

ENDIVIDAMENTO E NECESSIDADE DE FINANCIAMENTO DO SETOR PÚBLICO NO BRASIL (1995-2010)

Giuliano Contento de Oliveira¹

Daniel Arias Vazquez²

Resumo:

Este artigo analisa o endividamento e a necessidade de financiamento do setor público brasileiro nos governos FHC e Lula, abrangendo quatro mandatos presidenciais nos quais os fundamentos da abertura econômica e, a partir de 1999, o regime de política macroeconômica, foram preservados. Não obstante essa manutenção, verificou-se uma importante reversão da trajetória da relação dívida líquida do setor público / PIB a partir de 2003/2004. Sustenta-se, pois, que o aumento dos fluxos internacionais de capital para o Brasil e a expressiva elevação dos preços das *commodities* a partir de 2003 foram fundamentais para a redução da razão DLSP/PIB.

Palavras-chave: Contas Públicas, Dívida líquida do Setor Público; Necessidade de Financiamento do Setor Público, Liquidez Internacional, Brasil.

Abstract:

The paper analyzes the public sector net debt and public sector borrowing requirements in Brazil in the FHC and Lula governments, involving four presidential mandates when the fundamentals of economic openness and, since 1999 the macroeconomic policy regime were maintained. Despite of this maintenance, was observed an important inversion in the tendency of the relationship between public sector net debt and GDP since 2003/2004. We argue that the rise of the international capital flows to Brazil and the spectacular increase of the commodities prices since 2003 were both very important to reduce the relationship between public sector net debt and GDP.

Key-words: Public accounts, public sector net debt, public sector borrowing requirements, International Liquidity, Brazil.

Submetido ao XVII Encontro Nacional de Economia Política

Sessões Ordinárias

Área - 2. História Econômica e Economia Brasileira

Subárea - 2.3 - Economia Brasileira Contemporânea

¹ Professor de economia do Instituto de Economia da Unicamp. Contato: giuliano@eco.unicamp.br

² Doutor em Desenvolvimento Econômico pelo Instituto de Economia da Unicamp. É professor da Universidade Federal de São Paulo - Unifesp. Contato: dvazquez@unifesp.br

Introdução

A partir de 1999, no contexto do abandono da âncora cambial e da assunção do sistema de metas para a inflação e do regime de câmbio flutuante, passou a prevalecer na economia brasileira uma deliberada política de geração de superávits fiscais primários. Entre 1999 e 2002, contudo, essa política foi suficiente apenas para conter uma aceleração ainda maior da relação DLSP/PIB, que encerrou 2002 em 60,4% do PIB, depois de ter atingindo 62,9% do PIB em setembro daquele ano³. E embora entre 2004 e 2005 a relação superávit primário/PIB tenha registrado um aumento em relação aos anos imediatamente anteriores, tal elevação representou apenas uma parte da explicação da redução da razão DLSP/PIB. Inclusive, mesmo depois da diminuição do superávit primário em relação ao PIB, a partir de 2006, vis-à-vis 2004/2005, a razão DLSP/PIB permaneceu em sua trajetória declinante até 2009.

Nesse sentido, este artigo tem o objetivo de discutir as finanças públicas no Brasil depois do Plano Real, particularmente no que diz respeito ao comportamento da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) e da Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP). Sustenta-se a importância da expansão da liquidez internacional e do aumento dos preços das *commodities* para a inversão da trajetória DLSP/PIB a partir de 2003. Nesse sentido, evidencia-se que a redução da razão indicada tem se mostrado altamente dependente de um cenário externo benigno em termos de liquidez e de valorização dos preços das *commodities*.

O período analisado abrange os dois governos de Fernando Henrique Cardoso (FHC, PSDB, 1995-1998, 1999-2002) e de Luis Inácio Lula da Silva (Lula, PT, 2003-2006; 2007-2010), sendo que cada governo coincide com fases distintas do ciclo de liquidez internacional, bem como da trajetória de preços das *commodities*, medida pelo Commodity Price Index (CPI). Não menos importante, deve-se destacar que a escolha do indicador DLSP/PIB decorreu da sua importância crescente para avaliar a solvência do setor público, bem como da sua centralidade para a tomada de decisão dos investidores globais.

Nessa perspectiva, optou-se por dividir a análise em duas seções, além desta introdução e da conclusão. A primeira aborda o padrão de inserção do Brasil na economia global. Vale registrar que mesmo considerando as restrições próprias de países periféricos, é possível verificar diferentes formas de inserção (mais ou menos soberanas), além de diferentes graus de dependência dessas economias em relação aos mercados internacionais. A segunda seção, por sua vez, discute o papel desempenhado pela expansão da liquidez global e pelo aumento excepcional dos preços das *commodities* na redução substancial da DLSP/PIB observada nos últimos anos.

³ Com base nos dados da atual série da DLSP/PIB, que considera o setor público consolidado e o PIB em valores correntes. Maiores detalhes serão apresentados na seção 2.1.

1. A inserção da economia brasileira na globalização

A agenda neoliberal iniciou-se no final dos anos 70 e estabeleceu uma nova ordem internacional que buscava permitir a livre mobilidade de capitais, sob a égide da globalização financeira e da exposição das economias nacionais à concorrência externa, por meio da abertura comercial e financeira, partindo do pressuposto de que a abertura econômica iria, por si mesma, aumentar a competitividade da indústria nacional.

De acordo com essa perspectiva, os processos de liberalização e desregulamentação dos sistemas financeiros nacionais permitiriam: i) reduzir os riscos envolvidos nas decisões econômicas, ante a possibilidade de maior diversificação das carteiras de ativos; ii) financiar os desajustes do balanço de pagamentos de forma intertemporal, ou seja, viabilizar o acesso à “poupança externa”; e iii) disciplinar a política econômica, uma vez que políticas inadequadas podem gerar fuga de capitais e elevação das taxas de juros (OBSTFELD e TAYLOR, 2004).

Na perspectiva ortodoxa-liberal, o livre mercado e as políticas de ajuste convencionais são suficientes para garantir o desenvolvimento, de modo que as economias periféricas deveriam realizar os processos de abertura financeira e comercial em busca de maior eficiência, que seria resultante do aumento da concorrência. Esse novo arranjo, contudo, implicou importantes efeitos deletérios sobre as economias nacionais, sobretudo nas economias de moedas inconvertíveis, particularmente no âmbito da esfera da política econômica.

Isso porque a inconvertibilidade da moeda constitui um dos principais problemas dos países periféricos frente à economia globalizada⁴ (CARNEIRO, 2006). Dessa maneira, esses países não possuem capacidade de emitir obrigações e de se endividar no exterior em sua própria moeda. Essa restrição, em um ambiente de liberalização dos fluxos de capitais, concorre no sentido de provocar desequilíbrios patrimoniais decorrentes das flutuações nas taxas de câmbio, ampliando a vulnerabilidade externa dessas economias. Ademais, outras consequências dessa condição são as elevadas taxas de juros, a falta de mecanismos de financiamento de longo prazo e as incertezas no valor do câmbio futuro, dada a instabilidade cambial e monetária. Nesse contexto, diminui-se radicalmente a soberania no manejo das políticas monetária e cambial, bem como da política fiscal, cada vez mais subjugada à necessidade de intermitente ajuste fiscal, notadamente no caso das economias periféricas, cujas moedas são inconvertíveis internacionalmente.

Pode-se admitir, ademais, que as políticas internas possam atenuar os efeitos da inconvertibilidade ou agravá-los, bem como afirmar, ainda, que a estratégia macroeconômica acha-se diretamente relacionada com o padrão de inserção internacional de uma economia.

⁴ Em suma, a moeda é inconvertível porque não tem aceitação no mercado internacional, dado que o sistema monetário internacional é hierarquizado e assimétrico.

A comparação da forma de inserção da maior parte das economias latino-americanas na economia mundial, entre as quais a economia brasileira, com o padrão de inserção internacional das economias asiáticas em desenvolvimento permite evidenciar a existência de dois padrões distintos de inserção e de política econômica, que podem ser explicados pela relação entre Estado e mercado estabelecida nos respectivos grupos de países.

Em relação aos padrões de inserção, Akyuz (2005) afirma que os países asiáticos mantiveram o controle sobre os fluxos de capitais e o gerenciamento da concorrência, através do controle do governo sobre as decisões de investimento e o direcionamento de crédito. Já o padrão latino-americano foi de corte liberal, pois seguiu os preceitos estabelecidos pelo Consenso de Washington, cujas diretrizes são o livre-mercado e a redução da intervenção estatal na economia. De um lado, houve um forte processo de abertura comercial e financeira, de outro foram reduzidas substancialmente as políticas discricionárias do Estado e os mecanismos de intervenção.

Essas diferentes formas de inserção inegavelmente contribuíram para as importantes diferenças de performance econômica entre os países asiáticos e latino-americanos nos últimos 20 anos, especialmente na comparação com o período pós-guerra (1950-1980), quando prevalecia o padrão regulado de Bretton Woods. De uma maneira geral, o crescimento global verificado no período pós-guerra não foi superado, cuja taxa média foi de 4,5% a.a., contra 3,1% a.a. no período 1980-2003 (MACEDO E SILVA, 2007). China e Índia tiveram crescimento superior aos anos pós-guerra, enquanto Coreia e Tailândia apresentaram níveis de crescimento semelhantes aos registrados no período anterior, todos eles com taxas médias em torno de 6% entre 1980-2003, com destaque à China, cujo crescimento anual médio girou em torno de 8% no período. Já os países latino-americanos registraram crescimento médio de 2% entre 1980-2003, contra uma taxa média de 5,3% entre 1950-1980 - no Brasil, esses números foram 6,8% e 2,0%, respectivamente.

Em termos de participação no PIB global, as economias latino-americanas perderam representatividade, enquanto os asiáticos ganharam, especialmente a partir dos anos 90. Enquanto as economias asiáticas convergiram em direção ao nível de renda per capita dos países centrais, o continente latino-americano apresentou uma tendência divergente (MACEDO E SILVA, 2007). O crescimento baixo e volátil dos países latino-americanos, entre eles o Brasil, deveu-se à forma de inserção na economia global e às políticas de corte liberal colocadas em prática nos anos 90 (CARNEIRO, 2007).

