

ARMADILHA MACROECONÔMICA E CUSTOS DE REVERSÃO NO CURTO PRAZO: OS DILEMAS DA POLÍTICA ECONÔMICA NO BRASIL

Vanessa Petrelli Corrêa

Niemeyer Almeida Filho

Resumo: As políticas econômicas impostas pelos organismos internacionais multilaterais de crédito aos países em desenvolvimento, particularmente os da América Latina, fragilizam estas economias, tornando-as cada vez mais dependentes de recursos externos. A atração de capital torna-se uma determinação estrutural. À luz da análise do caso mais concreto do ajuste empreendido pela economia brasileira, nosso objetivo é mostrar como operamos mecanismos de acirramento desta dependência. Indicamos que a perspectiva do ajuste, que envolveu a irrestrita abertura dos mercados, lançou o País numa armadilha macroeconômica, sendo que a contraface deste processo é um crescente desajuste das contas internas e externas. Conclui-se que o ajuste apresenta grandes custos de reversibilidade de curto prazo, impondo limites claros a um redirecionamento do desenvolvimento brasileiro.

Introdução

As evidências de que as políticas econômicas impostas aos países em desenvolvimento pelos organismos internacionais multilaterais 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. A perspectiva que se apresenta no momento para os países em desenvolvimento é de uma adaptação caso a caso, em que cada mudança de orientação é sancionada pelo “mercado”, aceitando-se que a intensidade e amplitude dos instrumentos de política econômica podem variar a depender das condições de cada economia.

O artigo passa pela análise do grau de liberdade que se apresenta para esses países neste processo de tentativa e erro, tendo em vista as determinações estruturais das relações internacionais que definem as inserções dos países na divisão internacional do trabalho. Faremos esta análise a partir da discussão do caso brasileiro e nossa tese é a de que, uma vez inseridos no contexto das políticas econômicas de ajuste indicadas pelos organismos multilaterais, a possibilidade de reversão dos impactos causados por essas políticas é demorada e custosa. Há uma significativa irreversibilidade das políticas econômicas que vêm sendo empreendidas pela maior parte dos países em desenvolvimento. Os custos de mudança dessas políticas, são altos, seja pela globalização financeira e integração dos mercados financeiros

domésticos a uma lógica de mercado global; seja pelos custos objetivos que são incorporados aos agregados macroeconômicos, com aumentos de dívida pública e queda no crescimento.

Especificamente sobre os custos, observamos que o processo de abertura financeira e desregulamentação armou um mecanismo de integração das economias em desenvolvimento ao mercado internacional em que os fluxos externos são essenciais à estabilização das economias. Os fluxos são orientados pela lógica de valorização de capitais de investidores internacionais – os aplicadores de recursos – que são os grandes conglomerados e os investidores institucionais. Esta orientação é perversa às economias porque submete os projetos nacionais a parâmetros de cálculo de risco de investimento, balizados pelos chamados “fundamentos econômicos”.

Neste sentido, um afastamento das políticas econômicas das diretrizes sugeridas pelas agências internacionais penaliza as economias mediante um rebaixamento do grau de confiabilidade do investimento, o que virtualmente impede mudanças de fundo. Neste caso, assume importância determinante a avaliação de agências privadas de cálculo de risco de investimento, que passam a assumir um papel na determinação dos fluxos de capitais desproporcional à sua responsabilidade com eventuais resultados adversos das economias. Engendra-se, na prática, uma armadilha macroeconômica em que as economias que adotam as políticas tradicionais obtêm resultados pífios no que se refere à possibilidade de crescimento econômico, enquanto que as economias que adotam mudanças são penalizadas pela alteração negativa dos fluxos.

Para tratar dos aspectos em questão, investigaremos especificamente o caso do ajuste econômico empreendido pelo Brasil nos anos 1990, destacando que a perspectiva adotada pelo Governo engendrou uma armadilha macroeconômica, virtualmente insuperável numa situação de continuidade da abertura comercial e financeira.

Deixaremos claro que o programa de estabilização e reforma monetária implementado em 1994 pelo Governo Fernando Henrique Cardoso, mantido o parâmetro macroeconômico de abertura comercial e financeira irrestritos, não tem perspectiva de viabilizar o crescimento sustentado. Ao contrário, pode-se perder todo o esforço social realizado para controlar a inflação, uma vez que há no momento uma dicotomia estrutural entre estabilização e crescimento.

O artigo está organizado em três seções. Na primeira delas, indicaremos que o

plano de estabilização se articulou com uma mudança do “estilo de desenvolvimento” do país, que significou uma opção radical de aderência ao mercado financeiro internacional e às políticas indicadas pelos organismos multilaterais. Mostraremos como esta articulação levou à deterioração das contas externas, engendrando a montagem de uma armadilha macroeconômica a partir da qual que a economia passa a depender crescentemente do ingresso de recursos externos. Na segunda seção mostraremos como esta armadilha se estende e traz consigo, de forma casada: a necessidade de manutenção de juros altos, uma perda de graus de liberdade das autoridades monetárias, o desequilíbrio financeiro do setor público. Na terceira seção, retomando os aspectos anteriormente discutidos, analisamos como a opção de radicalização da aderência da economia brasileira aos mercados financeiros internacionais limita a possibilidade de crescimento econômico e apresenta uma certa condição de irreversibilidade, que consiste no “custo” elevado de uma mudança de rumos do desenvolvimento brasileiro.

