SUBORDINADA E CUSTOS DE REVERSÃO DA ECONOMIA BRASILEIRA***

### **Introdução**

As evidências de que as políticas econômicas impostas aos países em desenvolvimento pelos organismos internacionais multilaterais, a partir da década de 1980, não obtiveram os resultados prometidos são hoje amplamente aceitas. Porém, não há sinais de uma mudança de paradigma em que novas diretrizes de política econômica sejam adotadas.

Nosso argumento é o de que há uma significativa dificuldade de reversão das políticas econômicas que foram empreendidas pela maior parte dos países em desenvolvimento ao longo dos anos 90. A dificuldade é dada pelos custos de mudança dessas políticas, seja pela globalização financeira e integração dos mercados financeiros domésticos a uma lógica de mercado global, seja pelos passivos gerados pela adoção de tais políticas, como o aumento da dívida pública, os impactos sobre as contas externas, a queda do crescimento econômico.

Especificamente sobre os custos, observamos que o processo de abertura financeira armou um mecanismo de integração das economias em desenvolvimento ao mercado internacional de capitais, a partir do qual os fluxos externos são essenciais à estabilização das economias. Os fluxos são orientados pela lógica de aplicação de investidores internacionais – especialmente os grandes conglomerados e Investidores Institucionais. Esta orientação acaba por submeter os projetos nacionais a parâmetros de cálculo de risco de investimento, os chamados “fundamentos econômicos”.

Neste sentido, à medida em que cresce a dependência de capitais externos, um afastamento das políticas econômicas nacionais das diretrizes sugeridas pelas agências internacionais, penaliza as economias mediante um rebaixamento do grau de confiabilidade dos investimentos nestes países, o que virtualmente impede mudanças de fundo nas políticas adotadas. Neste caso, assume importância determinante a avaliação de agências privadas de cálculo de risco de investimento, que passam a assumir um papel central na determinação dos fluxos de capitais, de uma forma desproporcional à sua responsabilidade com eventuais resultados adversos das economias.

Engendra-se, na prática, uma engrenagem macroeconômica em que as economias que adotam as políticas articuladas às determinações destes capitais obtêm resultados pouco expressivos, enquanto que as economias que não adotam os rumos indicados são penalizadas pela alteração negativa dos fluxos.

Para tratar dos aspectos em questão, analisaremos especificamente o caso do ajuste econômico empreendido pelo Brasil nos anos 1990. A nossa indicação é a de que o êxito do programa de estabilização inflacionária e reforma monetária implementados em 1994 não tem perspectiva de viabilizar um crescimento sustentado, mantidos os parâmetros macroeconômicos de aberturas comercial e financeira irrestritas. Destacamos que a perspectiva adotada pelo Governo Fernando Henrique Cardoso gerou uma engrenagem macroeconômica que trouxe consigo o crescimento da dependência de recursos externos, baixo crescimento e problematização das contas públicas. O nosso argumento é o de que esta engrenagem, uma vez montada, torna-se de custosa reversão e de difícil manejo numa economia globalizada, de mercados financeiros integrados. Os passivos assumidos acabam por dificultar a mudança de rumos da política econômica.

Gera-se uma armadilha pois, de um lado tem-se o custo e a dificuldade de reversão que estariam por traz da opção de se mudar o perfil da política. De outro lado, a não mudança de estratégia gera o não crescimento econômico e a contínua necessidade de ajustar a política econômica à lógica de curto prazo dos capitais internacionais .

Para discutir os custos engendrados pela estratégia de ajuste adotada pelo Brasil, o artigo está organizado em duas seções. Na primeira delas, mostramos como se constituiu a engrenagem macroeconômica que articula altos ingressos de capitais, juros altos e desequilíbrio financeiro do setor público. Na segunda seção, mostramos que a adoção do câmbio flexível e metas de inflação não é suficiente para desmontar esta engrenagem centrada no esquema de atração de capitais e abertura financeira. Discutimos então como a opção de radicalização da aderência da economia brasileira aos mercados financeiros internacionais apresenta uma forte dificuldade de reversão, que consiste no “custo” elevado de uma mudança de rumos do desenvolvimento brasileiro, herança deixada ao governo Lula. Em seguida, fazemos, a título de síntese, algumas considerações finais.

## **1- Adequação da estabilização ao processo de abertura dos mercados e a montagem da armadilha macroeconômica – O período do controle de câmbio**

Começamos a nossa discussão pontuando qual foi o argumento que justificou a adoção de uma ampla abertura comercial e financeira como um dos elementos centrais para a montagem de um “novo estilo de desenvolvimento”. Apresentamos, logo a seguir, a forma como se deu o início da adoção desta estratégia para mostrar como a sua implantação gera uma engrenagem macroeconômica particular, em que o crescimento da dependência financeira e da dívida pública interna são inexoráveis.

### **1.1- O início do processo: estabilização, abertura e sobrevalorização do câmbio**

O processo de estabilização da economia brasileira, iniciado com a Reforma Monetária que instituiu o Real em 1994, sustentou-se num diagnóstico da crise dos anos 1980 como sendo de natureza estrutural, atribuída à perda de dinamismo e instabilização do “modelo de substituição de importações” (FRANCO, 1996). A instabilização decorria, se pudermos simplificar o argumento, de uma inconsistência entre os objetivos da Política Econômica e as condições concretas da economia, tanto no que diz respeito à dinâmica interna da produção quanto da inserção internacional. À cada tentativa de estabilização, mantendo-se os parâmetros estruturais, ocorria uma aceleração da inflação.

Segundo esta perspectiva, as políticas comerciais e industriais adotadas até a década de 1980 eram incompatíveis com as tendências internacionais daquele mesmo período e com a realidade dos anos 1990. Essas políticas, ao protegerem o mercado interno, acabavam por cristalizar a “ineficiência da produção e oferta internas”, pois permitiam que as empresas operassem sem incorporar inovações tecnológicas e, portanto, sem avançar os níveis de produtividade. Paralelamente, a importância conferida à geração de saldos comerciais para ajustar o balanço de pagamentos, ao contingenciar as importações, teria concorrido para a marginalização da economia do processo inexorável de globalização.

O diagnóstico apontava para uma mudança de rumos: primeiro, era preciso estabilizar a economia, isto é, era preciso diminuir radicalmente os índices de preços para os níveis dos países desenvolvidos; em seguida, viria a retomada do crescimento sob uma nova forma de integração ao mercado internacional.

A exigência da estabilização decorria da sua importância como parâmetro internacional de avaliação de risco de investimentos, sobretudo para economias periféricas. Não bastava aí uma mudança de objetivos da política econômica; era preciso realizar um conjunto importante de

reformas institucionais que aproximassem a economia brasileira ao modelo de organização desejado pelas agências multilaterais mais importantes – FMI e BIRD.

Neste contexto das reformas, a abertura do mercado interno e desregulamentação eram medidas que gerariam um movimento de acirramento da concorrência interna, produzindo aumentos de produtividade e resultando em produtos melhores, mais baratos e mais competitivos. A abertura consistia na base para a construção de um modelo de crescimento que permitisse ao Brasil dar um salto qualitativo e conseqüente em termos de padrão de vida de sua população (FRANCO, 1996:18).

Havia uma avaliação 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 (IDE), que entrariam no mercado brasileiro com um viés exportador, revertendo o movimento (inicialmente deficitário) da Balança Comercial.

O déficit, neste caso, era considerado como fator positivo, pois propiciava o aumento da produtividade da economia e redução do mark-up, permitindo o desencadeamento de um processo de reestruturação da economia. A partir da consolidação de uma nova dinâmica, seria possível manter a estabilidade macroeconômica, reduzindo a vulnerabilidade externa e conseguindo uma trajetória de crescimento de longo prazo.

Por outro lado, o déficit comercial era considerado transitório, na medida em que não se via dificuldades de ingresso positivo na conta capital, para uma economia estabilizada e com os agregados macroeconômicos sólidos, consistentes com anseios dos capitais internacionais (estabilização, controle da relação dívida pública/PIB). Assim, uma vez controlados esses agregados, os mercados naturalmente “gerariam” os recursos suficientes ao crescimento.

Portanto, a abertura comercial e financeira era estratégica e central ao processo de redirecionamento da economia. Como se percebe, não houve qualquer ação para superar a histórica dependência financeira da economia. A liberdade de fluxos e desregulamentação dos mercados, conjugada à adoção de “bons fundamentos” macroeconômicos foram considerados suficientes para a retomada do crescimento sustentado e tomados pelo Governo de Fernando Henrique Cardoso como os objetivos-chaves da política econômica.