No caso asiático, a integração à economia global, por sua vez, ocorreu preponderantemente pela via do comércio exterior e do investimento externo direto (IDE), que constituiu um elemento dinâmico de crescimento. Nesses países, a taxa de câmbio permaneceu estável e, na maioria dos casos, depreciada, o que garantiu a competitividade das exportações no mercado global e a obtenção de superávits comerciais crescentes e duradouros. Além disso, mas não menos importante, essas

economias são altamente atrativas para o recebimento de investimentos produtivos, integrados às redes internacionais de produção, uma vez que a estabilidade cambial permite a execução de cálculos de mais longo-prazo. A acumulação de reservas evitou a apreciação da moeda local, em virtude da entrada de IDE e dos saldos comerciais altamente positivos. Outra medida de controle corresponde à regulação dos fluxos de capitais exercida pelos Estados Nacionais. Dessa forma, tanto a acumulação de reservas como o controle sobre os fluxos de capitais colaboraram para a redução dos problemas ligados à inconvertibilidade da moeda e permitiram maior autonomia à política macroeconômica doméstica (CARNEIRO, 2007, p.14-5).

Já no caso latino-americano, a forma de inserção na economia global privilegiou a abertura financeira, visando atrair os fluxos de capitais para cobrir os elevados déficits em conta corrente do balanço de pagamentos. Inicialmente, essas economias mantiveram o câmbio sobrevalorizado, o que mais tarde resultou em crises cambiais - no Brasil em 1999 e na Argentina em 2001. Após essas crises, o câmbio passou a flutuar, mostrando-se bastante instável. A predominância da entrada de investimentos de portfólio e IDE patrimonial é consequência direta dessa vulnerabilidade, pois a instabilidade cambial desestimula as decisões de investimento de prazos mais longos, cujos cálculos são feitos a preços da moeda referência do sistema. Deve-se salientar, ainda, que o regime cambial desses países era realizado, pelo menos até a primeira metade dos anos 2000, com um nível de reservas internacionais bastante reduzido, o que gerava três efeitos imediatos, a saber: i) explicitação dos problemas da inconvertibilidade; ii) ampliação da dependência das entradas de capitais financeiros; e iii) redução da autonomia sobre a política macroeconômica no plano doméstico (CARNEIRO, 2007, p.15-6).

No caso brasileiro, típico desse padrão de inserção na economia global, a abertura financeira serviu para atribuir viabilidade ao plano de estabilização monetária com âncora cambial. O ingresso de capital estrangeiro de curto prazo, ao mesmo tempo em que permitia o financiamento das contas externas, concorria para aumentar a vulnerabilidade externa da economia brasileira. Nos períodos de restrição da liquidez internacional, a aversão ao risco provocava fuga de capitais, resultando em elevação dos prêmios-risco (juros) e, não raro, em desvalorização cambial.

Com efeito, o financiamento do balanço de pagamentos brasileiro foi se tornando cada vez mais dependente do ingresso de capital externo (FARHI, 2006). No primeiro governo FHC, a economia brasileira apresentou uma situação de extrema vulnerabilidade externa, temporariamente sustentada pelo movimento de expansão da liquidez internacional verificada entre 1990-1996. A entrada de capital financeiro e do IDE resultante do processo de privatização compensava os elevados déficits comerciais. Além da venda das estatais, o capital internacional foi atraído pelas elevadas taxas de juros internas. No entanto, quando o ciclo de expansão da liquidez global foi interrompido, o real se desvalorizou e o câmbio passou a flutuar.

Depois da adoção do regime de câmbio flutuante, acentuou-se a instabilidade provocada pelas oscilações dos fluxos internacionais de capitais, cujo movimento se acha preponderantemente determinado por fatores externos às economias periféricas, como grau de aversão ao risco por parte dos investidores globais e taxas de juros nos países desenvolvidos. Tais oscilações causam variações significativas na relação entre a riqueza interna e externa, além de influenciar de maneira importante o manejo da política monetária, ante os efeitos das oscilações da taxa de câmbio sobre a inflação (*pass-through*).

Em uma economia aberta, a taxa de câmbio, além de ser determinada pela oferta e demanda de dívidas derivadas das exportações e importações, respectivamente, sofre forte influência dos fluxos de entrada e saída de capital estrangeiro. Sendo o sistema monetário internacional hierarquizado, os países periféricos se mostram mais suscetíveis aos ciclos de liquidez internacional. Tem-se, pois, que a volatilidade cambial das moedas inconversíveis no plano internacional constitui uma característica estrutural dessas economias.

Além do próprio câmbio, o patamar da taxa de juros também sofre influência dos fluxos internacionais de capital, pois o diferencial entre a taxa de juros interna e externa representa o prêmio aos riscos assumidos pelos investidores internacionais. Dessa forma, as economias abertas sem qualquer regulação sobre os fluxos de capitais tendem a perder, crescentemente, autonomia na determinação das taxas de câmbio e juros, as quais passam a ser determinadas, preponderantemente, por fatores externos (PLIHON, 2006). Em suma, no caso das economias periféricas, o regime de câmbio flutuante, em contexto de alta mobilidade de capitais, não garante a autonomia da política econômica, no plano mais geral, e da política monetária, no âmbito mais estrito.

Portanto, os preços-chave da economia são substancialmente influenciados pela forma de inserção na globalização, explicando boa parte dos rumos da política macroeconômica. Houve diferentes padrões de inserção das economias periféricas na economia global, sendo que a inserção brasileira ocorreu de forma passiva e subordinada, com ampla liberalização dos fluxos de capitais financeiros e, assim, com maior dependência dos ciclos internacionais de liquidez.

2. Finanças públicas no Brasil depois do Plano Real (1995-2010)

A discussão sobre a inserção da economia brasileira na globalização sugere que a política econômica, mesmo depois da adoção do regime de câmbio flutuante, mostrou-se fortemente constrangida pelos mercados financeiros internacionais. Pelo menos entre 1995 e meados da primeira metade dos anos 2000, a necessidade de financiamento externo para garantir o ajuste do balanço de pagamentos sem perda de reservas internacionais impôs um piso elevado para a taxa básica de juros e ensejou um regime de baixo crescimento econômico.

A seguir, discute-se o endividamento do setor público brasileiro depois do Plano Real, enfatizando-se o período mais recente, visto se tratar do momento em que houve a inversão da

trajetória de expansão da razão DLSP/PIB, mesmo em um contexto de continuidade, tanto do regime de política econômica, como da política de geração de superávits fiscais primários. Sustenta-se, pois, que o contexto internacional benigno ocupou papel central nesse processo, pois concorreu para: ampliar substancialmente as reservas internacionais e, assim, reduzir a dívida externa líquida; permitir a mudança do regime de crescimento econômico; e diminuir a taxa de juros interna. Isso significa que a compreensão da redução da razão DLSP/PIB a partir de 2003, bem como a sua sustentabilidade, exige considerar as interações entre o ambiente internacional, a política econômica e a dívida pública, a começar pelo fato óbvio de que a DLSP tem dois componentes, a saber, a dívida interna e a dívida externa, com o ingresso de capital estrangeiro e o aumento das reservas internacionais sendo capaz de influenciar ambos.

A entrada de capital estrangeiro nas economias periféricas geralmente ocasiona dinamização do crescimento econômico⁵, podendo, assim, contribuir para a redução da DLSP/PIB, tanto pelo aumento do denominador, como pela expansão da arrecadação fiscal e pelo subsequente aumento do superávit fiscal primário. A entrada de capital estrangeiro pode contribuir, ademais, tanto no sentido de reduzir a taxa de juros interna, como de apreciar a taxa de câmbio, o que se revela notadamente importante em países nos quais os títulos públicos se acham indexados a índices de preços, à taxa básica de juros (Selic) e à taxa de câmbio, influenciando substancialmente a necessidade de financiamento do setor público. Ademais, se o ingresso de capital permitir o acúmulo de reservas internacionais, a redução da DLSP/PIB pode ocorrer ainda mais rápida e substancialmente, haja vista a redução da dívida externa líquida do setor público (DELSP).

Mas a despeito da parcela externa da dívida líquida do setor público, deve-se salientar que o aumento das reservas internacionais, quando acompanhado de políticas de esterilização monetária, concorre para aumentar a dívida interna, podendo neutralizar parte ou a totalidade do efeito redutor sobre a DLSP decorrente da redução da dívida externa líquida. Além disso, porém não menos importante, nesse tipo de contexto a dívida interna pode aumentar em razão do aumento do déficit quase-fiscal, decorrente do diferencial entre a taxa de juros interna (que remunera os títulos públicos emitidos para enxugar a base monetária) e a taxa de juros externa (que remunera as reservas internacionais).

2.1 Indicadores fiscais analisados

Neste artigo, são analisados dois conjuntos de indicadores fiscais, a saber: dívida líquida do setor público (DLSP) e necessidade de financiamento do setor público (NFSP), ambas referentes ao setor público consolidado, vale dizer, às três esferas de governo (central, estados e municípios). Os dois indicadores foram analisados em percentual do PIB. Enquanto o primeiro diz respeito a uma variável de estoque, o segundo refere-se a um indicador de fluxo.

A Tabela 1 apresenta os indicadores de necessidade de financiamento acumulado nos últimos 12 meses e de endividamento do setor público brasileiro, final de período, ambos em percentagem do PIB.