1- A natureza do ajuste: adequação da estabilização ao processo de abertura dos mercados e a montagem da armadilha macroeconômica

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 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 no Brasil 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 a necessidade de uma mudança de rumos: primeiro, era preciso estabilizar a economia para, em seguida, retomar-se o crescimento sob uma nova forma de integração ao mercado internacional. O primeiro passo envolvia então o controle da inflação, diminuindo-se radicalmente os índices de preços para os níveis dos países desenvolvidos. 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 do modelo de organização desejado pelas agências multilaterais mais importantes – FMI e BIRD. Estas mudanças envolviam a adoção de uma ampla abertura comercial e financeira, além da redução da participação do Estado na atividade econômica.

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 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, haveria um efeito negativo sobre a balança comercial, decorrente da expansão das importações. Contudo, a abertura servia para estimular o ingresso de empresas estrangeiras (IDE), que entrariam no mercado brasileiro com um viés exportador, revertendo posteriormente o movimento (inicialmente deficitário) da balança comercial.

O Déficit em Conta Corrente, 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, as exportações voltariam a crescer e seria possível manter a estabilidade macroeconômica, reduzindo-se a vulnerabilidade externa e conseguindo uma trajetória de crescimento de longo prazo.

O déficit comercial era considerado transitório e não deveria ser tratado com receio, na medida em que não se via dificuldades de ingresso positivo de recursos via

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, o argumento era o de que, uma vez controlados esses agregados, os mercados naturalmente gerariam os recursos suficientes ao crescimento. Portanto, a abertura 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. Muito ao contrário, o crescimento da necessidade de recursos ingressando via conta capital não é visto como problemático. 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 FHC 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 deve ser circunscrita à análise da 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. 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.

Se estamos corretos nesta avaliação a respeito da amplitude da ação de redirecionamento do desenvolvimento brasileiro realizado pelo Governo FHC, uma apreciação do ajuste econômico deve apresentar um alcance semelhante, compreendendo tanto o desenho institucional e produtivo internos quanto as relações comerciais e financeiras internacionais estabelecidas nos anos 1990.

Ao analisar concretamente o caso brasileiro, queremos mostrar que o sucesso do plano de estabilização e a adoção de um “novo estilo de desenvolvimento” estiveram intimamente ligados ao engendramento de uma armadilha macroeconômica, que tornou o país muito mais dependente de recursos externos e vulnerável a ataques especulativos. O relevante a realçar é que a nova configuração

da economia, uma vez consolidada, é de reversibilidade difícil, custosa e demorada, encurtando o espaço de gerenciamento interno.

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. O controle sobre o câmbio não se deu logo de início e a ampla liquidez internacional permitiu que os capitais entrassem rapidamente no país, gerando uma sobrevalorização do câmbio. Esta ajudou o início do processo de estabilização, na medida em que tornou os preços dos produtos importados relativamente mais baratos, o que ajudou na pressão pela queda dos preços internos (TAVARES, 1998). Após o primeiro momento de câmbio flexível e depois de instalada a sobrevalorização cambial, o câmbio passou a ser controlado, adotando-se o sistema de bandas cambiais com o intuito de manter a estabilidade na área cambial.

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 partir da adoção da política de abertura articulada a sobrevalorização cambial e juros altos vemos que o Balanço de Pagamentos nacional sofre impactos profundos. Alguns destes impactos foram os indicados pelos próprios propositores das referidas políticas. Verificamos uma reversão da Balança comercial: de superavitária passa a deficitária (Tabela 1). Paralelamente cresce também o déficit em Transações Correntes. Mais do que estes déficits em si, o que impressiona é a rapidez da reversão e a magnitude que estes déficits passam a atingir. O déficit em Transações Correntes pula de US\$ 592 milhões em 1993 para US\$ 17 bilhões em 1995, em apenas 2 anos. Do lado da Balança Comercial, o que se percebe é que as importações passam a crescer a taxas muito superiores às das taxas de importação, sendo que em 95 estas últimas superam as exportações. Este déficit, no entanto, não pode ser analisado separadamente.

Tabela 1 – Balanço de Pagamentos Sintético 1993/2000

em US\$

milhões

Discriminação	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Balança comercial	13.307	10.466	-3.352	-5.599	-6.748	-6.404	-1.260	-698
Transações Correntes	-592	-1.689	-17.972	-23.502	-30791	-33.445	-25.396	-24.595
Entrada Líq. Capitais	9.301	8.904	30.891	33.968	25.795	29.730	17.381	19.326
Variac. das Reservas *	8.709	7.215	12.919	8.666	-7.907	-7.970	-7.822	-2.262

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

A grande questão é que a abertura financeira facilita o ingresso de capitais em momentos de liquidez internacional e o volume dos capitais que ingressa se dá em níveis muito superiores aos que historicamente se observaram, gerando impactos sobre a conta Serviços, o que é um elemento a reforçar o déficit em Transações Correntes. A geração de recursos para cobrir os déficits em Transações Correntes foi feita pela conta capital. Como vimos, isto não era visto como empecilho. A abertura financeira aliada à adoção de altas taxas de juros garantiu, inicialmente, o ingresso de capitais voluntários para fechar o balanço de pagamentos.