Em função desse diagnóstico e do conjunto de medidas previstos para a efetivação da alteração do “estilo de desenvolvimento baseado na substituição de importações”, parece-nos lícito considerar que a apreensão da natureza e avaliação dos resultados do ajuste brasileiro às condições internacionais não devem ser circunscritas à Reforma Monetária. Esta foi dimensionada e implementada como um passo inicial necessário a uma modificação mais ampla do modelo de desenvolvimento; apontada no diagnóstico oficial como essencial à retomada do crescimento sustentado, que se constituía no objetivo central a ser perseguido para uma melhora das condições sociais internas. Entretanto, à reforma se somavam a abertura econômica, a atração de capitais e a redução da atuação do Estado como pontos centrais do desenho do novo modelo de desenvolvimento.

No caso específico da economia brasileira, a estabilização dos índices inflacionários se deu em um momento de ampla liquidez internacional, em que a dívida externa do país estava praticamente equacionada, permitindo um amplo ingresso de recursos. De outro lado, as condições de endividamento do Governo haviam melhorado. De fato, se tomarmos os dados da Dívida Líquida do Setor Público/PIB<sup>1</sup> veremos que a partir de 1985 esta passa a apresentar um

---

<sup>1</sup> - Segundo argumento do Banco Central em seu sumário sobre a Dívida líquida do Setor Público (DLSP) e Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP) (agosto de 1999), tendo em vista as várias alterações de

comportamento declinante, chegando em 1993 ao patamar de 33% do PIB, mesmo nível de 1982. Estes fatos, somados a um período de ampla liquidez internacional levaram a um grande ingresso de capitais, sendo que o controle sobre o câmbio não se deu logo de início. O próprio movimento do mercado foi responsável pela sobrevalorização que facilitou o ingresso de capitais e a própria estabilização (TAVARES, 1998).

Após este primeiro momento, que permitiu a valorização, o câmbio passou a ser controlado, adotando-se o sistema de bandas cambiais com o intuito de manter a estabilidade na área cambial. Este é o período que definimos como o de “montagem da Armadilha Macroeconômica”<sup>2</sup>. Aí se adota o regime de câmbio fixo articulado a ampla abertura comercial e financeira. O câmbio valorizado garante o ingresso de importações a preços mais baixos que ajudam no controle da inflação. Paralelamente, neste regime de câmbio fixo o Banco Central ajusta os juros para o nível necessário à atração dos capitais e trabalha no intuito de obter uma meta cambial.

A articulação entre ampla abertura comercial e adoção de um câmbio valorizado geraria o crescimento do déficit da balança comercial (Tabela 1), mas isto não era visto como empecilho pelos gestores da política econômica pois indicava-se que o ingresso de recursos pela conta capital poderia suprir este recursos.

A abertura financeira garantiu, inicialmente o ingresso de capitais voluntários para fechar o balanço de pagamentos, num momento de ampla liquidez dos mercados financeiros internacionais. No entanto, destacamos que este movimento de ingresso não é resultante direto apenas da reforma monetária e do processo de abertura. Na verdade, a entrada de capitais externos envolve uma política ativa de atração de capitais, que foi a de ajustar os juros internos às demandas dos capitais internacionais. Vejamos este mecanismo.

### **1.2- A lógica de atração dos capitais**

A integração dos mercados financeiros, crescentemente sustentados por títulos de dívida direta, conjugados com a abertura e desregulamentação financeiras, permite que os investidores (domésticos ou estrangeiros) realizem arbitragens em aplicações internas e externas.

Esta característica permite que economias consideradas mais eficientes, sobretudo as economias emergentes, atraiam recursos externos. No entanto, a relação entre os mercados financeiros domésticos e estrangeiros não se dá de forma complementar. A forte mobilidade de capitais evidencia que os ativos financeiros existentes nos mercados apresentam diferentes hierarquias. Em condições de ampla abertura financeira, os capitais só se dirigirão para ativos considerados menos atrativos, se a rentabilidade oferecida mais que compensar o risco envolvido. Isto mostra que os ativos financeiros internacionais não são substitutos próximos dos ativos financeiros domésticos dos países que não têm moeda forte.

Tendo em vista a amplitude da abertura financeira, os investidores podem aplicar em títulos de diferentes perfis e em diferentes mercados. Os títulos do Tesouro Norte Americano (Treasury Bonds) são tidos como os mais estáveis do mundo e um aplicador, quando for tomar

---

padrão monetário e na política cambial ocorridas na economia brasileira fica difícil montar uma série histórica em moeda nacional. Neste sentido é preferível apresentar a série como proporção do PIB.

<sup>2</sup> - De forma em parte compatível com a que apresentaremos a seguir SAAD FILHO & LECIO MORAIS (2002) desenvolvem argumento de que as mudanças estruturais implementadas à luz da política “neomonetarista” da década de 1990 são as responsáveis pela crise cambial de 1999. Por outro lado, o termo “armadilha macroeconômica” foi utilizado por TAVARES (1998). Para um estudo que analisa as condições da implantação do Plano sob a ótica do Governo, vide BACHA E. (1997)

sua decisão de compra de títulos, irá comparar as opções disponíveis, com a rentabilidade (o custo de oportunidade) oferecida pelo título americano. Quanto mais instável for considerado o título em questão, maior será a rentabilidade requerida acima do T-Bond. Esta diferença –entre a taxa oferecida por um título com prazo de vencimento semelhante ao do T-Bond e a do próprio T-bond –é a base da definição do indicador que ficou conhecido como **risco-país**.

Desta forma, quanto maior for a taxa de risco de um país, mais altos serão os juros que o Governo e as empresas que lançam títulos de dívida no exterior terão de pagar para renovar seus empréstimos ou obter novos.

Dentre os títulos que os investidores internacionais podem aplicar em moeda forte, os Brady-Bonds são representativos da dívida externa antiga dos países emergentes, securitizada. Estes são considerados os títulos mais estáveis desses países, pois são títulos de governo e são denominados em dólar, não sofrendo o risco de câmbio. Portanto, o spread pago pelos *títulos de dívida soberano* é importante porque é ele o balizador do custo dos empréstimos das empresas domésticas dos países emergentes no exterior.

No caso específico do Brasil, o C-Bond é o título mais negociado no exterior e a diferença entre a remuneração requerida deste título vis-à-vis ao T-Bond dá a base do que se convencionou chamar de **risco-brasil**. O índice que reflete o risco do Brasil é, na verdade, medido pelo índice Embi+Brasil, calculado pelo J. P. Morgan, que leva em conta 18 títulos da dívida externa brasileira, sendo o principal deles o C-Bond, que tem o maior peso no índice. Neste sentido, quando o Preço do C-Bond cai, significa que está havendo fuga deste título e que portanto o risco país está subindo.

Por indicar o grau de confiança, o **risco-brasil** é um termômetro para a compra de títulos brasileiros no exterior (privados e públicos) e também para o ingresso de capitais no país. Neste último caso, os investidores internacionais só vêm aplicar diretamente no país se a rentabilidade oferecida pelos títulos denominados em moeda nacional, descontado o câmbio esperado, for mais alta do que a oferecida pelos C-bonds, que não têm risco de câmbio. Por outro lado, a taxa de juros básica da economia é o parâmetro de comparação.

Como se pode perceber, em condições de ampla abertura financeira, não só os aplicadores internacionais, como também os aplicadores domésticos estão continuamente comparando os títulos nacionais com os estrangeiros, podendo se mover de um para o outro com extrema rapidez. Assim, com a integração dos mercados financeiros, os capitais podem entrar e sair rapidamente de qualquer país. Um forte ingresso inicial de recursos via conta *portfólio*, por exemplo, não implica em aumento permanente do estoque de capital, pois a possibilidade de reversão é alta.

Esta explicação, como citamos anteriormente, tem por pano de fundo o fato de que, em mercados globalizados, desregulados e que oferecem diversidades de títulos de dívida, os capitais autônomos (especialmente os investidores institucionais) buscam flexibilizar as suas aplicações em diversos espaços, a partir da lógica indicada acima. Para além da remuneração requerida, estes agentes acompanham as avaliações de agências multilaterais e de agências privadas, que avaliam o grau de risco das economias, a partir do que se costuma denominar “fundamentos econômicos”.

Como há grande diversidade de oportunidades de investimentos e portanto uma grande massa de informações a serem processadas, as agências elaboram rotinas e indicadores (ratings) para orientar os investidores privados. Os “fundamentos” são assim base de cálculo para indicadores padrão de previsão de resultados, orientados pela ótica dos aplicadores.

As agências privadas de avaliação de oportunidades de investimento (Moody's, Standard & Poors e outras) classificam o risco soberano dos países – ratings –, observando uma série de

variáveis (taxa de crescimento do produto; relação exportação-dívida externa, relação dívida interna-PIB, amortização anual-reservas, etc), além de uma avaliação subjetiva, que não apresenta um padrão a priori. Na verdade, o *rating* incorpora uma parte objetiva (nível e tendência de certas estatísticas) e uma parte subjetiva. Os operadores “criam” uma determinada circunstância auto-reforçadora, o que gera ciclos de otimismo e pessimismo, que emergem como fenômenos econômicos caóticos e “espontâneos”.