Tabela 1: NFSP e DLSP no Brasil, % do PIB, 1995-2011

Período	SP consolidado com Eletro e Petro com PIB corrente			SP consolidado com PIB corrente			SP consolidado com PIB valorizado			SP consolidado com Petro e Eletro e PIB valorizado	SP consolidado com PIB valorizado	SP consolidado com PIB corrente
	Resultado nominal	Juros nominais	Resultado primário	Resultado nominal	Juros nominais	Resultado primário	Resultado nominal	Juros nominais	Resultado primário	Dívida Líquida do Setor Público		
1994	24,67	29,89	-5,21	-	-	-	-	-	-	30,05	-	-
1995	6,55	6,79	-0,24	-	-	-	-	-	-	27,98	-	-
1996	5,33	5,24	0,09	-	-	-	5,13	5,05	0,08	30,72	-	-
1997	5,50	4,61	0,88	-	-	-	5,33	4,47	0,86	31,83	-	-
1998	6,97	6,98	-0,01	-	-	-	6,89	6,90	-0,01	38,94	-	-
1999	5,28	8,20	-2,92	-	-	-	4,85	7,53	-2,68	44,53	-	-
2000	3,37	6,61	-3,24	-	-	-	3,22	6,30	-3,09	45,54	-	-
2001	3,29	6,66	-3,38	-	-	-	3,14	6,36	-3,22	48,44	49,65	52,02
2002	4,17	7,71	-3,55	4,45	7,66	-3,22	3,53	6,53	-3,00	50,47	51,11	60,38
2003	4,65	8,54	-3,89	5,24	8,51	-3,27	4,53	8,33	-3,79	52,35	53,44	54,83
2004	2,43	6,61	-4,18	2,90	6,62	-3,72	2,32	6,30	-3,98	47,00	48,26	50,61
2005	2,96	7,32	-4,35	3,58	7,36	-3,79	2,95	7,28	-4,33	46,47	48,21	48,44
2006	2,95	6,75	-3,80	3,63	6,83	-3,20	2,88	6,60	-3,72	44,03	46,20	47,27
2007	2,18	5,99	-3,82	2,80	6,11	-3,31	2,07	5,69	-3,62	41,03	43,22	45,53
2008	1,46	5,35	-3,89	2,04	5,46	-3,42	1,42	5,21	-3,79	34,32	37,48	38,53
2009	-	-	-	3,28	5,28	-2,00	-	-	-	-	42,01	42,07
2010	-	-	-	2,48	5,18	-2,70	-	-	-	-	-	39,15
2011	-	-	-	2,38	5,72	-3,34	-	-	-	-	-	36,60

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração dos autores. Nota: NFSP acumulado nos últimos 12 meses, fim de período. A posição de 2011, tanto de NFSP/PIB, como de DLSP/PIB, refere-se ao mês de novembro, último dado disponível quando da elaboração da tabela.

Os dados foram obtidos no site do BCB na internet, base de dados “séries temporais”, bem como na tabela especial “Necessidade de Financiamento do Setor Público” e na tabela especial “Fatores Condicionantes da DLSP”⁶. Ademais, cumpre registrar a inexistência de uma série histórica harmônica no interregno considerado, situação que justifica a apresentação das diferentes metodologias de cálculo na referida Tabela⁷.

⁵ Sobre a relação entre fluxo de capitais e crescimento econômico, ver Prates (2003).

⁶ O acesso aos dados da referida tabela especial foi necessário pelo fato de que, na data que os autores acessaram a plataforma séries temporais, os dados de NFSP do setor público consolidado com Petrobrás e Eletrobrás (códigos 17226, 17235 e 17244) estavam disponíveis apenas entre dezembro de 1991 e novembro de 2001. Como a série de NFSP do setor público consolidado tem início apenas novembro de 2002, o dado de final de período de 2001 não era passível de acesso na referida base. Na tabela especial NFSP, por sua vez, os dados de NFSP consolidado incluindo as duas empresas estatais mencionadas são disponibilizados até abril de 2009.

⁷ Nota metodológica: No caso dos dados de NFSP, entre 1995 e 2001 considera-se o setor público consolidado incluindo Petrobrás e Eletrobrás, com tais números sendo disponibilizados até abril de 2009. A partir de novembro de 2002, são disponibilizados os dados de NFSP, sem as duas gigantes estatais. Em ambas as séries de NFSP/PIB disponibilizadas pela base “séries temporais” do Banco Central do Brasil, considera-se o PIB acumulado nos últimos 12 meses em valores correntes. Contudo, na tabela especial “Fatores Condicionantes da DLSP”, são disponibilizados os dados de NFSP/PIB para o intervalo entre janeiro de 1996 e abril de 2009, mas agora tomando como referência o PIB acumulado nos últimos 12 meses valorizado pelo IGP-DI centrado (IGP-C). Já no caso da DLSP, entre janeiro de 1991 e novembro de 2001, a base “séries temporais” do BCB disponibiliza os dados de DLSP referentes ao setor público consolidado, incluindo Petrobrás e Eletrobrás, bem como o PIB acumulado dos últimos 12 meses valorizado pelo IGP-C do mês. Na tabela especial “Fatores Condicionantes da DLSP”, contudo, esses dados são disponibilizados até abril de 2009, permitindo completar a série de final de período até 2008. Já entre dezembro de 2001 e janeiro de 2010, a base “séries temporais” disponibiliza os dados de DLSP do setor público consolidado, sem Petrobrás e Eletrobrás e considerando o PIB valorizado pelo IGP-C. Finalmente, cumpre registrar que, a partir de dezembro de 2001, passou a ter início a série atual de DLSP/PIB, que considera o setor público consolidado (portanto, sem

Tal condição impõe ressalvas ao processo de análise desses indicadores ao longo do tempo, particularmente nos respectivos períodos de ruptura das séries indicadas. Salvo nas ocasiões em que se faz menção explícita, optou-se pelo critério de análise compatível com a disponibilidade dos dados, de um lado, e com os mandatos presidenciais, de sorte a permitir a análise por governo, de outro. Portanto: i) no caso dos dados de NFSP/PIB, considerou-se o setor público consolidado com Petrobrás e Eletrobrás até 2002 e, a partir de 2003, o setor público consolidado, sempre considerando o PIB acumulado nos últimos 12 meses em valores correntes; e ii) no caso do indicador DLSP/PIB, foi considerado o setor público consolidado com Petrobrás (Petro) e Eletrobrás (Eletro) e com PIB valorizado pelo IGP-C até 2002 e, a partir de 2003, o setor público consolidado com PIB acumulado em valores correntes.

A Tabela 2, por sua vez, apresenta os fatores condicionantes da DLSP, considerando o período 1996-2011. Na referida tabela especial “Fatores Condicionantes da DLSP”, disponível no sítio do BCB na internet, são disponibilizados os dados de fim de período entre 1996 e 2008, considerando o SP consolidado com Petrobrás e Eletrobrás, bem como tomando como referência o PIB acumulado nos últimos 12 meses valorizado pelo IGP-C. Entre 2002 e 2011, são disponibilizados os dados para o SP consolidado, tomando-se por base o PIB acumulado em valores correntes - o valor de 2011 refere-se ao mês de novembro. Os dados anteriores a 1996 não foram obtidos no sítio do BCB na internet, embora certamente sejam passíveis de acesso nas publicações impressas do Boletim do Banco Central do Brasil.

Tabela 2: Fatores condicionantes da DLSP, 1996-2011

Dívida e fatores condicionantes	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Dívida líquida total - saldo	30,7	31,8	38,9	44,5	45,5	48,4	50,5	54,8	50,6	48,4	47,3	45,5	38,5	42,1	39,1	36,6
Dívida líquida total, R\$ bi	269	308	386	517	563	661	881	932	983	1.040	1.120	1.212	1.168	1.363	1.476	1.508
Dívida líquida - var. ac. ano	2,7	1,1	7,1	5,6	1,0	2,9	2,0	-5,5	-4,2	-2,2	-1,2	-1,7	-7,0	3,5	-2,9	-2,5
Fatores condicionantes*	6,9	4,0	7,8	11,3	3,8	7,2	12,6	2,3	2,6	2,7	3,4	3,4	-1,4	6,0	3,0	0,8
NFSP	5,1	5,3	6,9	4,9	3,2	3,1	3,5	5,2	2,9	3,6	3,6	2,8	2,0	3,3	2,5	2,2
Primário	0,1	0,9	0,0	-2,7	-3,1	-3,2	-3,0	-3,3	-3,7	-3,8	-3,2	-3,3	-3,4	-2,0	-2,7	-3,1
Juros nominais	5,0	4,5	6,9	7,5	6,3	6,4	6,5	8,5	6,6	7,4	6,8	6,1	5,5	5,3	5,2	5,2
Ajuste cambial	0,2	0,4	0,7	6,0	1,5	2,3	8,4	-3,8	-0,9	-0,9	-0,3	0,8	-2,6	2,5	0,5	-1,1
Dívida mobiliária interna indexada ao câmbio	0,1	0,2	0,4	3,4	0,8	1,4	4,4	-1,3	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,1	-0,1	0,0	-0,1
Dívida externa - metodológico	0,1	0,3	0,3	2,5	0,7	0,9	4,0	-2,5	-0,7	-0,7	-0,2	0,9	-2,7	2,6	0,4	-1,1
Dívida externa - outros ajustes**	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,9	0,3	-0,1	0,1	-0,1	-0,9	0,3	0,0	-0,2
Reconhecimento de dívidas	1,7	0,0	1,5	1,2	0,7	1,9	0,8	0,0	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,0	0,1	-0,0
Privatizações	-0,1	-1,7	-1,3	-0,8	-1,6	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0
Taxa de crescimento econômico	2,2	3,4	0,0	0,3	4,3	1,3	2,7	1,2	5,7	3,2	4,0	6,1	5,2	-0,3	7,5	-
Efeito do crescimento do PIB sobre a dívida***	-4,2	-2,9	-0,7	-5,7	-2,8	-4,3	-10,6	-7,9	-6,8	-4,8	-4,5	-5,2	-5,6	-2,5	-5,9	-3,3

Fonte: Banco Central do Brasil. Nota: entre 1996 e 2002, NFSP do SP consolidado incluindo Petro e Eletro e PIB valorizado. A partir de 2003, NFSP do SP consolidado e PIB corrente.

Em vista disso, a menos quando da menção explícita, especificamente no caso da Tabela 2 optou-se pela análise dos dados do SP consolidado incluindo Petro e Eletro e PIB valorizado entre 1996 e 2002; e do SP consolidado e PIB corrente a partir de 2003.

2.2 A deterioração das contas públicas nos governos FHC (1995-2002)

O Plano Real estabeleceu o controle da inflação a partir da sobrevalorização cambial, da abertura econômica (comercial e financeira) e da prática de alta taxa de juro interna. A combinação destes três elementos concorreu no sentido de permitir o controle da inflação, mas gerou desequilíbrios macroeconômicos perversos, dentre os quais destacam-se o baixo crescimento econômico e a deterioração das contas públicas.

Dentro da estratégia de estabilização do Plano Real, a sobrevalorização cambial exigiu o financiamento externo para equilibrar o balanço de pagamentos e sustentar o nível de reservas internacionais, a fim de manter a paridade cambial desejada. De um lado, o real valorizado atacava a inflação de custos, tendo em vista a importância dos componentes importados na formação dos preços internos. De outro lado, o câmbio valorizado associado à abertura econômica expôs a economia nacional à concorrência dos produtos importados.