Em 1995 a entrada líquida de capitais atinge níveis altíssimos. Em um ano pula do patamar de US\$ 8 bilhões de 1994 para o dos US\$ 30 bilhões (Tabela 1). 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 também um ingresso massivo de capital pela conta Investimentos de *portfólio* e *empréstimos* de prazos mais curtos. Esses ingressos de curto prazo contribuíram para o rápido crescimento das 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.

A entrada líquida de capitais atinge níveis altíssimos, considerando-se inclusive um expressivo ingresso de Investimentos diretos líquido (Tabela 3). Só que estes ingressos foram suficientes para aumentar as reservas apenas até 1996, conforme pode ser observado pela Tabela 1. Ocorre que o ingresso de capitais não é um fluxo unidirecional, pois gera impactos defasados sobre as contas externas, sobretudo remessa de juros da conta serviços, além do aprofundamento do déficit comercial. Neste último caso, o impacto negativo decorre de relações estruturais das empresas transnacionais, que estabelecem redes internacionais de suprimento de produtos, que provocam aumentos no coeficientes de importação setoriais.

Tabela 2 – Balanço de Pagamentos- Conta Serviços 1990/1997
em US\$

milhões

Discriminação	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
SERVIÇOS								

Serviços de Fatores	- 2.901	- 2.758	-2.123	- 3.831	- 4.222	- 6.192	- 7.841	- 2.799
Serv. Não Fatores	-12.468	-10.784	-9.216	-11.754	-10.521	-12.402	-13.866	-24.489
. Juros	- 1.592	- 8.262	-7.253	- 8.280	- 6.338	- 8.158	- 9.840	-16.899
. Lucros e div.	- 1.592	- 665	- 574	- 1.831	- 2.483	- 2.590	- 2.373	- 5.597
. Outros	- 1.128	- 1.498	-1.389	- 1.643	- 1.700	- 1.654	- 1.653	- 1.842

Fonte: Boletins do Banco Central –vários números . Estes dados posteriormente foram ajustados em 2.000

Tabela 3- Conta Capital e financeira - Investimento direto líquido
em US\$ milhões

Períodos	1.996	1.997	1.998	1.999	2.000
IDL	11.261	17.877	26.050	26.888	30.498

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

Na verdade, a necessidade de recursos para fechar o balanço de pagamentos passa a ser crescente. Além do déficit em Conta Corrente a contraface do crescimento exacerbado (sem controle) das reservas é o impacto sobre conta Serviços. O aumento correlato do patamar de recursos referente aos Serviços de Fatores a serem enviados para o exterior (especialmente juros) obviamente é descasado. Ele se faz sentir mais fortemente a partir de 1997, ano em que os valores saltam de US\$ 13 bilhões para US\$ 24 bilhões (Tabela 2). Ou seja: aumenta a dependência de recursos externos, sendo que os capitais que ingressam no país (sobretudo os de curto prazo) o fazem levando em conta os movimentos dos mercados financeiros internacionais que, não necessariamente levam em conta fatores objetivos.

Em mercados globalizados, desregulados, em que existem grandes diversidades de títulos de dívida, os capitais autônomos (especialmente os investidores institucionais) buscam flexibilizar as suas aplicações em diversos espaços, acompanhando 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. Estes ratings que acabam também por influir nas decisões de investimento direto, os ingressos mais estáveis de recursos. 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 apriori. 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”.

No que se refere às principais estatísticas consideradas, as variáveis que influem na avaliação objetiva dos spreads são: (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 (DELFIM NETO, 2000).

Um estudo recente da Goldman-Sachs (Global Economic Paper no 45 June 2000), utilizando estas variáveis em um modelo linear, conclui 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 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, o controle da dívida pública se dá sobre o mesmo viés de gastos primários historicamente utilizados pelos mercados financeiros. Assim, a redução dos gastos primários passa a ser considerada uma componente expectacional importante aos investidores.

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, 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.

De nossa parte, destacamos que a contra-face estrutural do modelo de abertura e de ingresso desregulado de capitais é justamente o aumento da dívida pública interna (BELLUZZO, 2001). Ela se expande em grande parte por conta do crescimento exacerbado das reservas e da necessidade da manutenção de juros altos para garantir o ingresso de capitais. São efeitos correlatos. O padrão de operação da política econômica traz consigo uma armadilha macroeconômica, que envolve a problematização 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. 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 estes argumentos.

2- Mecanismos da armadilha: os limites da atuação das autoridade monetária e dívida pública

2.1. Os limites de atuação da Autoridade Monetária e armadilha sobre os juros

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 é considerada, pelos defensores da agenda do "Consenso de Washington", uma vantagem relativa do desenho atual do capitalismo em relação ao desenho que prevalecera até o final dos anos 1960, porque permite que economias mais eficientes, sobretudo dentre as economias emergentes, atraiam recursos externos de forma permanente e virtuosa ao crescimento, complementando os recursos domésticos de maneira sinérgica.