Um estudo da Goldman-Sachs (2000), levanta as principais variáveis que influem na avaliação objetiva dos *spreads*. São elas: (i) taxa do crescimento de longo prazo do PIB real, (ii) total das amortizações/reservas externas; (iii) dívida externa total /PIB; (iv) saldo nominal do orçamento / PIB, (v) exportações de bens e serviços/PIB; (vi) desalinhamento da taxa de câmbio real; (vii) liquidez global (medida pela taxa Libor); (viii) histórico da reestruturação das dívidas

O mesmo estudo utiliza estas variáveis em um modelo linear, concluindo que as mesmas são suficientes para explicar 55% da variabilidade dos *spreads* dos países emergentes. O custo do default (possibilidade de moratória) é um dos indicadores principais na ótica dos investidores e a dívida líquida do setor público é o indicador mais sensível do risco de uma futura moratória. Daí a contínua ênfase no controle dos gastos públicos.

As agências consideram que os riscos de aplicação aumentam quando os investidores começam a avaliar que o país não pode arcar com um determinado nível de serviço da dívida pública, elevado demais para o seu ritmo de crescimento econômico. Esta perspectiva é profundamente afetada por variações de curto prazo nos indicadores e, por isto mesmo, influenciada por movimentos expectacionais, que podem afetar rapidamente o perfil da dívida dos países, em função da forma que esta é composta.

O relevante a observar é que, na ótica das agências, a análise da dívida pública é feita a partir do indicador DLSP/PIB, que leva em conta o saldo líquido do endividamento do Setor Público não financeiro e do Banco Central com o sistema financeiro, com o setor privado e com o resto do mundo. Envolve então a dívida interna (em moeda nacional) e a dívida externa (em moeda forte).

No caso do Brasil, os gestores da economia esperavam que as medidas estruturais viabilizassem uma avaliação externa consistente e estável, suficiente para garantir um fluxo permanente de capitais. No entanto, ao contrário da expectativa, após a implantação do Plano Real, a dívida interna do país aumentou rapidamente, assim como os indicadores relativos à dívida externa, comprometendo o *rating* da economia. Numa estratégia de desfocalização do problema, o Governo destacou o sucesso da estabilização e a necessidade de controle do lado fiscal – entendendo-se este lado como o controle dos gastos primários - tidos como matéria praticamente independente de todo o processo.

Todavia, o que queremos destacar é que a contra-face estrutural do modelo de abertura e de ingresso desregulado de capitais é justamente a manutenção de altas taxas de juros e o aumento da dívida pública interna (BELLUZZO, 2001). O que queremos ressaltar é que o padrão de operação da política econômica brasileira que vem sendo adotado traz consigo uma armadilha macroeconômica, que envolve um desbalanceamento das contas externas e internas do país. A armadilha, uma vez montada, torna-se autônoma, isto é, foge ao controle da gestão macroeconômica da economia, passando a configurar um elemento estrutural, que permanece, a não ser que se mudem os rumos do modelo adotado.

Os efeitos dessa armadilha são potencializados em momentos de expansão da liquidez internacional e agudizados em momentos de retração. Em uma palavra: o modelo de desenvolvimento que prega a estabilização como valor social maior e cujo mote de crescimento é a atração de capitais externos via altos juros e ampla abertura dos mercados, caminha junto com o

agravamento do desajuste fiscal e do crescimento da vulnerabilidade externa. Vejamos um pouco mais detalhadamente a montagem inicial desta engrenagem.

### 1.3- A montagem da engrenagem macroeconômica

#### - A armadilha sobre as contas externas

A articulação entre ampla abertura comercial e adoção de um câmbio valorizado gerou o crescimento do déficit da balança comercial (Tabela 1), que transitou de uma condição superavitária para uma outra, fortemente deficitária. A geração de recursos para cobrir os déficits em transações correntes foi feita pela conta capital, sendo que esta perspectiva não foi vista como um problema.

**TABELA 1 – BALANÇO DE PAGAMENTOS SINTÉTICO 1993/2002**

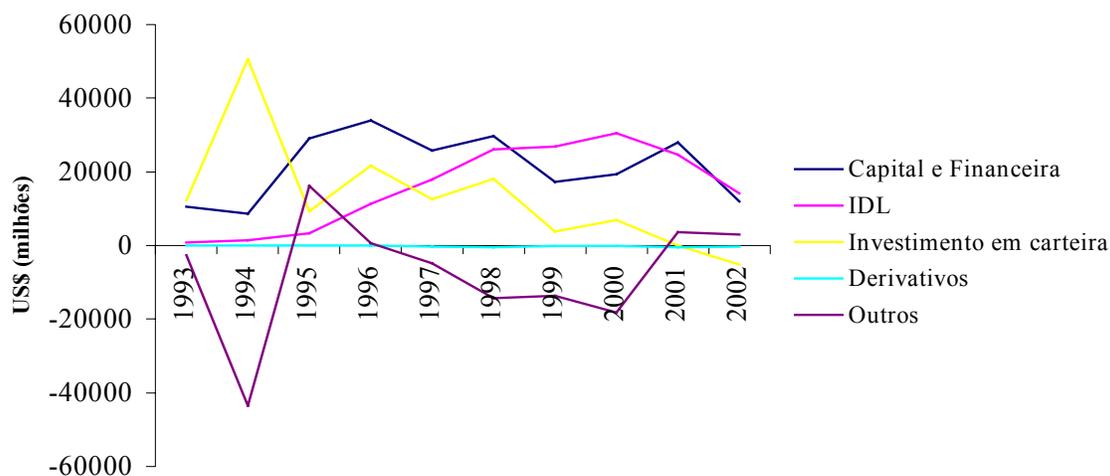
em US\$ milhões

Períodos	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
<b>Transações correntes</b>	-676	-1811	-18384	-23502	-30452	-33416	-25335	-24225	-23213	-7757
Balança comercial	13299	10466	-3466	-5599	-6753	-6575	-1199	-698	2642	13126
Serviços	-15577	-14692	-18541	-20350	-25522	-28299	-25825	-25048	-27493	-23273
Transferências unilaterais	1602	2414	3622	2446	1823	1458	1689	1521	1638	2390
<b>Capital e Financeira</b>	10495	8692	29095	33968	25800	29702	17319	19326	27925	12003
<b>Variação de Reservas*</b>	8709	7215	12919	8666	-7907	-7970	-7822	-2262	3307	302

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

\*Variação das reservas resulta da conjugação das contas de Transações Correntes com a conta Entradas líquidas de Capitais (ou capital e financeira)

**GRÁFICO 1 - CONTA CAPITAL E FINANCEIRA**



Fonte: Boletins do Banco Central

A partir de 1995, tendo em vista a adoção da política de juros altos e câmbio valorizado, a entrada líquida de capitais atinge níveis altíssimos. Entre 94 e 96 este ingresso se dá em níveis muito superiores aos necessários para fechar as necessidades de Conta Corrente, conforme pode ser observado pela Tabela 1. Isto gera altas variações de reservas, sendo este movimento uma

consequência do momento de liquidez internacional somado a condições de atração extremamente favoráveis.

TAVARES (1997), observa que o movimento de desregulamentação financeira e abertura leva a que os países da periferia se transformem, de exportadores líquidos de recursos em absorvedores forçados de capital financeiro. Destaca que isto se dá, qualquer que seja a situação de balanço de pagamentos destes países, ou qualquer que seja a capacidade real de absorção de poupança para financiar este ingresso de recursos. A problemática desta questão se faz sentir rapidamente.

De um lado, um dos elementos importantes a indicar é que, seguindo a lógica da abertura dos mercados, os ingressos de recursos não foram submetidos a regulamentação. Além dos recursos relativamente mais estáveis que entraram pela conta *investimento direto*, houve um ingresso massivo de capital pelas contas *investimentos em carteira* e *empréstimos*<sup>3</sup> de prazos mais curtos. Foram em grande parte esses ingressos de capitais com o potencial de rápida reversão que aumentaram as reservas, ainda que os investimentos diretos tenham sido significativos, estimulados pelos processos de privatização de empresas estatais e de fusões e incorporações, especialmente no setor serviços bancários, que se internacionaliza (LAPLANE & SARTI, 1999).

Ou seja, o patamar de reservas não era estável, estando sujeito a fortes oscilações pois como vimos grande parte do capitais que ingressaram se guiam por análises de indicadores de curto prazo, altamente influenciados por elementos expectacionais. Aliás, esta não é uma questão que se apresenta apenas para o Brasil sendo, antes, uma regra para os países que se estabilizaram a partir do movimento de abertura dos mercados (ARESTIS & DEMETRIADES, 1. 999).