Conforme discutido na seção anterior, a inserção da economia brasileira no processo de globalização aprofundou-se ao longo da década de 1990, por meio da abertura comercial e financeira. A abertura comercial incentivou a entrada de produtos importados a preços baixos, graças à combinação entre taxa de câmbio valorizada e redução das barreiras para a importação. Já a abertura financeira, em contexto de alta taxa de juros doméstica, contribuiu decisivamente para viabilizar o financiamento dos déficits em transações correntes a partir da geração de superávits na conta financeira do balanço de pagamentos.

Assim, a alta taxa de juros prevalecente à época cumpria um duplo papel estratégico dentro da lógica do plano de estabilização monetária: de um lado, reprimia o crescimento ainda mais acelerado do consumo, resultante da estabilização monetária e da taxa de câmbio valorizada; de outro, atraía capital externo para financiar o déficit em conta corrente do balanço de pagamentos (OLIVEIRA, 2010a), o qual seria revertido apenas entre 2004 e 2007, no contexto de crescimento da economia mundial e *boom* dos preços das *commodities*.

A prática de taxas de juros reais elevadas, subproduto da própria lógica do plano de estabilização monetária com âncora cambial, provocou uma deterioração das contas públicas brasileiras em um curto espaço de tempo. Por isso, ao analisar as finanças públicas depois do Plano Real e estudar cada um dos principais fatores condicionantes do aumento do endividamento líquido do setor público, Carvalho (2000, p.231) conclui que “*os níveis muito altos das taxas de juros*

representam questão decisiva quando se analisam os números do déficit operacional e o aumento acelerado da dívida pública”⁸.

No início do Plano Real, a conjugação de fatores positivos no plano internacional permitiu a coexistência da âncora cambial e de déficit público primário e nominal, conforme mostra a Tabela 1, sem colocar em xeque a sustentabilidade das contas públicas (LOPREATO, 2006, p.189). Isto foi permitido pelo patamar relativamente baixo da dívida pública, o qual, apesar dos resultados negativos e da trajetória crescente, não representava uma ameaça às expectativas de ganho dos investidores estrangeiros, que continuaram aportando recursos e, com isso, financiando os déficits em conta corrente do BP e a âncora cambial.

Entre 1994 e 1996, a combinação entre crescimento econômico moderado e rápida elevação da carga tributária total concorreu para reduzir a DLSP/PIB, a despeito dos elevados déficits nominais (Tabela 1). Em 1993, a DLSP/PIB era 32,6%, caindo para 30% em 1994 e para 28% em 1995. Em 1996, com o arrefecimento do crescimento econômico e do aumento da carga tributária, o indicador inicia a sua trajetória de expansão que seria revertida apenas a partir de 2003/2004, a depender da metodologia considerada de cálculo dessa relação. O câmbio valorizado, ademais, continha artificialmente o tamanho da dívida denominada em dólar e indexada a essa moeda, tal como seria explicitado em 1999.

O processo de privatização não foi capaz de deter o crescimento da dívida líquida do setor público. A combinação de uma postura fiscal pouco austera com a expansão dos gastos com juros explica a trajetória crescente da dívida pública no primeiro governo FHC. A dívida interna líquida subiu substancialmente, aumentando em mais de 10 p.p. do PIB no período 1995-1998, devido, sobretudo, aos elevados níveis atingidos pela taxa básica de juros. Com efeito, no mesmo interregno, a DLSP saltou de 28% para 38,9% do PIB (Tabela 1).

Tem-se, pois, que a lógica do plano de estabilização monetária provocou efeitos devastadores não apenas sobre as contas externas, mas também sobre as finanças públicas brasileiras. Essa estratégia, apoiada na âncora cambial, tinha seu prazo de validade definido, a saber, até quando o ciclo de expansão da liquidez internacional dos anos 90 fosse revertido e, então, sucedido pelo ciclo de retração, entre 1997-2002 (BIANCARELI, 2007, p.29; OLIVEIRA, 2011). Isso porque os altos superávits da conta financeira do balanço de pagamentos, atraídos pelos elevados prêmios-risco (juros altos), cumpriam a função de financiar o déficit em conta corrente e manter o nível de reservas elevado e a taxa de câmbio no patamar desejado.

⁸ Essa deterioração das contas públicas, vale registrar, ocorreu a despeito do crescimento acelerado da carga tributária bruta, registrado já nos primeiros anos do Plano Real. Consulta à base de dados Ipeadata (<http://www.ipeadata.gov.br/>) mostra que a carga tributária total aumentou de 25,3% para 29,3% entre 1993 e 1998, tendo alcançado 31,1% em 1999.

Quando esse ciclo de liquidez se esvaziou, após as crises asiática (1997) e russa (1998), o governo brasileiro tentou seguir com o seu programa de abertura e estabilização. Para conter a fuga de capital, usou como instrumento a taxa de juros. Na Tabela 2, verifica-se uma necessidade crescente de financiamento do setor público, passando de 5,1% para 6,9% entre 1996 e 1998. O aumento da NFSP, conjugado ao reconhecimento de dívidas e ao ajuste cambial incidente sobre a dívida externa e a dívida interna indexada ao câmbio, superou em muito o efeito redutor das privatizações. Ademais, o efeito redutor resultante do crescimento do PIB foi se tornando cada vez menor, na medida em que a lógica do plano de estabilização impunha um regime de baixo crescimento econômico. Enquanto em 1996 o efeito PIB contrapesou grande parte da expansão da DLSP, em 1998 esse efeito foi muito reduzido (Tabela 2).

No primeiro mandato FHC, portanto, observou-se uma importante deterioração dos indicadores de endividamento do setor público consolidado. A âncora cambial impôs um tremendo ônus sobre as contas públicas, na medida em que ensejava a prática de taxas de juros reais elevados, bem como, depois do período imediatamente inicial, um regime de baixo crescimento econômico. Além disso, houve déficit primário em 1996 e 1997.

Nessa perspectiva, o segundo governo FHC teve início no contexto da crise que forçou o abandono da âncora cambial, determinada pela reversão do ciclo de liquidez internacional para a periferia, destacadamente para a economia brasileira. Com o câmbio flutuante, o valor da moeda local passou a ser determinado “[...] pelos mercados financeiros e pela correlação de forças existente entre estes e a autoridade monetária.” (FARHI, 2006, p.182). A taxa de câmbio continuou sendo uma variável crucial, pois, de um lado, uma descontrolada desvalorização cambial ameaçava a estabilidade dos preços, de outro, uma sobreapreciação da moeda local ameaçava o crescimento da economia e das exportações.

É importante ressaltar que o câmbio altera a relação entre preços (e a riqueza) internos e externos e que os investidores estrangeiros medem as expectativas de ganhos na moeda de reserva do sistema, considerando a hierarquia monetária internacional. Em um cenário de baixa liquidez global, ante o aumento do grau de aversão ao risco, os investidores internacionais passaram a exigir elevada remuneração e garantia de solvência da economia brasileira. Quanto à primeira, a taxa de juros interna precisou incorporar o risco de *default* e de perdas esperadas das alterações no câmbio, o que elevou o patamar dos juros. Já as garantias de solvência passaram a ser baseadas na nova âncora fiscal, que visou reduzir os efeitos das variações das taxas de câmbio e dos elevados juros sobre o grau de endividamento público. Para os agentes de mercado, incluindo as agências de *rating*, o nível de solvência do setor público passou a tomar como referência a relação DLSP/PIB. Com o objetivo de obter maior credibilidade junto ao mercado, a redução da relação dívida/ PIB foi colocada como prioridade pelo governo, juntamente com o cumprimento das metas para a inflação.

Esses objetivos se tornaram ainda mais prioritários na agenda governamental após o acordo com o FMI, realizado em 1999, que exigiu como contrapartida a obtenção de superávits primários capazes de cobrir a conta de juros e, com isso, buscar o equilíbrio do resultado nominal do setor público. Assim, pode-se afirmar que esse novo regime fiscal impôs a busca por superávits primários para reduzir os efeitos das taxas de juros sobre as contas públicas (VAZQUEZ et al., 2004).

O segundo governo FHC inaugurou, dessa forma, um novo regime de política macroeconômica, baseado no tripé câmbio flutuante - metas para a inflação - superávit fiscal primário. O BCB adotou a política monetária baseada no regime de metas de inflação, com a taxa de juros se tornando o elemento exclusivo para cumprir as metas estabelecidas. A política fiscal, por sua vez, passou a ter como objetivo principal o controle do crescimento da dívida pública, evitando que alterações na expectativa dos agentes em relação à situação fiscal pudessem provocar turbulências no mercado de câmbio e gerar surtos inflacionários decorrentes do mecanismo de transmissão das desvalorizações cambiais aos preços. Todo esse arranjo voltava-se, pois, ao controle da inflação e da razão DLSP/PIB, de sorte a evitar a perda de credibilidade junto aos mercados (LOPREATO, 2006; CASTRO et al., 2008).

O resultado das contas públicas converteu a política fiscal em uma variável de ajuste, sendo sua determinação decorrente dos movimentos do câmbio, da inflação e dos juros, além do nível de atividade econômica (BIASOTO JR, 2004, p.10). A indexação dos títulos públicos às taxas de juros, ao câmbio e à inflação faz com que flutuações nessas variáveis afetem diretamente o endividamento público⁹. Além de ensejar a realização de uma gestão fiscal pró-cíclica, na medida em que um aumento da taxa de juros ou uma desvalorização cambial eleva o gasto público e dificulta uma gestão fiscal contra-cíclica, tal como mostrado por Oliveira e Carvalho (2010), esse sistema de indexação circunscreve a política fiscal ao papel de atenuar os efeitos das oscilações dessas variáveis sobre as contas públicas.

Todavia, a análise das contas públicas ao longo do segundo governo FHC mostra que o objetivo da âncora fiscal não fora alcançado. No período 1999 a 2002, os resultados primários foram crescentes e positivos, girando em torno de 3,0% a 3,5% do PIB. Mesmo assim, esse esforço fiscal foi insuficiente para cobrir os gastos com juros nominais, o que implicou déficits nominais e crescimento da dívida pública (Tabela 1).