No entanto, destacamos que a articulação entre os mercados financeiros domésticos e estrangeiros não se dá de forma complementar. A ampla 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 de maior risco 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 emergentes.

A partir da ampla 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 sua decisão de compra de títulos, irá comparar a rentabilidade dos títulos a venda com a rentabilidade (o custo de oportunidade) oferecida pelo título americano. Quanto mais instável for considerado o título que está sob análise, maior será a rentabilidade requerida acima do T-Bond. Esta diferença – entre o juro pago por um papel (com prazo de vencimento semelhante pelo tesouro dos EUA), e a rentabilidade paga pelo T Bond é conhecida como **risco-país**.

Na visão dos aplicadores, o risco-país reflete a possibilidade do país pagar as suas dívidas interna e, principalmente, a externa. 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. Registre-se que os aplicadores podem ingressar diretamente em países diversos e fazer aplicações em moeda nacional, ou podem também aplicar em títulos de empresas e governos lançados nos mercados financeiros internacionais em moeda forte (especialmente em dólar).

Dentre os títulos de outros países que os investidores internacionais podem aplicar, os Brady-Bonds são representativos da dívida externa antiga, securitizada, dos países emergentes. 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 é o que se convencionou chamar de **risco-brasil**. Este decorre da avaliação da capacidade do país de servir suas obrigações externas. Pode ser medido pelo *spread* acima dos Treasury Bonds americanos, em relação ao equivalente título brasileiro transacionado em dólar - os C-Bonds.

Desta forma, quando há forte desconfiança sobre o país, os detentores destes títulos querem vendê-los, provocando uma corrida contra os mesmos e assim determinando uma redução do seu preço. Entretanto, nestas ocasiões eles só são comprados com uma sobre-rentabilidade, ou seja, a preços muito mais baixos.

Por indicar o grau de confiança, o **risco-brasil** é um termômetro para o ingresso de capitais no país. Note-se que este risco está relacionado à rentabilidade de um título brasileiro denominado em dólar. Para um investidor estrangeiro ingressar diretamente no país e comprar um ativo em moeda nacional ele exige mais do que isto. 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. 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.

Com a integração dos mercados financeiros, os capitais podem entrar e sair rapidamente do 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. Isto afeta diretamente a colocação de títulos públicos no mercado. Em situação de ampla abertura, inclusive os aplicadores nacionais podem fazer arbitragens e vão comparar a rentabilidade dos títulos internos, com a dos títulos em dólar. Ficarão com títulos públicos denominados em moeda nacional (títulos da dívida interna) apenas se a remuneração dos mesmos for mais alta do que a de aplicações alternativas em títulos denominados em moeda forte.

Todos esses aspectos considerados até aqui têm efeitos essenciais para a definição e condução das políticas monetárias, sobretudo dos países emergentes. A busca de atração dos capitais envolve o alinhamento das taxas de juros praticadas pelos títulos públicos, com a remuneração dos títulos da dívida externa cotados no mercado internacional.

A remuneração requerida "pelo mercado", conforme já mencionamos, envolve a comparação dos títulos da dívida externa brasileira (especialmente os C-Bonds) com os Treasury Bonds norte-americanos. Para atrair os capitais em busca de aplicações em títulos 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. Como se sabe, este risco cresce com a percepção de um aumento na probabilidade de uma desvalorização e produz o crescimento da demanda por *hedge* cambial. É através do movimento do mercado futuro que se apreende os movimentos expectacionais.

Caso as autoridades monetárias não levem em conta a magnitude do risco Brasil e do Risco de Câmbio para definir os patamares dos juros internos, terão maior dificuldade de atrair grandes volumes de recursos de curto prazo, especialmente em momentos de crise. Os investidores (mesmo os nacionais) preferirão não correr o risco de aplicar seu capital em títulos denominados em uma moeda “fraca”. Em condições de ampla abertura financeira, mesmo os capitais nacionais preferirão sair do país e aplicar seus recursos em títulos da dívida externa denominados em dólar a títulos denominados em moeda nacional.

Se a remuneração dos títulos públicos não se equalizar com as indicações do mercado em momentos de crise, os movimentos de arbitragem de juros acentuam a fuga de capitais para as aplicações em bônus (*Bradies*), que não têm o risco de câmbio. A partir daí, o Governo passa a ter dificuldade em rolar a sua dívida mobiliária e ocorre uma forte saída de dólares da economia, o que dificulta o financiamento do déficit externo do país, podendo inclusive induzir e/ou reforçar um ataque contra a moeda nacional.

A lógica da equalização das remunerações é 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 num nível que fique próximo ao apresentado pela remuneração dos *Bradies* do país, descontada a variação cambial esperada. O que o investidor realmente considera é o que se convencionou chamar de **cupom cambial**, que consiste basicamente na taxa requerida pelo mercado para ingressar no país (I) fixando-a como a relação entre a taxa básica da economia (constituída pelos depósitos interbancários DI) e a taxa de desvalorização do dólar (DOL): $I = DI/DOL$

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 passada. 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 situações

de abertura financeira e manutenção de câmbio controlado, quando o **risco-brasil** se eleva o **cupom cambial** se eleva, e o Banco Central tem que aumentar os juros para evitar uma fuga de capitais, sendo que a magnitude deste aumento deve compensar também o crescimento do risco de câmbio.