De outro lado, o ingresso de capitais não é um fluxo unidirecional, pois gera impactos defasados sobre as contas externas, sobretudo remessa de juros e lucros da conta serviços, que cresce rapidamente. A conta de transações correntes passa de um déficit de US\$ 1.811 milhões, em 1994, para um déficit de US\$ 30.452 milhões, em 1997. Ou seja, não só se estabelece um crescente déficit na Balança comercial; como cresce o da conta serviços, tendo em vista o ingresso massivo de capitais que, aliás, entrou em patamares muito superiores ao necessário. A hipótese para a continuidade desta perspectiva seria a de que a liquidez externa fosse imutável e que as condições de atração dos capitais permanecessem as mesmas. O que queremos observar, no entanto, é que equação que envolve o câmbio flutuante com abertura de mercados gera impactos internos ao país que comprometem não só seu crescimento como também os próprios indicadores de curto prazo que são analisados quando o capital deseja entrar no país. A nossa argumentação é a de que quando é deflagrada a Crise da Ásia, que gera impactos negativos sobre a liquidez dos mercados financeiros internacionais, o desajuste das contas externas já estava montado, tendo em vista que, além dos impactos sobre a balança comercial, gerou-se um passivo de necessidades de recursos na conta serviços que demora para ser desmontado.

#### - Os limites da atuação da Autoridade Monetária e a armadilha sobre os juros

A forma de ingresso dos capitais, já indicada anteriormente, é um fator determinante para a definição e condução da política monetária, sobretudo dos países emergentes. Em condição de ampla abertura financeira, a busca de atração dos capitais envolve o alinhamento das taxas de juros básicas do país, com a remuneração dos títulos da dívida externa cotados no mercado internacional.

---

<sup>3</sup> - Recentemente houve uma modificação na contabilização da conta capitais do balanço de pagamentos. Hoje as antigas conta portfólio e empréstimos estão inserida nas contas Investimento em carteira e “outros”

Para atrair os capitais para o mercado doméstico é preciso remunerar o **risco-país**, descontando o risco de câmbio, pois as aplicações em moeda nacional envolvem uma “moeda fraca”. O risco de câmbio é medido pelas projeções das desvalorizações cambiais no mercado futuro de câmbio ou pelas taxas dos *swaps* entre juros domésticos e câmbio (PASTORE, 2.000).

A lógica da equalização das remunerações é então a seguinte: considerando que os *Bradies* são títulos denominados em dólar e que há ampla abertura financeira, o mercado passa a demandar taxas de juros nominais (taxa básica de juros) num nível que fique próximo ao apresentado pela remuneração dos *Bradies* do país, descontada a variação cambial esperada.

Assim, a política monetária tem que estar em sintonia fina com a política cambial, sendo que esta sintonia é muito maior hoje do que na década de 1980. Isto se deve, não só ao maior grau de abertura da economia e do incremento da mobilidade internacional do capital, mas também à questão da arbitragem de juros.

Em situação de abertura financeira e manutenção de câmbio controlado, como a que se instalou no país até 1999, quando o **risco-brasil** se eleva o **cupom cambial** se elevam, o Banco Central tem que ajustar os juros para evitar uma fuga de capitais, sendo que a magnitude deste aumento deve compensar também o crescimento do risco de câmbio.

Na situação de câmbio fixo, as taxas de juros só podem declinar nos seguintes casos: i) se declinar o **risco-brasil**, o que depende em parte das expectativas dos mercados financeiros internacionais; ou ii) caso se reduzam as projeções das desvalorizações no mercado futuro de câmbio. É por esta articulação então, que as taxas de juros nominais e reais tendem a ser mais altas nos regimes de câmbio fixo, como o adotado no Brasil até 1999. Neste caso, as autoridades monetárias agem no sentido de controlar o câmbio, ajustando os juros aos requerimentos dos detentores de capital (internacionais e domésticos)

A dependência de capital externo, em condições de abertura financeira, desregulamentação e câmbio fixo impõe então o mecanismo de determinação dos juros internos acima citado. Assim, os juros ofertados pelo país, como forma de atrair capital, mantê-lo internamente à economia e evitar saídas especulativas, deve ser aquele que permita oferecer um **cupom cambial** capaz de cobrir o **risco-brasil** e o **risco de câmbio**, sendo que estes patamares podem estar ligados a fatores eminentemente expectacionais.

De fato, o movimento do risco-Brasil envolve, tanto avaliações subjetivas, quanto análises de agências de *rating*, que levam em conta variações de índices econômicos de curtíssimo prazo.

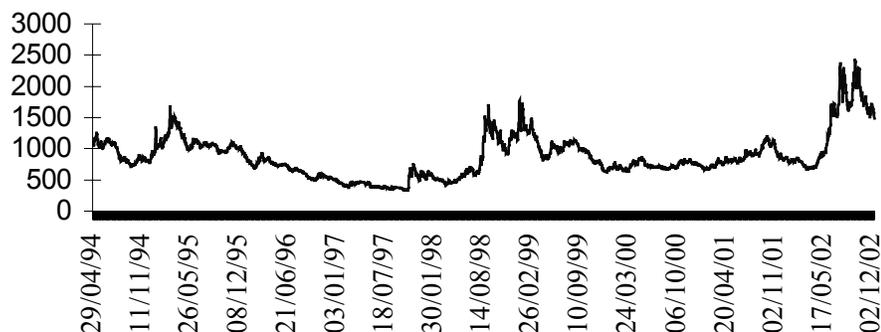
A instabilidade dos movimentos deste risco se torna ainda mais aguda para o caso do Brasil, quando se observa que os C-Bonds são um dos títulos da dívida dos países emergentes mais líquidos no mercado internacional. A volatilidade no preço deste título é sempre maior do que a de outros títulos semelhantes, sendo que ele é o primeiro papel a ser vendido pelos aplicadores estrangeiros quando ocorrem crises em países emergentes.

A dupla característica de liquidez e volatilidade é, contraditoriamente, ruim para o grau de liberdade da política macroeconômica porque o C-bond reage muito rapidamente às crises dos mercados emergentes, o que pode distorcer o preço dos papéis, afetando fortemente o risco país. Nos momentos de crise, dado o aumento do **risco-país** e a expectativa de desvalorização que se processa após uma fuga de capitais, o **cupom cambial** que os capitais exigem para permanecer no país aumenta. Se a dependência de recursos externos é muito forte, a política de câmbio e juros fica então na estreita dependência dessas demandas.

Em momentos de crises internacionais, generalizam-se as expectativas negativas e os movimentos de busca de arbitragem, gerando um impacto rápido e de grande magnitude sobre as reservas. Isto pode ser visualizado pelos dados brasileiros relativos às reservas internacionais apresentados na Tabela 2.

O crescimento do **risco-país** pode ser detectado pela queda do preço do C-Bond e a maior exigência de *spreads* sobre os títulos do Tesouro norte-americano. Isto pode ser mostrado pelas variações dos preços dos títulos durante a crise da Ásia e da Rússia, que geraram impactos sobre o Risco Brasil, medido pelo índice Embi + (Gráfico 2). Este índice, sobe na crise do México e depois passa a cair, sofrendo de novo uma inflexão em 1997, com a crise da Ásia e em 1998, com a crise da Rússia.

**Gráfico 2 – Índice Embi+ Brasil**



Fonte: Depin. Obs: Esse índice é medido em pontos, calculado através da média diária

**TABELA 2 - RESERVAS INTERNACIONAIS**

em US\$ milhões(conceito de liquidez)\*

Data	Dez 96	Ag 97	Out 97	Dez 97	Abr 98	Ag 98	Set 98	Dez98	Dez99	Dez2000
Valor	60.110	63.056	53.690	52.173	74.700	67.300	45.800	44.556	36.342	33.011

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil – vários números

**TABELA 3 - CUPOM CAMBIAL (% AA)**

Períodos	Jan 97	Jun 97	Nov 97	Dez 97	Jul 98	Set 98	Out 98
Cupom	13,89	14,25	33,40	31,77	13,05	28,99	31,63

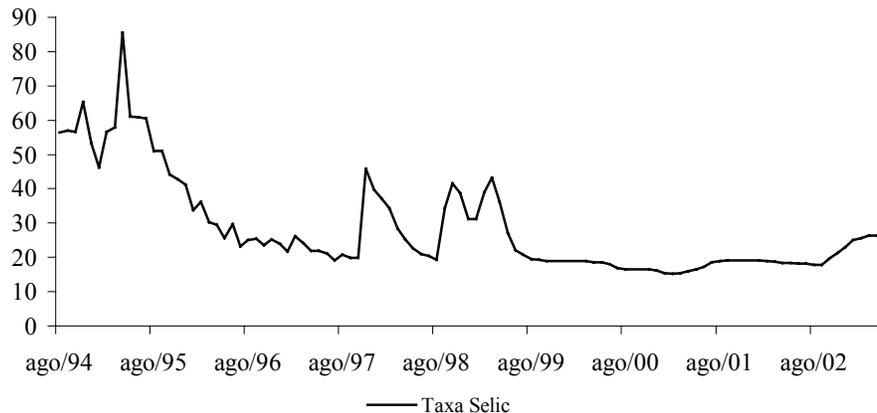
Fonte: Boletim do Banco Central

Tendo em vista a saída de recursos que a arbitragem dos aplicadores provoca, há também uma pressão sobre o câmbio, elevando o **cupom cambial** (Tabela 3). Na crise da Ásia, o aumento dos juros internos no Brasil, requerido para remunerar o cupom foi da ordem de 40%.<sup>4</sup>. Este movimento ocorreu também durante a crise da Rússia e o Comitê de Política Monetária submeteu-se a esses requerimentos ajustando o nível dos juros, movimento seguido pela taxa Selic (Gráfico 3).