Sob o efeito da desvalorização cambial, que sozinho aumentou a DLSP em 6% do PIB, e do déficit nominal de 4,9% do PIB, a relação DLSP/PIB saltou de 38,9% para 44,5% entre 1998 e 1999. Isso, vale salientar, apesar do superávit primário de 2,7% em 1999, considerando o SP consolidado com Petro e Eletro e o PIB valorizado (Tabela 2). Depois do choque de juros, que

⁹ Sobre a indexação financeira mesmo depois do Plano Real, ver Oliveira (2010a).

levou a taxa Selic para 45% a.a., a taxa Selic teve uma trajetória decrescente entre março de 1999 e março de 2001, atingindo 15,25% a.a.

Essa redução da taxa de juros, articulada à política de geração de superávits fiscais primários elevados, contribuiu decisivamente para a diminuição o déficit nominal para 3,4% do PIB em 2000, ante 5,3% e 7% do PIB em 1998 e 1999, respectivamente (Tabela 1). Não obstante, a razão DLSP/PIB aumentou entre 1999 e 2000, de 44,5% para 45,5% do PIB. Como mostra a Tabela 2, cujos fatores condicionantes consideram o PIB valorizado entre 1996 e 2002, em sintonia com a metodologia dos dados de DLSP analisados no interregno, mesmo com o efeito redutor de 1,3% do PIB das privatizações, o superávit primário continuou não sendo suficiente para evitar déficit nominal e o ajuste cambial somou 1,5% do PIB em 2000 (Tabela 2).

O ano de 2001 foi marcado por uma nova onda de alta da taxa básica de juros, que passou de 15,25% a.a. em janeiro para 19% a.a. em julho, mantendo-se nesse patamar até fevereiro de 2002. O crescimento econômico foi de somente 1,3% neste ano, afetado adversamente pela crise energética. Com efeito, o déficit nominal foi mantido em torno de 3,3% do PIB, mesmo com o aumento do superávit primário para 3,4% do PIB. Ou seja, mais uma vez o maior esforço fiscal primário foi incapaz de conter o aumento da relação DLSP/PIB, que se expandiu para 48,4% do PIB, devido às elevadas despesas financeiras e ao efeito da depreciação cambial (Tabelas 1 e 2).

Finalmente, no último ano da era FHC, a tensão do processo eleitoral, decorrente da perspectiva de vitória do candidato do Partido dos Trabalhadores (PT), colocou dúvidas acerca da assunção dos compromissos preexistentes pelo próximo governo. Essa incerteza, associada às restrições de liquidez internacional, provocou um movimento de fuga de capitais que elevou a taxa de juros para 25% a.a. Mas esse aumento foi incapaz de evitar uma forte desvalorização do câmbio e um novo salto da relação DLSP/PIB, decorrente tanto do aumento do déficit nominal, como, sobretudo, do ajuste cambial, que sozinho aumentou a DLSP em 8,4% do PIB (Tabela 2). Com efeito, a DLSP/PIB encerrou 2002 em 50,5%. Se considerada a atual metodologia, que considera o SP consolidado e PIB corrente (última coluna da Tabela 1), a razão indicada atingiu 60,4%.

Portanto, a política de superávits fiscais primários instituída a partir do segundo governo FHC não foi capaz de evitar o aumento significativo da razão DLSP/PIB, pois as oscilações adversas das taxas de juros e de câmbio sobre a dívida pública neutralizaram os superávits fiscais primários obtidos durante o período.

2.3 A redução da razão DLSP/PIB nos governos Lula

O governo Lula tomou posse em meio à instabilidade cujos efeitos principais foram a desvalorização cambial, a aceleração inflacionária e o crescimento da dívida pública. Todavia, ao contrário das desconfianças prevalecentes em 2002, não apenas houve continuidade na política

macroeconômica, como ocorreu um aprofundamento do regime baseado no trinômio câmbio flutuante, metas para a inflação e superávit fiscal primário.

Não por acaso, as primeiras medidas do novo governo foram: i) elevar o superávit primário; ii) rever e reafirmar as metas para a inflação, medidas pelo IPCA, em 8,5% em 2003 e 5,5% no ano seguinte, o que representou uma forte queda em relação aos 12,5% de 2002; e iii) elevar a taxa Selic para 26,5% a.a. Ampliou-se, ainda, o grau de abertura financeira da economia brasileira, seja pela facilitação da manutenção de depósitos no exterior pelos residentes, seja pelos incentivos fiscais concedidos para investidores estrangeiros adquirirem títulos da dívida pública (PRATES, 2006).

Diante da incerteza ainda prevalecente e das medidas de contenção, o PIB registrou crescimento de apenas 1,2% em 2003. Em relação às finanças públicas, o aumento dos juros elevou as despesas com encargos financeiros ao maior patamar do período pós-Real, para 8,5% do PIB, provocando um déficit nominal de 5,2% do PIB, mesmo com o elevado superávit primário obtido, de 3,3% do PIB. Não obstante, considerando a atual metodologia de cálculo da relação DLSP/PIB, entre 2002 e 2003 houve uma redução significativa dessa razão, de 60,4% para 54,8%. Como mostram as Tabela 1 e 2, a despeito do aumento do déficit nominal provocado pela ampliação do pagamento de juros nominais, a apreciação cambial registrada em 2003 significou uma redução de 3,8% do PIB da razão DLSP/PIB.

Para os propósitos deste artigo, importa destacar que o cenário internacional contribuiu tanto para o desempenho da economia brasileira, como para a melhoria das contas externas e das contas públicas a partir de 2003. Segundo Castro et. al. (2008), houve crescimento mais forte da economia mundial, expansão da liquidez internacional, redução das taxas de juros internacionais e aumento dos preços das *commodities*, que beneficiaram especialmente o setor exportador brasileiro. Além do crescimento das exportações, os autores também destacam o aumento dos investimentos e da demanda doméstica, puxada pela ampliação do nível de ocupação de mão-de-obra e dos rendimentos médios reais do trabalhador formal.

2.3.1 Condições externas benignas e crescimento econômico

A análise dos fluxos internacionais de capitais para os países em desenvolvimento a partir dos anos 1990 revela a existência de dois grandes movimentos de expansão e retração da entrada desses recursos, a saber: 1990-96 e 2003-2007 (expansão); e 1997-2002 e 2008-2009 (retração). Enquanto a primeira fase de expansão marcou a retomada dos fluxos internacionais de capitais privados para a periferia, a segunda fase demonstrou a excepcional capacidade de expansão das finanças globais, tanto em termos de magnitude dos fluxos envolvidos, como de abrangência geográfica. Quanto ao primeiro parâmetro mencionado, o fluxo líquido de capital privado acumulado entre 2003 e 2007 para os países da periferia (em desenvolvimento e emergentes, de acordo com a classificação do FMI) atingiu US\$ 1,64 trilhão, um aumento de 98,4% em relação ao

fluxo acumulado no movimento pregresso (1990-96) de expansão das finanças globais. Já no que tange à abrangência geográfica, tanto os países da Europa central e do leste, como os países da Comunidade de Estados Independentes, passaram a receber fluxos crescentes de capital estrangeiro destinados à periferia (OLIVEIRA, 2011).

A análise retrospectiva mostra que o contexto de flexibilização da política monetária nos EUA, orientada para conter a crise da “nova economia”, conjugado ao patamar excepcionalmente baixo da taxa de juros no Japão e à existência de possibilidades atrativas de acumulação produtiva e financeira na periferia do sistema, contribuiu substancialmente para o movimento de expansão da liquidez global em direção à periferia a partir de 2003. Não se trata de uma novidade, pois, em última instância, os determinantes externos dos fluxos internacionais de capital são preponderantes aos condicionantes internos, o que impõe limites à capacidade dos Estados Nacionais garantirem o ingresso constante e significativo desses recursos.

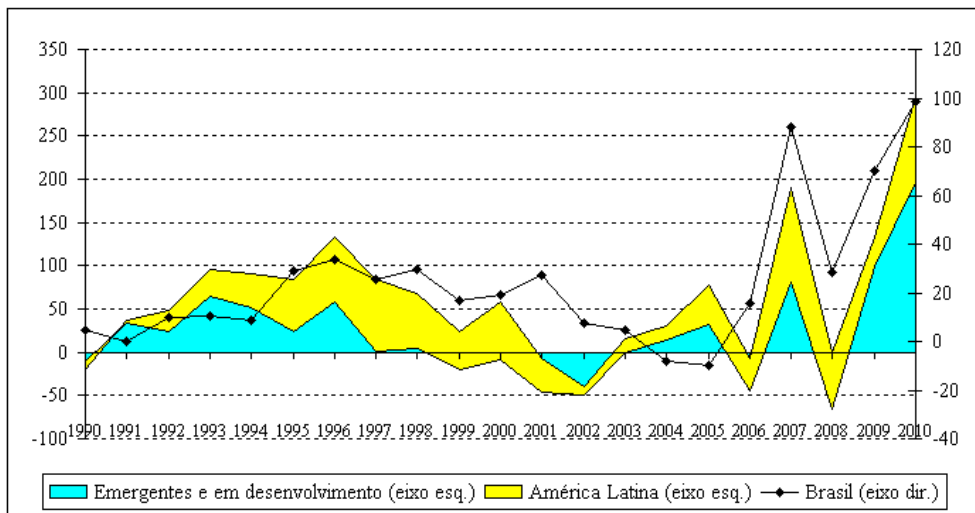
Isso pode ser atestado pelo fato de que nos períodos mencionados de expansão e retração dos fluxos de capitais para a periferia, como mostra o Gráfico 1, tanto a América Latina como a economia brasileira acompanharam de perto os movimentos de aumento e diminuição das finanças globais em direção à periferia. Vale mencionar que os saldos líquidos negativos registrados na conta financeira do balanço de pagamentos brasileiro em 2004 e 2005, de US\$ 7,9 bilhões e US\$ 10,1 bilhões, respectivamente, interregno em que já prevalecia o movimento de expansão dos fluxos globais de capitais para a periferia, decorreram, em grande medida, das amortizações da dívida externa realizadas pelo governo no período, incluindo a dívida com o FMI, sem contrapartida de ingresso de recursos dessa instituição. Em 2003 e 2004, o Brasil amortizou US\$ 4,4 bilhões e US\$ 23,3 bilhões da dívida com o FMI, respectivamente, débitos esses registrados na conta “outros investimentos” da conta financeira do BP.