Por outro lado, nesta situação, as taxas de juros só podem declinar nos seguintes casos: i) se declinar o **risco-brasil**, o que depende em parte das expectativas dos mercados financeiros internacionais; ou ii) caso se reduzam as projeções das desvalorizações no mercado futuro de câmbio.

O que indicamos nesta seção é que a dependência de capital externo, em condições de abertura financeira e desregulamentação, impõe um mecanismo muito particular de determinação dos juros internos. As atuações das Autoridades monetárias ficam constrangidas a estes determinantes, especialmente se a necessidade de ingresso de capitais é muito grande para fechar o balanço de pagamentos. Ou seja, quanto maior a dependência de recursos externos, maior a perda de graus de manobra por parte das Autoridades monetárias no ajuste dos juros internos. 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. Neste caso, o ingresso de capitais fica na estreita dependência de avaliações subjetivas e de variações de índices econômicos de curtíssimo prazo.

Esta condição se torna ainda mais aguda para o Brasil quando se observa que os C-Bonds são um dos títulos da dívida dos países emergentes mais líquidos no mercado internacional, sendo a volatilidade no preço deste título sempre maior do que a de outros títulos semelhantes: ele é o primeiro papel a ser vendido pelos aplicadores estrangeiros quando ocorrem crises em países emergentes. Um dos motivos é que o Brasil talvez seja o único país cujos títulos públicos emitidos no exterior quase não são negociados por agentes brasileiros ou residentes no país, mas preponderantemente por corretores de Wall Street. Como estes títulos são fáceis de ser negociados, ou têm maior liquidez relativa, sua cotação em bolsa oscila mais que outros papéis.

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. Como esta variabilidade é muito grande, muitas vezes o excesso de vendas ou compras distorce o preço real do papel,

afetando o nível dos juros para a tomada de recursos – externos e internos –, pois, como vimos, o risco expresso pelo título serve de parâmetro para as taxas de juros cobradas pelos empréstimos, de forma que a curva dos juros da dívida brasileira acaba adulterada.

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. A política de câmbio e juros fica então na estreita dependência dessas demandas, que se tornam mais intensas à medida que os déficits em transações correntes vão ficando mais amplos e permanentes.

Se o câmbio está controlado por normas legais, como foi o caso do Brasil até 1999, o movimento de busca de proteção da parte dos investidores tem efeito direto sobre os juros. Foi o que ocorreu nas crises da Ásia e da Rússia. Nestas ocasiões, os juros precisaram subir desmesuradamente para compensar o efeito conjunto do crescimento do **risco-brasil** e do **risco de câmbio**.

Em momentos de crises, os investidores tornam-se mais sensíveis a mudanças de parâmetros, criando um ambiente favorável para as expectativas negativas, que se generalizam, atingindo rapidamente os mercados dos países emergentes. Os capitais voláteis (principalmente aplicações de portfólio e créditos de curto prazo) retiram-se rapidamente do país. Apresenta-se aí a possibilidade de arbitragens, pois os especuladores (inclusive capitais genuinamente nacionais) saem do país com o intuito de comprar, para o caso brasileiro, os C-Bonds, em momento de baixa de preço, para depois revendê-lo na alta.

Outra possibilidade de arbitragem que se verifica nestas situações é a saída de dólares para recomprar dívidas próprias (empresas) lançadas nos mercados internacionais. Isto se torna possível porque os títulos representativos destas dívidas também apresentam queda de preço. Ou seja, as próprias empresas recompram seus papéis de dívida a preços mais baixos. Há um impacto rápido e de grande magnitude sobre as reservas. Isto pode ser visualizado pelos dados brasileiros relativos às reservas internacionais apresentados na Tabela 4. As reservas caem de forma abrupta nos momentos de crise. Passam de US\$ 63 bilhões em agosto de 1997, para US\$ 53 bilhões em outubro do mesmo ano. Apesar do retorno dos capitais em 1998 o que se verifica é que este se deu em piores condições (acentua-se o ingresso de capitais de curto prazo) e as reservas voltam a cair por conta da crise da Rússia. Elas saem do patamar de US\$ 67 bilhões, em agosto de 98 para o de 45 bilhões no mês seguinte.

Tabela 4 - Reservas Internacionais no Banco Central do Brasil

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

O crescimento do **risco-país** que provocou estas fugas de capitais 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. Logo antes deste momento e após a crise mexicana, o diferencial da remuneração exigida entre C-Bond e o título do Tesouro americano caiu, fazendo com que o preço do título brasileiro fosse vendido mais próximo de seu valor de face (US\$ 1,00). Porém, em função da crise asiática, este movimento sofreu uma inflexão e o preço do C-Bond voltou a cair. Em julho de 1997 eram vendidos por 84% de seu valor de face e em outubro passam a ser vendidos por 67% de seu valor (Tabela 5). Tendo em vista a saída de recursos que a arbitragem dos aplicadores provoca, há também uma pressão sobre o câmbio, elevando o **cupom cambial** (Gráfico 1).