Vemos então que as taxas de juros (nominais e reais) tendem a ser mais altas nos regimes de câmbio fixo, como o adotado no Brasil, até 1999.

<sup>4</sup> - Levando-se em conta a rentabilidade do T-Bond,, cotada em 6% aa, na época e levando em conta um Risco Brasil da ordem de 600 pontos base, se chega ao cálculo de que o cupom líquido de imposto de renda deveria produzir uma remuneração de 12% aa. Levando-se em conta ainda o imposto de renda e a desvalorização mensal anualizada do risco de câmbio (taxa anualizada das desvalorizações cambiais mensais projetadas no mercado futuro de câmbio), chega-se aos juros de 40% aa, requeridos pelo mercado para conter a fuga de capitais (Pastore, 2000).

**Gráfico 3 - Taxa Selic**



Fonte: BACEN

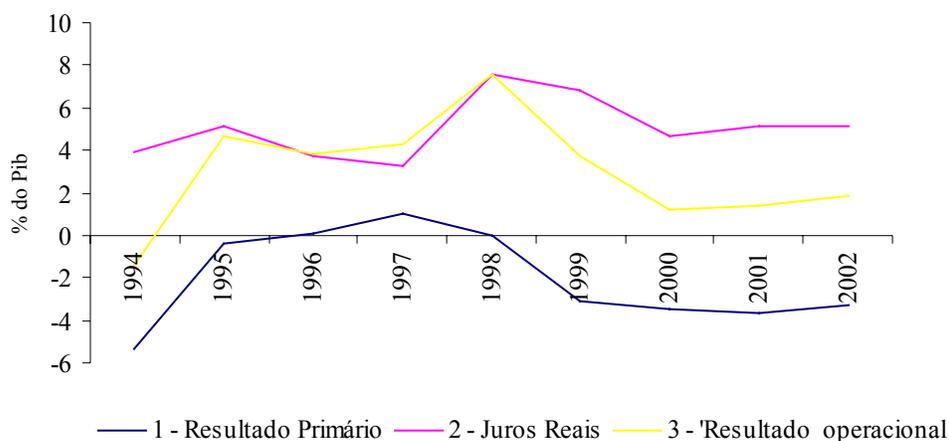
Se considerarmos que as crises da Ásia e da Rússia se processam em momentos em que o déficit em Transações Correntes já havia aumentado sobremaneira, podemos perceber que, tendo em vista a manutenção do modelo adotado, a necessidade de manter os capitais no país envolveu a capitulação das autoridades monetárias às demandas dos detentores de riqueza (domésticos e internacionais), de forma que os juros reais subiram fortemente em resposta a cada impacto externo (taxa de juros real média ficou no nível de 26,8% aa entre 1994 e 1995; entre 95-97 ficou em 16,6% e entre 97 e 99 ficou em 26,2%) . O que se percebe é que não eram as variações da taxa selic que geravam variações no Risco País. A taxa, na verdade, se ajustava às variações do referido índice, e até 1999 se apresenta uma correlação positiva entre estas duas variáveis.

Apesar do crescimento dos juros, em cada uma das crises verificou-se forte saída de recursos, com pesadas perdas de reservas. No início do ano de 1999, com a tentativa de adoção do sistema de banda diagonal endógena, o Banco Central opta pela livre flutuação, na tentativa de reverter a perda de recursos em Transações Correntes. Antes disso, o BACEN havia gasto US\$ 2,9 bilhões das reservas para conter a alta das cotações.

– Contra-face da abertura financeira – a armadilha sobre a dívida pública

No período considerado, a dívida interna brasileira apresentou um grande crescimento, alavancada por fatores de expansão próprios ao mercado financeiro, já que as contas correntes do Tesouro Brasileiro apresentaram superávits em todo o período, a não ser em 1996 e 1997 (Gráfico 4).

**GRÁFICO 4 - DÉFICIT DO GOVERNO FEDERAL E DESPESAS COM JUROS DAS DÍVIDAS INTERNA E EXTERNA 1994-2002**



Fonte: BACEN

O nosso argumento é o de que crescimento da dívida interna brasileira esteve articulado à política que interrelacionou : sobrevalorização cambial / abertura financeira / juros altos. Um **primeiro elemento** dessa política está ligado à expansão rápida das reservas internacionais. Como já comentamos no início deste trabalho, a interrelação câmbio/juros/abertura financeira trouxe, sobretudo no primeiro ano de adoção do Plano Real, um ingresso de divisas em níveis nunca antes alcançados, que superou, em muito, a necessidade de fechamento do balanço de pagamentos. O crescimento das reservas que se produziu expandiu a base monetária, pressionando inflacionariamente o nível dos preços, aspecto contrabalançado pelo lançamento de títulos de dívida pública (inicialmente títulos do Banco Central).

O importante a destacar é que os títulos de dívida, uma vez lançados, colocam-se para o país como um passivo com fortes repercussões para o conjunto da política econômica, pelos encadeamentos que apresenta com a sistemática de avaliação de risco de investimentos realizada pelas agências internacionais. Os títulos lançados ganham uma certa dinâmica independente, porque a rolagem da dívida total é feita sob as determinações dos altos juros estabelecidos pelo mercado financeiro. Estas determinações consistem **no segundo elemento**, que explica a forte expansão da dívida no período analisado. Se tomarmos os dois elementos conjuntamente, podemos considerá-los como uma contra-face necessária da internacionalização financeira desregulada. Estes são custos permanentes para o país, enquanto que os recursos que ingressaram podem sair rapidamente em momentos de crise internacional, como realmente o fizeram no período da Crise do México e mais fortemente da Ásia e da Rússia.

A perspectiva que levantamos é a de que foi o grande crescimento das reservas, articulado às altas taxas de juros necessárias para atrair o capital intrínsecos ao modelo de ajuste adotado pelo Governo Fernando Henrique Cardoso, os principais elementos a gerar impactos sobre o endividamento público, em especial sobre a dívida interna. Este é um tema controverso que tem gerado intensos debates (GIAMBIAGI & ALEM, 1996; WERLANG, 1989; ROSSI, 1987; BEVILAQUA e GARCIA, 1999), sendo que o argumento que é o mais utilizado por aqueles que defendem o modelo de abertura econômica é o de que a grande problemática do déficit público se

encontra do lado dos gastos primários, que não teriam sido devidamente controlados na primeira fase do Plano (PASTORE, 2000; PASTORE 2002) .

Contrariamente a esta perspectiva, pelo gráfico 4, podemos verificar que nos primeiros anos do Plano Real houve superávits primários, ainda que baixos, só tendo havido déficits em 1996 e 1997. Ainda que se considere relevante o argumento de que no período pós Plano Real não foi feito um ajuste fiscal que levasse em conta a perda do imposto inflacionário, o que se observa é que o forte crescimento sobre o déficit operacional se fez sentir principalmente pelo lado dos juros. Na verdade, o nosso argumento é o de que a expansão da dívida interna se deu prioritariamente pelo efeito conjunto de altas reservas e juros altos.

Utilizemos o exemplo numérico indicado por PASTORE(2002) para mostrar o que estamos observando. Neste exemplo, 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 juros real);  $s$  (superávit fiscal primário). A relação entre eles seria a definida na equação abaixo.

$$b_t - b_{t-1} = - (s_t + \textit{seignoriage}) + (r-g / 1+g)b_{t-1}$$

Ora, de acordo com a própria argumentação de Pastore, entre 1994 e 1998 a relação DLSP/PIB esteve entre 30% e 35%; a taxa real de juros esteve no níveis médio de 22% aa 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. Contrariamente a este argumento, a nossa indicação é a de que o desajuste não estava aí e sim no nível exorbitante de juros, no baixo nível de crescimento e no salto da dívida devido ao movimento das reservas. Observe-se que mesmo antes da pós-fixação, os juros reais médios entre 1994 e 1995 ficaram na casa dos 26% e entre 1995 e 1997 ficaram em 16,6%<sup>5</sup>

Nesta fase houve então o crescimento da dívida interna, especialmente do déficit operacional e por conseqüência da relação DLSP/PIB. Neste ponto é interessante a observar que esta dívida foi crescendo e o Risco País não acompanhou este movimento . Entre 1996 e 1997 o preço do C-Bond caiu e, por conseguinte, o Índice Embi+ apresentou forte queda, num período em que cresce a dívida pública. Apenas a partir da Crise da Ásia é que este índice apresenta crescimento como conseqüência do contágio da referida crise. De qualquer forma, a nossa argumentação é a de que quando a Crise da Ásia se instala a relação DLSP/PIB já havia crescido e a problematização sobre as contas públicas já estava posta, antes mesmo da adoção da pós-fixação. A questão é que o impacto sobre a dívida pública está diretamente relacionado ao movimento de estabilização/abertura/âncora cambial.