As condições internacionais foram ainda mais positivas, considerando o caso específico da economia brasileira, porque à elevação do ingresso dos investimentos em carteira e do investimento estrangeiro direto (IED) somou-se o *boom* dos preços das *commodities*, condição que contribuiu para intensificar os efeitos positivos desencadeados por um ambiente internacional excepcionalmente positivo para a economia brasileira.

O Gráfico 2 mostra que o Índice de Preços das *Commodities* (CPI, *Commoditie Price Index*, base 2003 = 100), calculado pelo FMI e que inclui combustíveis e não-combustíveis, subiu de 100 em 2003 para 234 em 2010, depois de ter atingido nada menos que 264 em 2008. Entre 1992 e 2002, esse índice sempre permaneceu abaixo de 100, tendo se mantido praticamente estagnado. No contexto de forte expansão dos preços das *commodities*, o índice de preços das exportações brasileiras, calculado pela Funcex, aumentou de 100 para 203,8 entre 2003 e 2010. O índice de quantum das exportações brasileiras, por sua vez, mostra que o aumento do volume exportado

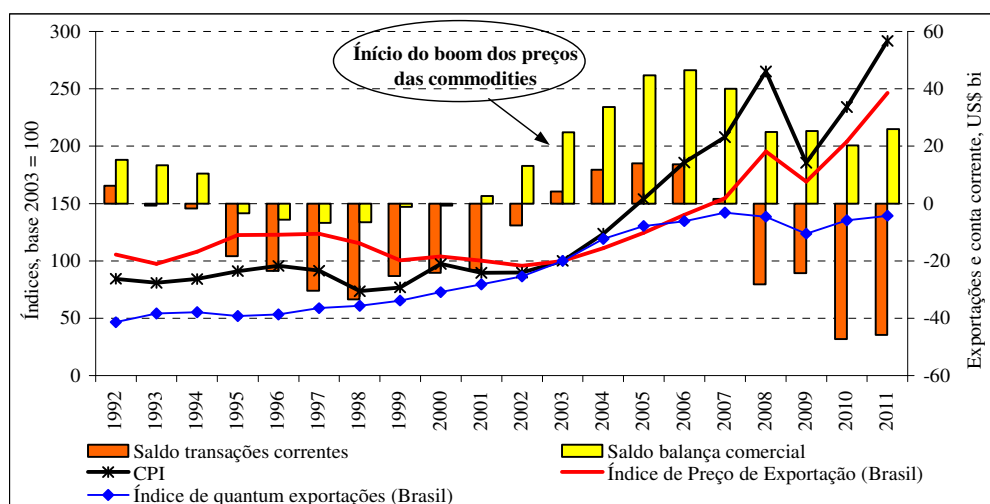
também contribuiu para a geração de superávits comerciais expressivos, mas em menor medida do que o efeito da elevação dos preços das exportações (Gráfico 2). O referido índice aumentou de 100 para 139,3 entre 2000 e 2010.

Gráfico 1: Fluxos internacionais de capitais: economias emergentes e em desenvolvimento, América Latina e Brasil, US\$ bilhões, 1990-2010



Fonte: FMI e Banco Central do Brasil. Elaboração dos autores. Nota: Para as economias emergentes e em desenvolvimento, bem como para a América Latina, os dados se referem aos fluxos internacionais de capitais privados líquidos. Para o Brasil, saldo líquido da conta financeira do balanço de pagamentos.

Gráfico 2: Índice de preços das *commodities* (CPI), índices de preço e quantum das exportações e contas externas brasileiras, 1992-2011



Fonte: FMI e Funcex. Elaboração dos autores. Nota: base – média 2003 = 100.

Vale salientar, ainda, que mesmo depois da forte retração de 2009, na esteira dos impactos negativos desencadeados pela crise global, os preços das *commodities* voltaram a se recuperar muito rapidamente, tendo inclusive ultrapassado, em 2011, o patamar máximo anual até então alcançado pelo CPI, em 2008 (Gráfico 2). Isso, vale registrar, mesmo em um contexto de recuperação tímida da economia mundial, o que sugere que, além do efeito-China, o aumento dos preços das

commodities continua sendo condicionado de forma importante pelas operações especulativas realizadas nos mercados financeiros.

Importa destacar, pois, que considerando especificamente o caso da economia brasileira, além de ter permitido a aceleração do nível interno de atividades sem o histórico constrangimento imposto pela necessidade de financiamento externo, a simultaneidade dessas duas condições, a saber, aumento do ingresso de capital externo via conta financeira do BP e *boom* dos preços das *commodities*, permitiu a constituição de um elevado nível de reservas internacionais. As economias importadoras líquidas de *commodities*, como as da Europa central e do leste, não tiveram essa mesma trajetória (OLIVEIRA, 2011). As condições externas excepcionalmente favoráveis, sobretudo para as economias que integram as áreas de operação das finanças globais e que assumem a condição de exportadoras líquidas de *commodities*, indubitavelmente contribuíram para acelerar o crescimento econômico.

A situação externa favorável contribuiu, inclusive, para a retomada do crescimento da economia brasileira mesmo sem qualquer alteração no “triângulo de ferro” da política econômica (BRAGA e OLIVEIRA, 2010). Por isso, mostra-se produtora a afirmação de que o regime de crescimento econômico brasileiro a partir do governo Lula, baseado na ampliação dos programas de transferência de renda e no aumento do salário mínimo real, em sintonia com a Constituição de 1988, bem como no crescimento do crédito, foi possibilitado, em grande medida, pelo cenário internacional peculiar que passou a prevalecer a partir de 2003. O relaxamento das restrições externas contribuiu, pois, decisivamente para o crescimento da renda e do emprego, vale dizer, para a transição de um regime de crescimento baixo e volátil da economia brasileira para um regime de crescimento moderado e menos volátil (AMITRANO, 2010).

Essa dependência que o regime de crescimento econômico moderado e menos volátil guarda em relação às condições externas excepcionais prevaletentes nos últimos anos, aliás, torna-o bastante vulnerável a mudanças no ambiente internacional.

Vale salientar, ainda, que esse relaxamento das restrições externas possibilitado pela conjugação entre aumento do afluxo de capital estrangeiro e dos preços das *commodities*, em um contexto de regime de câmbio flutuante, certamente contribuiu de forma importante para a redução do patamar da taxa básica de juros da economia brasileira. A um só tempo, essas condições permitiram a acomodação de parte do aumento da demanda interna pelas importações e ensejou uma tendência à apreciação cambial, tendência esta que, a despeito dos seus feitos deletérios diversos sobre a economia brasileira, mostrou-se bastante funcional para o cumprimento das metas estabelecidas para a inflação e, assim, para a redução do patamar da taxa básica de juros. Ademais, a forte expansão do crédito verificada a partir de meados de 2003, ao mesmo tempo em que contribuiu para a referida mudança do regime de crescimento econômico, concorreu para aumentar

o grau de efetividade da política monetária, condição que também contribuiu para reduzir a taxa Selic. Não obstante, o ainda alto patamar da taxa básica de juros continuou incentivando a entrada de recursos externos destinados à aquisição de títulos de renda fixa, notadamente do governo. Não fosse o estoque de dívida pública crescente, a redução do patamar da taxa de juros doméstica teria diminuído ainda mais substancialmente o pagamento de juros nominais da dívida pública em relação ao PIB (Tabela 1).

De qualquer modo, o afrouxamento da restrição externa permitiu acelerar o crescimento econômico a partir de 2003/2004 (AMITRANO, 2010). Não obstante, além das dúvidas acerca da sua sustentabilidade ao longo do tempo, as evidências disponíveis indicam tratar-se de um padrão de crescimento que não tem estimulado o aprofundamento dos encadeamentos intra e interindustriais, tampouco aumentado a participação relativa da produção e da exportação de produtos sofisticados, de alto conteúdo tecnológico, no PIB e nas vendas externas totais, respectivamente¹⁰. Tal como adverte Ocampo (2007), “a macroeconomia da bonança econômica latino-americana”, verificada entre 2003 e 2007, foi uma consequência de um cenário internacional inusitado, que propiciou a concomitância de expressivo afluxo de capital estrangeiro e alta substancial dos preços das *commodities* exportadas pelos países da região.

2.3.2 A redução da DLSP/PIB a partir de 2003/2004

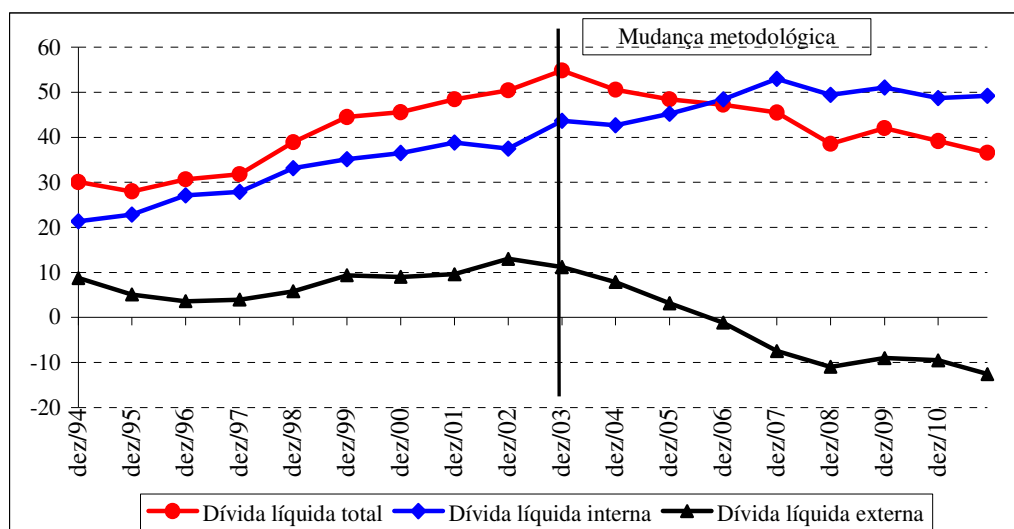
Conforme discutido, a despeito da ausência de qualquer alteração no regime de política econômica, bem como dos fundamentos da abertura econômica, a partir de 2003 ou 2004, a depender da série de DLSP/PIB que se faz uso, observou-se uma inversão da trajetória de expansão dessa razão. E, como indicado, a chave para o entendimento dessa brutal mudança, em contexto de permanência das condições internas, corresponde às excepcionais condições externas prevalecentes a partir de 2003. A junção entre maciça entrada de recursos externos via conta financeira do BP e *boom* dos preços das *commodities* resultou em uma expressiva ampliação do nível das reservas internacionais e subsequente diminuição da dívida externa líquida do setor público, o que diminuiu substancialmente a razão DLSP/PIB.