Na crise da Ásia, o aumento dos juros internos no Brasil requerido para remunerar o cupom foi da ordem de 40% , sendo que este movimento ocorreu também durante a crise da Rússia (Tabela 6). O Comitê de política monetária submeteu-se a esses requerimentos e ajustou o nível dos juros, movimento seguido pela taxa Selic (Tabela 7). Deve-se destacar ainda que, nos momentos de crise, além da alta dos juros o Banco Central vende pesadamente reservas, atuando nos mercados futuros; assim como o Tesouro Brasileiro lança títulos de dívida indexados ao dólar para conter a alta das cotações desta moeda, o que evidencia os altos custos envolvidos na manutenção da política cambial. Isto significa que uma protelação da desmontagem de um câmbio valorizado tem conseqüências muito claras para o desempenho dos agregados macroeconômicos.

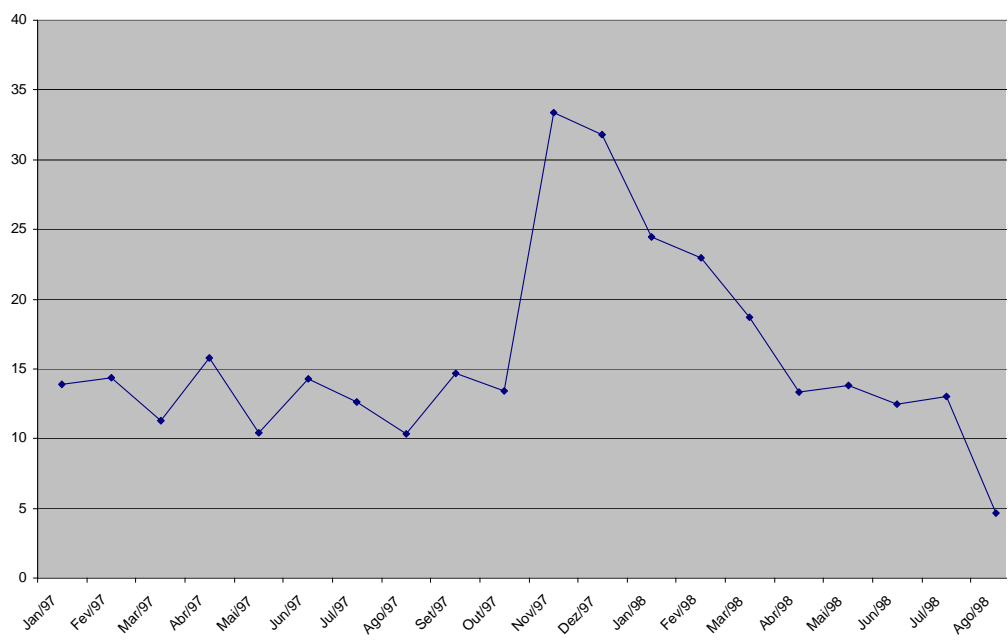
Tabela 5 -Preço dos C-Bonds em 1997 e 1998

US\$100 – valor de face

Data	Valor de venda	Data	Valor de venda
31/JUL 97	84,3228	30/JUN 98	73,6094
29/AGO 97	81,4221	31/JUL 98	76,3750
30/SET 97	85,0781	31/AGO 98	52,2917
31/OUT 97	67,2708	30/SET 98	60,4792

Fonte: Andima-Sinopse

GRÁFICO I- CUPOM CAMBIAL



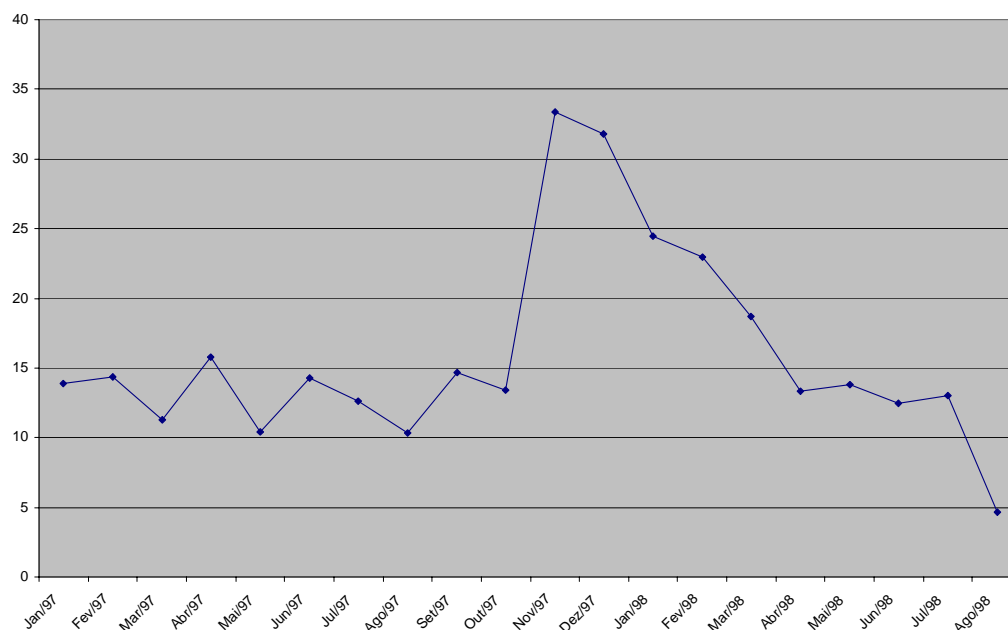


Tabela 6- Cupom Cambial (% aa)