Após a crise da Ásia, a demora na mudança no regime cambial se faz sentir e os custos envolvidos nesta opção crescem com a volta da pós-fixação. A questão do perfil dos juros requeridos para a rolagem da dívida e o lançamento de dívida nova nos remete também a outra questão importante, relacionada à relatividade da estabilização da moeda que nos referimos no início do texto. Quando há confiança na moeda e ela serve como reserva de valor é possível lançar títulos pré-fixados, alongar o perfil da dívida. Apenas aparentemente, era o que estava ocorrendo na economia brasileira até a crise da Ásia, período em que dominaram os títulos pré-

---

<sup>5</sup> - No seu nível mais baixo durante o período de câmbio fixo. O interessante a observar é que a partir destes dados PASTORE (2002), argumenta que foi o baixo desempenho das contas primárias do Governo que explica por que a dinâmica da dívida pública foi explosiva

fixados sobre o total da dívida mobiliária (Tabela 4) Mesmo assim, isto deve ser relativizado, pois estes títulos estavam atrelados a juros capazes de cobrir o **cupom cambial**, o que demonstra a inter-relação destes fatores e os limites da redução dos juros.

Após da deflagração da crise da Ásia, e como conseqüência da manutenção da âncora cambial, voltam os títulos pós-fixados Selic e também começa a crescer a colocação dos títulos cambiais, o que se acentua especialmente após a crise da Rússia.

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

**TABELA 4 - TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS - PARTICIPAÇÃO PERCENTUAL POR INDEXADORES MAIS IMPORTANTES\***

	Pré-fixados	Pós-fixados -Selic	Cambial
Dez 94	40,2	16,0	8,3
Dez 95	42,7	37,5	5,3
Dez 96	61,0	18,6	9,4
Dez 97	40,9	34,8	15,4
Mai 98	55,6	21,1	17,7
Set 98	7,0	65,7	21,4
Dez 98	3,5	69,1	21,0
Fev 99	7,4	57,2	30,4
Mar 99	1,2	68,2	29,9
Dez 99	9,2	61,1	24,2
Jan-00	9,9	61,2	23,5
Maio 00	12,9	55,2	21,0
Dez 00	15,3	52,4	21,7
Abr 01	12,6	51,1	24,4

Fonte:STN

\* Além dos títulos indicados nesta tabela, existem os indexados à TR, ao IGPM, ao IGP-DI à TJLP

A partir do momento em que a dívida interna cresce e se atrela a altos juros, este componente torna-se fonte de realimentação do crescimento da dívida. Após a volta da pós-fixação (Selic e cambial), o passivo estabelecido não se desmonta facilmente. É um endividamento rápido que deixa um ônus de muito tempo, com impactos cumulativos. O patamar de juros pagos pela dívida do Governo Federal sobe rapidamente, após os momentos de crise.

O aumento das despesas está ligado, até 1999 à elevação da taxa básica de juros do Banco Central . O controle das contas públicas fica inteiramente dependente das flutuações do mercado. Ou seja, como piora a situação da dívida externa e a dívida interna cresce vertiginosamente, a relação dívida líquida do setor público/PIB atinge patamares muito altos. 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<sup>6</sup> e aí mudam os focos de manejo da Política Econômica.

<sup>6</sup> - Para um estudo comparado entre México, Brasil Argentina e Venezuela acerca dos princípios da política de taxa de câmbio nestes países, vide CORDEN (2001) e também ROETT (2001). Para um estudo do caso da migração da âncora cambial para o regime flexível no Brasil, vide Cardoso (2001), destacando-se que nesta discussão o ajuste fiscal é visto como ponto central ao processo.

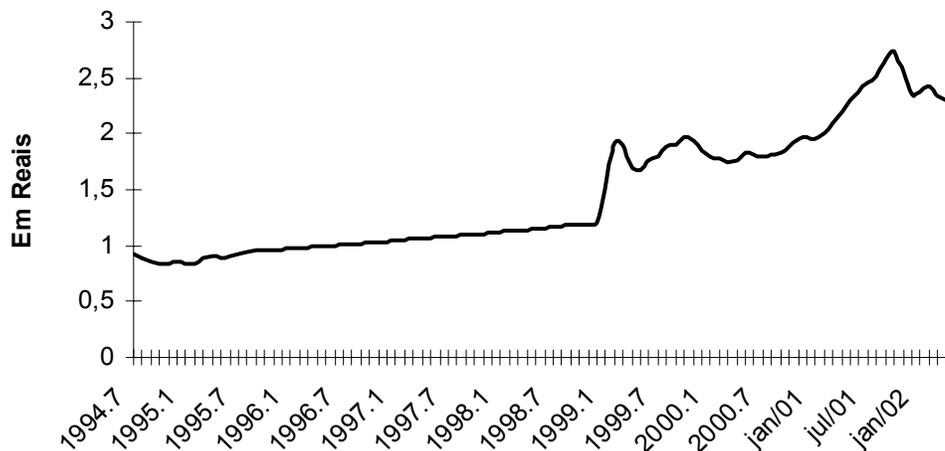
## 2- A adoção do câmbio flutuante, manutenção da engrenagem e dificuldade de reversão dos passivos assumidos

A estabilidade passa a centrar-se na definição de metas inflacionárias, subordinando às mesmas o nível dos juros<sup>7</sup>. O câmbio é que se ajusta às mudanças de expectativas dos aplicadores (Gráfico 5). Numa situação de crescimento do Risco Brasil, os juros permanecendo relativamente estáveis, o ajuste se dá via câmbio.

A partir daí, as taxas de juros nominais passam a ser persistentemente mais baixas. Mesmo considerando que a taxa de juros nominal flutuou depois da mudança do regime de câmbio (Gráfico 3), se percebe que mesmo na crise Argentina, o crescimento desta taxa foi substancialmente menor do que o que fora necessário para estancar as crises anteriores (a taxa de juros real se manteve relativamente estável em mais ou menos 10% aa).

**GRÁFICO 5 – CÂMBIO- MÉDIAS MENSAIS**

### Taxa de câmbio



Fonte: Boletins do Banco Central

Ou seja, quando o Banco Central trabalha com Metas para as taxas de câmbio, os choques externos são absorvidos pela taxa de juros. Quando se adota o câmbio flutuante e metas inflacionárias (que definem patamares mais rígidos para as taxas de juros) os choques se geram em primeiro plano, sobre o câmbio. As taxas de juros não precisam ser usadas para defender o câmbio. As autoridades monetárias passam a se mover no intuito de alcançar as metas inflacionárias e os juros agem no sentido de eliminar os efeitos sobre preços, gerados pela depreciação da taxa de câmbio. Ou seja, mesmo mudando o regime de câmbio, as autoridades monetárias continuam com limites à sua forma de intervenção.

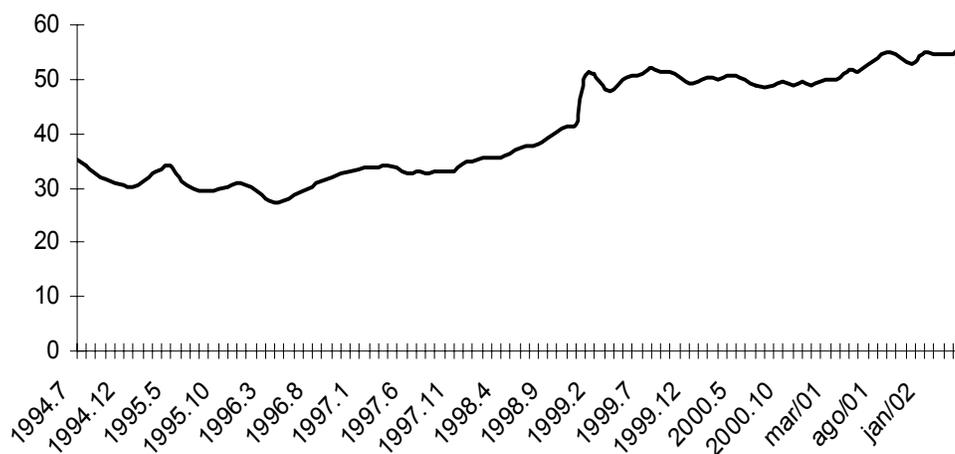
<sup>7</sup> - Para uma verificação do debate sobre metas inflacionárias vide DEBELLE (1997), DRAZEN & MASSON (1994); GOODHART (1994); RIGOLON & GIAMBIAGI (1999) ROGOFF (1997)

Não se apresenta mais a correlação direta, indicada anteriormente, entre a variação da taxa Selic e a variação do preço do C-Bond ( ou do índice Embi+). Os movimentos de variações de expectativa dos mercados internacionais se fazem sentir sobre o Risco País e o ajuste se dá em grande parte via câmbio. A instabilidade e a dificuldade de atrair capitais se mostra nas variações abruptas desta taxa. Como logo após a adoção do câmbio flutuante grande parte da dívida interna se encontra indexada ao câmbio, isto afeta a DLSP, piorando um dos indicadores que são levados em conta pelas agências de *rating* para definir a “nota” do país.