O Gráfico 3 apresenta a evolução da DLSP/PIB, bem como dos seus dois componentes: a dívida interna (DILSP) e a dívida externa (DELSP). Seguindo o critério estabelecido no artigo, entre 1994 e 2002 os dados se referem ao SP consolidado incluindo Petrobrás e Eletrobrás, tomando como referência o PIB acumulado nos últimos 12 meses valorizado pelo IGP-C. A partir de 2003, por seu turno, os dados se referem ao SP consolidado, tomando como base o PIB acumulado nos últimos 12 meses em valores correntes.

¹⁰ Nas palavras de Almeida (2008, p.28): “[...] a economia brasileira permanece dependente, no que tange à geração de saldos comerciais, de produtos com baixa e média-baixa intensidade tecnológica, enquanto o setor de alta tecnologia é um grande importador e o maior gerador de déficits.”. Ver ainda Michell e Squeff (2010), Rocha (2011) e Furtado (2008).

Deve-se salientar, contudo, que de acordo com a série atual da DLSP/PIB, entre 2002 e 2003 essa razão passou de 60,4% para 54,8%, resultado tanto da diminuição da dívida interna líquida, de 44,7% para 43,7%, como da dívida externa líquida do setor público, de 15,7% para 11,2%. Portanto, considerando os dados de dívida pública com SP consolidado e PIB corrente, a trajetória de crescimento da razão DLSP/PIB é invertida a partir de 2003, diferentemente do Gráfico 3, de acordo com o qual a inversão ocorre a partir de 2004.

Gráfico 3: Evolução e composição da razão DLSP/PIB no Brasil, 1994-2011



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração dos autores. Nota: entre 1994 e 2002, DLSP consolidado com Petrobrás e Eletrobrás, considerando o PIB acumulado nos últimos 12 meses valorizado pelo IGP-C. A partir de 2003, DLSP consolidado, considerando o PIB acumulado nos últimos 12 meses em valores correntes.

O Gráfico 3 revela uma trajetória crescente e bastante acentuada do endividamento interno em proporção do PIB, particularmente entre 1995 e 2002, quando a DILSP/PIB aumentou de 22,8% para 37,5%. Entre 2003 e 2010, essa razão subiu bem menos, de 43,7% para 48,7%. Já a dívida externa diminuiu expressivamente a partir de 2003/2004, com a reversão da posição histórica brasileira de devedor externo para credor internacional a partir de 2006. Considerando os dados do SP consolidado e PIB corrente, entre 2002, quando a DELSP subiu substancialmente em função da desvalorização cambial, e 2010, a razão DELSP/PIB diminuiu de 15,7% para -9,5%. Com efeito, a DLSP/PIB recuou de 60% para 40% do PIB em apenas oito anos, entre 2002 e 2010. Em termos mais precisos, e ainda considerando os dados do SP consolidado e PIB corrente, a DLSP diminuiu 21,2% do PIB entre 2002 e 2010, uma decorrência da diferença entre o aumento de 4% do PIB da DILSP e a redução de nada menos que 25,2% do PIB da DELSP. Esses dados revelam, pois, o caráter imprescindível das condições externas excepcionalmente favoráveis para a melhora da razão DLSP/PIB no Brasil.

O contexto de “bonança” internacional, além de ter sido decisivo para viabilizar a excepcional inversão da DELSP/PIB, contribuiu para conter o crescimento da DILSP/PIB a partir de 2003/2004, ante seus efeitos sobre o patamar da taxa de juros interna, o crescimento econômico e

a arrecadação fiscal. De um lado, o afrouxamento da restrição externa decorrente do substancial aumento das reservas internacionais permitiu o uso da taxa de câmbio como instrumento de desinflação sem que isso implicasse desajuste das contas externas. De outro, a aceleração das operações de crédito, também relacionadas, em grande parte, às condições externas favoráveis, aumentou o poder da política monetária, vale dizer, a sua capacidade de influenciar a renda e o emprego¹¹. Ambos os fatores, pois, contribuíram para a redução do patamar da taxa básica de juros, o que permitiu diminuir a carga de juros da dívida pública, a despeito do valor nominal crescente desta última. Saliente-se a elevada parcela da dívida líquida do setor público consolidado indexada à taxa Selic, o que potenciou a redução do patamar da taxa básica de juros sobre a carga de juros nominais da DLSP em relação ao PIB¹².

De acordo com a Tabela 2, que mostra os fatores condicionantes da DLSP considerando o setor público consolidado e PIB corrente, entre 2003 e 2010 a DLSP/PIB diminuiu de 54,8% para 39,1%, uma redução de nada menos que 15,7% do PIB. Tal diminuição decorreu da diferença entre 19,7% do PIB de aumento da DLSP, referente à NFSP, e 35,4% do PIB de redução da DLSP, relacionado ao efeito do crescimento econômico. Entre 2004 e 2010, o pagamento de juros nominais somou 42,8% do PIB, ante -22,1% do PIB de superávit primário. Deve-se salientar, contudo, que a Tabela 2 não explicita o efeito da redução da dívida externa líquida sobre a DLSP/PIB.

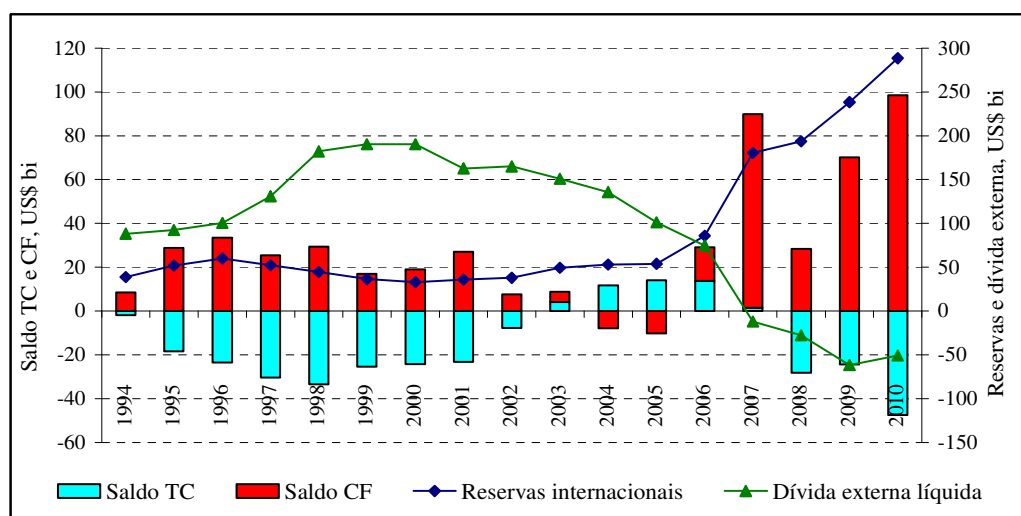
Não obstante, os dados apresentados no Gráfico 3 não deixam dúvidas que a inversão da tendência de expansão da DLSP/PIB a partir de 2004 resultou da substancial queda da DLSP/PIB. Essa redução, por sua vez, decorreu tanto do ingresso de capital estrangeiro via conta financeira do BP, como pelo expressivo crescimento dos preços das *commodities*, condição que permitiu à economia brasileira, exportadora líquida desses produtos, resultados comerciais expressivos mesmo em contexto de aceleração do nível de atividades (Gráfico 2).

¹¹ Entre dezembro de 2002 e dezembro de 2010, a relação crédito do sistema financeiro (risco total) / PIB aumentou de 26% para 45,2%. Em novembro de 2011, tal razão atingiu 48,2%. Esse aumento implicou uma elevação do grau de eficiência do canal do crédito da política monetária no Brasil – sabe-se, contudo, que esse grau de eficiência poder aumentar muito ainda, ante a existência de fatores que ainda o reprime, a saber, moderada relação crédito total/PIB em comparação com as economias desenvolvidas, baixa participação no crédito com recursos livres em relação ao PIB, elevado nível de *spread* bancário etc. Sobre o crescimento do crédito a partir de 2003, ver Freitas e Prates (2010). Sobre a evolução do grau de eficiência do canal do crédito da política monetária no Brasil, ver Marcatti (2011).

¹² A tabela especial “DLSP – participação percentual por indexador”, disponibilizada no sítio do BCB na internet (www.bcb.gov.br), mostra que em dezembro de 2010, 63,5% da DLSP consolidado era indexada à taxa Selic, tendo atingido 71,2% em janeiro do mesmo ano. Mas, considerando a dívida pública mobiliária federal interna, 32% correspondia a LFT (Letras Financeiras do Tesouro, títulos indexados à Selic) em 2010 (http://www.tesouro.fazenda.gov.br/estatistica/est_divida.asp). Em dezembro de 2002, esse percentual era de 63,9%. A tendência de redução do patamar da taxa Selic certamente contribuiu para essa redução. Não obstante, o sistema de indexação dos títulos públicos no Brasil suscita a possibilidade de mudanças abruptas da composição da dívida pública mobiliária federal interna por indexador, ao sabor das expectativas acerca do comportamento futuro do câmbio, da taxa de juros e da inflação (OLIVEIRA e CARVALHO, 2010).

Mas a despeito da obtenção de superávits comerciais expressivos, deve-se salientar que a economia brasileira registrou superávits em transações correntes do balanço de pagamentos, ainda que modestos, apenas entre 2003 e 2007 (Gráficos 2 e 4). Enquanto entre 2003 e 2010 o resultado acumulado em transações correntes foi de -US\$ 54,8 bilhões, as reservas internacionais registraram um aumento de US\$ 239,3 bilhões, tendo subido de US\$ 49,3 bilhões para US\$ 288,6 bilhões. O “grande salto” das reservas internacionais brasileiras, contudo, ocorreu a partir de 2007. Entre 2006 e 2007, o nível de reservas aumentou de US\$ 85 bilhões para US\$ 180,3 bilhões, sendo que o resultado registrado em conta corrente em 2007 foi de apenas US\$ 1,5 bilhão (Gráfico 4).