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

Fonte: Boletim do Banco Central

Tabela 7- Juros básicos – Taxa Selic

Nov 97 (crise Ásia)	45,84	Jan 99 (flut. Dólar)	31,22
Dez 97	42,04	Dez 99	18,99
Out 98(Crise Russa)	41,58	dez 2000	16,19
Dez 98	31,24	mar 2001	15,39

Fonte: Boletim do Banco Central – vários números

Apesar do crescimento dos juros que se efetivou também com a crise da Rússia, na tentativa de remunerar o **cupom cambial** requerido, verificou-se forte saída de recursos, com pesadas perdas de reservas. No início do ano de 1999, após a troca do presidente e 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. Apesar da intervenção, o dólar

disparou e as taxas de juros continuaram altas.

2.2- Contra-faces da abertura financeira: juros altos e expansão da dívida pública

A dívida interna brasileira apresentou um crescimento vertiginoso desde a implantação do Plano Real. A dívida mobiliária federal subiu de R\$ 70 bilhões para R\$ 580 bilhões em junho de 2001, alavancada por fatores de expansão próprios ao mercado financeiro, já que as contas correntes do Tesouro Brasileiro apresentaram superávits em todo o período, especialmente após 1999, quando o Governo Federal empreendeu um forte esforço de contenção de gastos (Tabela 8).

Tabela 8- Déficit primário/PIB E juros reais-PIB

Ano	Déficit	Juros
1992	-2,2	4,4
1993	-2,6	2,4
1994	-5,3	3,9
1995	-0,4	5,1
1996	0,1	3,7
1997	0,9	3,4
1998	0,0	7,4
1999	-3,2	6,7
2000	-3,5	4,7

Fonte: Boletins do Banco Central. (+) déficit (-) superávit.

O crescimento da dívida mobiliária brasileira esteve articulado à política que inter-relacionou a 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 inter-relação câmbio-juros-abertura financeira trouxe 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.

Este não é um movimento novo, na medida que um crescimento das reservas já havia se verificado na década de 1970, causando também expansão das dívidas externa e interna (Davidoff Cruz, 1984). A novidade desta nova fase consiste : i) na magnitude do montante, que é muito maior e, ii) na forma do ingresso, que se faz em grande parte pela via das rubricas *portfólio*, empréstimos via lançamento de títulos no exterior e empréstimos de curto prazo, elementos muito mais instáveis do que os anteriores.

A exigência de gerenciamento da liquidez que o ingresso líquido de recursos externos provoca é elevada, repercutindo num rápido aumento do déficit operacional e comprometendo paulatinamente um dos indicadores básicos utilizados pelas agências internacionais: a relação dívida pública interna / PIB e sobretudo a relação dívida líquida do Setor Público/ PIB (que agrega a dívida interna e a dívida externa).

Tabela 9 - 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
Mai 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

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 do juro estabelecido pelo mercado financeiro. Estas determinações consistem no **segundo elemento**, que explicam a forte expansão da dívida no período analisado. Se tomarmos os dois elementos conjuntamente, podemos considera-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 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. Aparentemente, era o que estava

ocorrendo na economia brasileira até a crise da Ásia, período em que dominaram os títulos pré-fixados sobre o total da dívida mobiliária (Tabela 9). 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, 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?

Na verdade, o colchão amortecedor, que assume para si o ônus das possíveis perdas e dos desajustes cumulativos é o Estado. A estabilização efetiva, contrariamente, envolveria a possibilidade efetiva de queda de juros e a adoção de contratos pré-fixados, inclusive com prazos mais longos. No entanto, pela forma do ajuste estabilizador; pela “nova forma” de inserção das economias periféricas na divisão internacional do trabalho, acentua-se a percepção dos mercados de que a fragilidade financeira brasileira externa e interna é de natureza estrutural (BELLUZZO, 2001).

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 pago pela dívida do Governo Federal sobe rapidamente, e mais fortemente após os momentos de crise (da Ásia, da Rússia, da desvalorização cambial, da Bolsa Nasdaq, da crise Argentina).

Tabela 10 - Juros da dívida do governo Federal

Em R\$ bilhões

Ano	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001*
Despesa	19,5	23,6	20,6	54,7	102,2	57,4	70,0

Fonte: Banco Central do Brasil-

Tabela 11 Dívida líquida do Setor Público

Ano	% do PIB
1995	30,4%
1998	43,3%
1999	49%
2000	49,3%
2001*	49%**

Fonte: Banco Central do Brasil * Meta do FMI para este ano

Apesar do crescimento dos juros que se efetivou nas crises da Rússia e da Ásia, verificou-se forte saída de recursos, que se consubstanciou em pesadas perdas de reservas. Em 1999, ocorreu a maior despesa com juros desde a implantação do Governo de Fernando Henrique Cardoso, por conta da desvalorização do Real. O aumento das despesas está ligado à elevação da taxa básica de juros do Banco Central e, principalmente, à desvalorização cambial. 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.