A respeito desta discussão, recentemente tem crescido o debate acerca do que define as mudanças no Risco País e portanto as mudanças nas condições de captação de recursos externos. Os principais determinantes deste processo têm sido associados, tanto ao contágio de choques externos, quanto à dinâmica do Déficit Público dos países em questão (Pastore, 2002).

**GRÁFICO 6 – DLSP/PIB- MENSAL**

**Dívida Pública**



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

O efeito contágio é considerado um elemento importante na explicação dos movimentos dos capitais externos<sup>8</sup>. 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. O movimento negativo nas reservas, por sua vez, reforça a fuga que se iniciara pelo efeito contágio.

Quanto ao efeito da dinâmica do Déficit Público sobre os movimentos dos capitais, observamos que esta correlação deve ser qualificada, pois não é sempre esta dinâmica afeta o risco país. No caso específico do Brasil, o crescimento da relação DLSP/PIB afetou o Risco País nos momentos em que houve uma queda da liquidez internacional. Entre a Crise do México e a Crise da Ásia, por exemplo esta relação cresceu e no entanto o Risco Brasil caiu. O que queremos indicar é que o Déficit Público é levado em conta pelas agências, quando ocorrem choques que afetam mais profundamente a liquidez dos mercados. Enquanto a liquidez externa é muito grande

<sup>8</sup> Vide CALVO, LEIDERMAN & REINHART (1993); CARDOSO & GOLDFAJN (1998)

os agentes agem de forma mais especulativa e o crescimento do déficit não afeta diretamente a expectativa dos agentes. No entanto, quando há uma crise mais generalizada, que afeta a liquidez do mercado em geral, as Agências de Risco voltam a levar em conta mais diretamente um dos indicadores que eles consideram que espelha a capacidade de pagamento do país: a relação DLSP/PIB

**TABELA 5 - OUTROS – INVESTIMENTOS ESTRANGEIROS**

em US\$ milhões

Períodos	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
<b>TOTAL</b>	10989	-2846	-2893	-9223	-15213	10225	4958
<b>Crédito comercial</b>	12337	1045	2740	-7284	-6409	5103	5016
<b>Empréstimos</b>	3270	5879	4031	1342	-8774	5716	871
<b>Moeda e depósitos</b>	-4339	-9743	-9665	-3249	-33	-596	-928
<b>Outros</b>	-279	-27	1	-32	4	2	0

Fonte: Boletins do BACEN

**TABELA 6 – OUTROS- INVESTIMENTOS BRASILEIROS**

em US\$ milhões

Períodos	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
<b>TOTAL</b>	-10316	-1987	-11392	-4397	-2989	-6586	-1997
<b>Empréstimos</b>	-1224	348	-5181	-1278	-282	-1050	-1714
<b>Moedas e depósitos</b>	-6480	-829	-3234	-2301	-1774	-8001	-112
<b>Outros</b>	-2613	-1506	-2978	-817	-933	2465	-172

Fonte: Boletins do BACEN

Com o regime de taxas flutuantes o contágio se faz sentir por um aumento no risco-país, gerando conseqüências sobre o cupom e sobre o câmbio. A depreciação do câmbio é fortalecida também pelo fato de que o aumento do risco-país torna mais cara a negociação de títulos brasileiros (privados e públicos) no exterior. Isto dificulta o lançamento de novos títulos e a rolagem de dívidas antigas, diminuindo o ingresso de capitais na Conta Capital do Balanço de Pagamentos e, mesmo, a saída de recursos do País. Some-se a isto, a problemática das contas externas. Ou seja, mesmo quando melhoram as condições da Balança Comercial, e quando aumenta o ingresso de IDL, a saída de recursos pelo lado de capitais de curto prazo não permite o ajuste das contas, conforme podemos perceber pelos dados desde 1997 e que estão apresentados no **gráfico 1**. Conforme podemos observar, o ingresso pela conta “investimentos em carteira” cai drasticamente e há forte saída de capitais na conta “outros investimentos”. Analisando-se esta última conta, verifica-se que ela se desdobra em “outros investimentos estrangeiros” e “outros investimentos brasileiros”. No que tange à primeira destas duas contas, a forte saída se dá em moeda e depósitos e em crédito comercial (Tabela 5). Na modalidade “outros investimentos brasileiros” a saída se dá em empréstimos e também em moeda e depósitos (Tabela 6).

O resultado final da conta capitais fica na dependência das expectativas que envolvem o movimento dos mesmos. Responder aos “requerimentos do mercado” continua sendo central para os gestores de política econômica, no caso da continuidade da adoção deste modelo.

A manutenção desta política também não desarma a armadilha dos juros e da dívida interna. Os primeiros não podem cair muito, para não comprometer a meta inflacionária e para não comprometer os superávits comerciais que começam a ocorrer. A retração ao crescimento é intrínseca a este modelo. 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, sendo que ele cresce atrelado à variação do câmbio. É um endividamento rápido que deixa um ônus de muito tempo, com impactos cumulativos, mesmo quando posteriormente se consiga um câmbio mais baixo. O controle das contas públicas continua ficando inteiramente dependente das flutuações do mercado. Ou seja, como piora a situação da dívida externa e a dívida interna cresce vertiginosamente, a relação dívida líquida do setor público / PIB atinge patamares muito altos, mesmo com a adoção de crescentes superávits primários.

### **Considerações finais**

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

A demora das Autoridades Brasileiras em responder às instabilidades externas através de mudanças na operacionalidade de juros e câmbio gerou um problema estrutural do Balanço de Pagamentos. Mesmo após a desvalorização de câmbio, as exportações não apresentaram um crescimento suficiente a suprir as necessidades de divisas, não obstante tenham atingido um recorde histórico (como no ano de 2000). A expansão das exportações encontra limites estruturais: mesmo a continuidade da desvalorização do câmbio não se reflete num aumento mais efetivo das mesmas. Por um lado, os efeitos da depreciação do câmbio não são de curto prazo. Além do mais, a alta do dólar ocorreu em um momento negativo para a ampliação das vendas externas, tendo em vista o desaquecimento da economia americana e a continuidade da Crise Argentina, que dificultam o embarque de manufaturados. No caso dos commodities, a desaceleração do crescimento mundial impede a recuperação dos preços internacionais.

Na verdade, o movimento principal do ajuste da balança comercial dá-se do lado das importações. O resultado superavitário da balança comercial, quando ocorre, tem muito a ver com a redução do nível de atividade doméstico, que contém as importações. A desvalorização do câmbio não foi suficiente para fazer as exportações deslancharem e as baixas taxas de crescimento do país é que vêm ajudando a economia a se manter sob controle. A volta do crescimento pressiona as contas externas.

A dificuldade de geração de superávits comerciais se defronta com o déficit da conta serviços, resultante do custo de remuneração do passivo externo, que se expandiu fortemente desde o início do Plano Real. O renitente déficit em transações correntes exige a continuidade de ingresso de recursos externos. Esta demanda pressiona continuamente o mercado de câmbio, especialmente quando se tem em mente que, após as crises da Ásia e da Rússia, os capitais não voltaram na mesma magnitude, tendo havido uma queda de liquidez nos mercados internacionais. Ademais, o regime de flutuação consolidou o desinteresse dos capitais de curto prazo pelo País. Não há liquidez no mercado internacional para os países emergentes, de forma geral.

Com a queda dos recursos de curto prazo, os investimentos diretos dominam o ingresso de recursos voluntários no País a partir daí. Apesar dos investimentos diretos terem mantido os seus ingressos no país até o ano 2000, geram-se fortes saídas pelo lado de outras contas da conta capital (outros investimentos: créditos comerciais, empréstimos etc.). Em 2001, os investimentos

diretos reduziram sua expansão (redução das oportunidades com privatizações). O problema central que pressiona o câmbio se relaciona, então, com a rolagem da conta de capitais, que se agravou com a crise financeira global.

Gera-se um paradoxo, pois as agências de *rating* e os organismos multilaterais passam a exigir a melhoria dos “fundamentos do país”. Como o ajuste deve envolver a garantia de pagamento dos passivos assumidos e como para eles não se coloca a possibilidade de reduzir os juros em momentos de forte necessidade de capital, o aval destes organismos sempre vai à mesma direção histórica: (i) exigência do aprofundamento da liberalização comercial, justamente em países que enfrentam desequilíbrios de balanço de pagamentos e (ii) ajuste fiscal (corte de gastos e aumentos de impostos) mais elevação da taxa de juros, justamente em economias que atravessam fases de recessão ou desaceleração e que terão também a própria dívida afetada pelo crescimento dos juros.

A análise de *rating* fica na estrita observância dos movimentos que envolvem a relação dívida/PIB, que cresce toda a vez que há desvalorização do câmbio, gerando mais desconfiança sobre o país e fortalecendo o aumento da pressão internacional para que o país ajuste suas contas via cortes crescentes nos gastos primários.

Cada vez que se adia mais a mudança da estratégia do ajuste via irrestrita abertura comercial e financeira os custos vão ficando maiores. Até este momento, mesmo após a entrada do novo Governo não saíram do papel outras decisões de política econômica necessárias para combater a vulnerabilidade externa – reforma de tributos, incentivo a exportações, substituição de importações, políticas voltadas a setores potencialmente dinâmicos da economia e à consolidação de grupos empresariais sólidos internacionalmente.

Na medida em que estas reformas não se efetivam, resta a adequação às demandas dos capitais internacionais. Nos últimos anos do Governo de Fernando Henrique foram economizados R\$ 52 bilhões entre 1998 e 2000, mas o pagamento com juros consumiu 214,3 bilhões. A alegação do Governo de que o superávit primário, conseguido através de cortes de gastos na administração pública, mais o esforço de arrecadação serviriam para compensar, ao menos em parte, os encargos da dívida, evitando uma trajetória explosiva, não se verifica na prática. Mas, se o ajuste primário não segura a expansão da dívida, por que continuar com esta política e cortar despesas que podem sacrificar programas importantes do Governo Federal?

Isto tem a ver com a necessidade de ingresso de capitais, e a questão das expectativas dos investidores internacionais, que tomam a relação dívida pública / PIB como um importante indicador macroeconômico. Na verdade, a economia fica na total dependência da análise dos organismos internacionais, que se baseiam fortemente nestes indicadores de curto prazo. Parece que o ajuste não tem fim.

No entanto, é preciso ter claro que a dívida mobiliária atrelada ao juro e ao câmbio está transferindo recursos para os detentores de riqueza e que a redução de gastos públicos (projetos sociais, aposentadorias, salários de servidores) para pagar juros ao nível requerido tem limites sociais, nunca considerados pelos organismos internacionais (vide o caso da Argentina). Além do mais, a destinação de receitas públicas para pagar juros, apesar das profundas perdas sociais, não tem sido suficiente sequer para sustar a escalada da dívida.

## **Referências Bibliográficas**

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

BELLUZZO, L. G. (2001). “Irresponsabilidade fiscal” in *Jornal Valor Econômico*, 21/jun, ppA-11

- BELLUZZO, L.G.M e COUTINHO, L.G. (1996) “Desenvolvimento e Estabilização sob Finanças Globalizadas”. *Economia e Sociedade*, Campinas, no. 7 (1), pp 129-154.
- BELLUZZO, L.G.M e COUTINHO, L.G. (1998) “Financeirização da Riqueza, Inflação de Ativos e Decisões de Gasto em Economias Abertas”. *Economia e Sociedade*, Campinas, no. 11 (1), pp 137-150
- BEVILAQUA, A.S. e GARCIA, M.G. (1999) “Debt Management in Brazil: Evaluation of the Real Plan and Challenges Ahead”. Rio de Janeiro, Texto para Discussão, PUC/Rio.
- CALVO, L e REINHART (1993) Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America. IMF Staff Papers. 40(1). Washington, D.C.
- CARDOSO, E. (2001) “A Crise Monetária no Brasil: Migrando da Âncora Cambial para o Regime Flexível”. In REP 21(3), pp 146-167.
- CARDOSO, E. e GOLDFAJN, I (1998) Capital Flows to Brazil: the endogeneity of the capital controls. IMF Working Papers, 115. Washington, D.C.
- CORDEN, M.W. (2001) “Regimes e Políticas Cambiais: Uma Visão Geral” . in REP 21(3), pp 103-121.
- CUKIERMAN, Alex (1992). *Central Bank Strategy, Credibility, and Independence: Theory and Evidence*. Cambridge, Massachusetts, The MIT Press.
- DAVIDOFF CRUZ, P. (1.984). *Dívida externa e a política brasileira*. São Paulo, ed. Brasiliense.
- DEBELLE, G. (1997). “Inflation Targeting in Practice”. IMF Working Paper, nº 35, March.
- DRAZEN, A. & MASSON, P. (1994). “Credibility of Policies versus Credibility of Policymakers”, *The Quarterly Journal of Economics*, August, pp. 735-54.
- RIGOLON, F e GIAMBIAGI, F (1999) “A Atuação do Banco Central em uma Economia Estabilizada: é desejável adotar metas inflacionárias?” in REP 19(3), pp 3-22.
- FRANCO, G. H. B. (1.995). “ A inserção externa e o desenvolvimento”. Banco Central, *mimeo*
- GARCIA e VALPASSOS (1998) Capital Flows, Capital Controls and Currency Crisis: the case of the Brazil in the Nineties. Rio de Janeiro, Texto para Discussão, PUC/Rio No. 389, novembro.
- GIAMBIAGI F. (1997). “Crise fiscal recente”. *Revista de Economia Política*, vol 17, nr 01, janeiro/março.
- GIAMBIAGI, F. e ALÉM, A.C. (1996) “Déficit Fiscal e Dívida Pública no Brasil: uma abordagem pragmática”. In KILSZTAJN, S. (org.) *Déficit e Dívida Pública*. Cadernos PUC Economia, São Paulo.
- GOLDMAN-SACHS (2.000). *Global Economic Paper no 45*, june
- GOODHART, Charles (1994). “What Should Central Banks Do? What Should Be Their Macroeconomic Objectives and Operations?” , *The Economic Journal*, nº 104, November, pp.1424 – 36.
- LLUSSÁ, F.A.J. (1998) *Credibilidade e Administração da Dívida Pública: um estudo para o Brasil*. 21º. Prêmio BNDES de Economia, Rio de Janeiro.
- OBSTFELD, M. (1985). “Floating Exchange Rate: Experience and Prospect”, *Brookings papers on economics activity*, nr 02
- PASTORE, A.C. (2002) *The Bresser-Nakano Economic Policy Proposals*. São Paulo: AC Pastore & Associados. Informe Especial 05/06/2002.
- PASTORE, A.C. e PINOTTI, M.C. (2000) “Globalização, Fluxo de Capitais e Regimes Cambiais: reflexões sobre o Brasil”. *Mimeo*.
- ROETT, R. (2001) “A Política de Gestão da Taxa de Câmbio nos Anos 90” . in REP 21(3), pp 226-233.
- ROGOFF, Kenneth (1985), “The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target”, *The Quarterly Journal of Economics*, November, pp. 1169 – 89.
- ROGOFF, Kenneth (1997 b). “Inflation Targeting: Some Extensions”, National Bureau of Economic Research (NEBR), Working Paper Series, nº 5952, Cambridge, MA, EUA, March, 43 p.
- ROSSI, J.W. (1987) “Considerações sobre a Relação entre a Dívida Pública e a Inflação”. *Textos para Discussão IPEA*, no. 127, dezembro.
- SAAD FILHO, A. e MORAIS, L (2002) “Neo-monetarismo Tropical: A Experiência Brasileira nos Anos Noventa”. In REP 22(1), pp 3-22.
- SICSÚ, J. (2002) “Teoria e Evidências do Regime de Metas Inflacionárias”. In REP 22(1), pp 23-34.
- TAVARES, M. C. (1.998). “A economia política do Real”. *mimeo*
- TAVARES, M. C. (2.001). “Acrise mundial e o Brasil” in *Jornal Folha de São Paulo*, 07/out.
- TAVARES, M.C. (1996) “As Políticas de Ajuste no Brasil: os limites da resistência”. In TAVARES, M.C. e FIORI, J.L. *Desajuste Global e Modernização Conservadora*. Rio de Janeiro: Paz e Terra.
- TAVARES, M.C. (1997) “A Economia Política do Real”. In MERCADANTE, A. (org) *O Brasil Pós-Real: a política econômica em debate*. Campinas, IE-Unicamp.