Considerações finais – a dificuldade de reversão dos passivos assumidos

Uma vez que a situação de alto endividamento externo e interno se instala em uma economia, a reversão é difícil e custosa. Depois que este desajuste já se instalou, 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 no câmbio, conforme aconteceu no Brasil, gera um custo altíssimo para a reversibilidade da trajetória adotada, que se expressa na magnitude das dívidas externa e interna.

A demora em responder à instabilidade externa com mudanças na operacionalidade de juros e câmbio no Brasil gerou um problema no balanço de pagamentos que se torna de certa forma estrutural e de difícil reversão. Mesmo após a desvalorização de câmbio, as exportações não apresentam um crescimento suficiente a suprir as necessidades de divisas, até quando apresentaram um recorde histórico (como no ano de 2000). A expansão das exportações encontra limites estruturais: 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 surgem no curto prazo. Por outro lado, a desvalorização 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 das *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 nos patamares requeridos para contrabalançar o déficit em Transações Correntes, 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 a crise 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”, sem considerar, inclusive alguns sucessos alcançados pelo país como por exemplo: a não explosão da inflação após a desvalorização, como a melhora da balança comercial, como a continuidade de

atração de investimentos diretos . Na visão das agências a análise do 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 ingresso 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. Conforme já citamos, o indicador mais usado para analisar a capacidade do país honrar seus compromissos é o da dívida líquida do Setor público/PIB. Na ótica do mercado, a dívida líquida (obrigações financeiras deduzidas dos créditos) é o indicador mais sensível ao risco de uma futura moratória. Como ela está em grande parte indexada ao dólar e à taxa de juros, indica-se um temor de que a dívida fuja ao controle. Gera-se um círculo vicioso: Cresce a necessidade de recursos para fechar o balanço de pagamento, não só por conta dos déficits da balança comercial, mas também tendo em vista a expansão da conta serviços. Qualquer movimento negativo dos mercados internacionais afeta os C-bonds e o Risco Brasil. Rapidamente, este movimento gera expectativas negativas de desvalorização cambial e afeta-se o câmbio.

Para conter a saída de recursos, o Governo age via lançamento de mais títulos cambiais para garantir o *hedge*. As agências de rating consideram que o país está sob suspeita e consideram que aumentou o Risco Brasil, afetando o ingresso de recursos, os juros e o câmbio, elementos que afetam a dívida interna e assim sucessivamente.

Cada vez que se adia mais a reversibilidade da estratégia do ajuste via irrestrita abertura comercial e financeira os custos vão ficando maiores. Até hoje 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. Não se aproveitaram os momentos de relativa tranquilidade financeira para implementar essas reformas.

Na medida em que estas reformas não se efetivam, resta a adequação às demandas dos capitais internacionais. O governo vem economizando receitas de

impostos para pagar juros. Foram economizados R\$ 52 bilhões entre 98 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 cortar despesas que podem sacrificar programas importantes do governo federal? Isto na verdade 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 economia de receitas de impostos para pagar juros, que tem imposto perdas sociais profundas não tem sido suficiente sequer para preservar a escalada da dívida.

Referências Bibliográficas

- ALMEIDA FILHO N. & CORRÊA, V. P.(2.000). “Transição brasileira: a configuração exemplar da nova forma de dependência dos países em desenvolvimento”, **Economia Textos-IE/UFU**, nr 03
- ARRIGHI, (1995). A desigualdade mundial na distribuição de renda e o futuro do socialismo. In: E.SADER, Org. **O mundo depois da queda**. Rio de Janeiro, Paz e Terra.
- BATISTA jr. P. N. (2.001). Coluna Jornal Valor Econômico, 26-07-2001
- BELLUZZO, L. G. (2.001). “Irresponsabilidade fiscal” in Jornal Valor Econômico, 21/jun, ppA-11
- DAVIDOFF CRUZ, P. (1.984). **Dívida externa e a política brasileira**. São Paulo, ed. Brasiliense.
- FIORI, (1997). **Estados e Moedas no Desenvolvimento das Nações**. Petrópolis, Vozes
- FRANCO, G. H. B. (1.995). “ A inserção externa e o desenvolvimento”. Banco Central, *mimeo*

- GIAMBIAGI F. (1997). “Crise fiscal recente”. **Revista de Economia Política**, vol 17, nr 01, janeiro/março.
- GOLDMAN-SACHS (2.000). Global Economic Paper no 45, june
- OBSTFELD, M. & ROGOFF, K. (1.995). “Thread Mirage of fixed Exchange Rates”. **Journal of Economic Perspective**, vol 09, nr 04
- OBSTFELD, M. (1985). “Floating Exchange Rate: Experience and Prospect”, **Brookings papers on economics activity**, nr 02
- TAVARES, M. C. (1.998). “A economia política do Real”. *mimeo*
- TAVARES, M. C. (2.001). “A crise mundial e o Brasil” in Jornal Folha de São Paulo, 07/out.