Gráfico 4: Contas externas, reservas internacionais e endividamento externo, 1994-2010



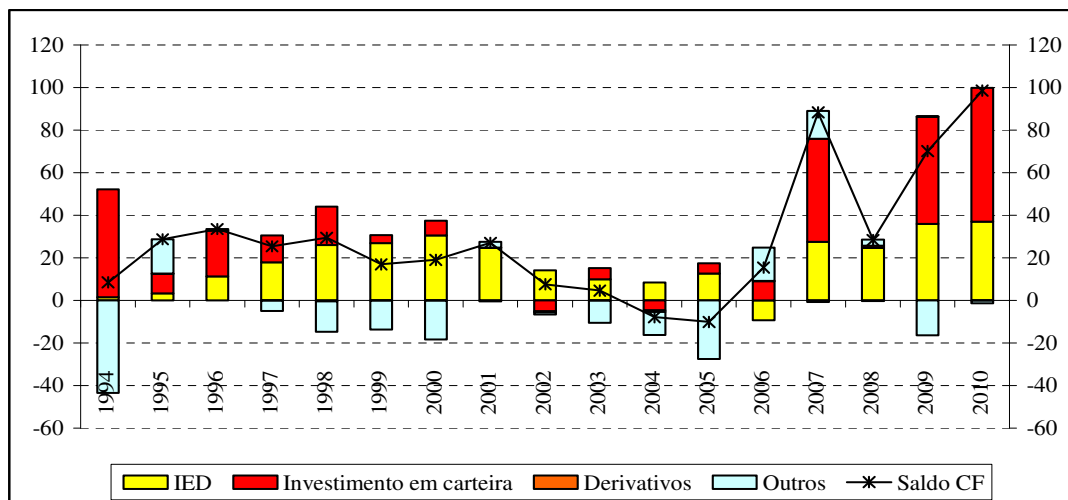
Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração dos autores.

Os dados apresentados no Gráfico 4 revelam a centralidade da conta financeira do balanço de pagamentos para o aumento das reservas internacionais brasileiras a partir de 2006/2007, bem como para a redução da dívida externa líquida e, assim, da DLSP/PIB. Assim, a redução do endividamento do setor público ocorrido nos últimos anos decorreu substancialmente da entrada líquida de capital estrangeiro na economia brasileira, tanto sob a forma de investimento estrangeiro direto (IED), como de investimento em carteira. Como já apontado por Oliveira (2010b, p.106-107), em 2007, ano em que o Brasil se tornou credor líquido internacional, a conta financeira do balanço de pagamentos registrou superávit de US\$ 88,33 bilhões, tendo o investimento em carteira totalizado mais de US\$ 40 bilhões.

O Gráfico 5, por sua vez, apresenta as contas que compõem o saldo líquido da conta financeira do balanço de pagamentos brasileiro. Pode-se verificar que em todos os anos a partir de 2007, com exceção apenas de 2008, em função da instabilidade dos mercados financeiros globais, o saldo líquido da conta investimento em carteira foi o maior responsável pela geração do superávit na conta financeira, resultado este imediatamente seguido pelo saldo líquido da conta investimento estrangeiro direto (IED). Entre 2006 e 2010, interregno no qual as reservas internacionais

aumentaram US\$ 202,7 bilhões, o saldo líquido acumulado na conta investimento em carteira atingiu nada menos que US\$ 171,9 bilhões.

Gráfico 5: Composição do saldo líquido da conta financeira, US\$ bi, 1994-2010



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração dos autores.

Esses dados permitem explicar, pois, a razão pela qual mesmo depois de 2007, quando o resultado em transações correntes do BP voltou a ser negativo, as reservas internacionais brasileiras continuaram crescendo substancialmente, o que contribuiu decisivamente para a continuidade da redução da dívida externa líquida e da DLSP/PIB.

Finalmente, parece ser evidente que, não fosse a brutal expansão dos preços das *commodities* a partir de 2003, o déficit em conta corrente do BP teria sido muito maior nos últimos anos, inviabilizando, assim, tanto o expressivo aumento do nível de reservas internacionais, como o regime de crescimento moderado e menos volátil.

Essa condição reforça a tese de que a melhora excepcional do endividamento líquido do setor público brasileiro em relação ao PIB registrado a partir de 2003/2004 tem dependido expressivamente de fatores relacionados às condições externas inusitadas.

Isso significa que mudanças no contexto internacional tendem a externar os problemas estruturais que ainda envolvem a dívida pública no Brasil, a saber, a elevado pagamento de juros nominais, a indexação de parte ainda importante da dívida pública à taxa Selic e a dependência do aumento da arrecadação para a geração de superávits fiscais primários expressivos, apesar da melhora registrada nesse âmbito durante o governo Lula.

Conclusão

O artigo discutiu o endividamento e a necessidade de financiamento do setor público brasileiro nos governos FHC e Lula. Para isso, primeiro foi analisado o processo de inserção da economia brasileira na globalização, e depois o comportamento das finanças públicas brasileiras à luz de indicadores fiscais selecionados.

O artigo mostrou que a lógica do plano de estabilização monetária implementado no Brasil reforçou a inserção subordinada da economia brasileira na economia mundial, uma vez que a elevada dependência do ingresso de recursos via conta financeira do balanço de pagamentos resultou em um significativo constrangimento no manejo da política econômica. A estratégia de estabilização com âncora cambial ensejou a prática de juros elevados e a constituição de um regime de crescimento econômico baixo e volátil. Ambos os fatores resultaram em uma progressiva deterioração das condições de endividamento e de necessidade de financiamento do setor público.

A partir de 1999, quando tem início o segundo governo FHC, o ataque especulativo contra o real impôs a adoção do regime de câmbio flutuante. Ademais, a trajetória de rápida expansão da dívida pública suscitou o início da política de geração de superávits fiscais primários elevados, de sorte a evitar a perda de confiança dos mercados na capacidade de pagamento do Estado. Ademais, o abandono da âncora cambial foi sucedido pelo regime de metas para a inflação. O regime de política econômica no Brasil, pois, passou a ser baseado no trinômio câmbio flutuante, metas para a inflação e superávit fiscal primário.

Esse regime de política econômica, a despeito de ter lançado as bases para a redução do patamar da taxa básica de juros, não permitiu, ao logo do segundo governo FHC, evitar o crescimento da dívida pública, tampouco viabilizar um regime de crescimento econômico moderado e menos volátil. De um lado, o ambiente internacional não foi marcado nem pela intensificação dos fluxos internacionais de capitais para a periferia, tampouco pelo crescimento dos preços das *commodities*. De outro, o regime de política econômica baseado no tripé mencionado, em um contexto internacional desfavorável, ensejou baixo crescimento econômico e juros altos, além de ter revelado a falácia da autonomia da política monetária em contexto de câmbio flutuante e mobilidade internacional de capitais.

A partir de 2003, com o início do governo Lula, o regime de política econômica prevalecente durante o segundo governo FHC não somente não foi abandonado, como foi reforçado. Não obstante, a partir de então observou-se uma clara inversão da trajetória de expansão da razão DLSP/PIB no Brasil. O artigo mostrou que o elemento-chave para o entendimento desse fenômeno correspondeu às condições internacionais excepcionalmente benignas que passaram a prevalecer a partir de então, em função da combinação entre aumento do fluxo de investimento estrangeiro e elevação substancial dos preços das *commodities* e, assim, das exportações. Ambos os fatores estão na origem da expressiva expansão do nível das reservas internacionais, bem como da subsequente redução da dívida externa líquida e, por extensão, da dívida líquida do setor público.

O afrouxamento da restrição externa a partir de 2003, ademais, contribuiu tanto para a dinamização da atividade econômica doméstica, como para a redução do patamar da taxa básica de juros e o aumento da arrecadação fiscal. Esses fatores concorreram para conter o crescimento da

dívida interna líquida, de um lado, e para aumentar o efeito do crescimento econômico em termos de redução da razão DLSP/PIB no Brasil, de outro.

Tem-se, pois, que a despeito da melhora das condições de endividamento do setor público no Brasil, as condições internacionais favoráveis não alteraram os condicionantes estruturais do endividamento público, tais como o ainda elevado pagamento de juros nominais, a indexação dos títulos públicos à taxa Selic e a dependência da geração de superávits fiscais expressivos do aumento da arrecadação, vale dizer do crescimento econômico. Mudanças nesses âmbitos devem ser vislumbradas para que alterações no ambiente internacional não causem surpresas desagradáveis, capazes de comprometer as melhoras verificadas no endividamento e na necessidade de financiamento do setor público brasileiro a partir de 2003/2004.

Bibliografia

AKYUZ, Y. Impasses do desenvolvimento. **Novos Estudos Cebrap**, São Paulo, n. 72, 2005.

ALMEIDA, J. S. G. de. As contradições do ciclo de commodities. **Novos Estudos Cebrap**, São Paulo, n.81, p.22-31, 2008.

AMITRANO, C. R. O regime de crescimento econômico brasileiro: uma apreciação sobre o período 1995-2009. In: IPEA. **Brasil em desenvolvimento**: Estado, planejamento e políticas públicas. 1ª ed. Vol. 1. Brasília: IPEA, 2010. p.55-84.

BIASOTO JR, G. Aumentar o superávit primário: resposta para qualquer situação. **Cadernos Núcleo de Estudos de Políticas Públicas (NEPP)**, Campinas, nº 56, 2004.

BIANCARELLI, A. M. Globalização financeira, integração e ciclos de liquidez. **Projeto de pesquisa – O Brasil na era da globalização**: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento Sub-projeto II. Abertura, financiamento externo e sistema financeiro doméstico. Campinas: IE/BNDES, 2007. (Relatório 1).

BRAGA, J. C. S.; OLIVEIRA, G. C. de. Política para o desenvolvimento. **Valor Econômico**, São Paulo, 2010.

CARNEIRO, R. **Desenvolvimento em Crise**. A economia brasileira no último quarto do século XX. São Paulo: UNESP, 2002.

_____. Globalização e inconversibilidade monetária. **Texto para Discussão**, IE/UNICAMP, Campinas, n. 120, abr. 2006

_____. Globalização financeira e regimes de acumulação. **Texto para Discussão**, IE/UNICAMP, Campinas, n. 126, jul. 2007

CARVALHO, C. E. As finanças públicas no Plano Real. In: CARNEIRO, R. et al. **Gestão estatal no Brasil**: armadilhas da estabilização. São Paulo: Fundap, 2000. p.196-236.

CASTRO, J. A. et al. Gasto social e política macroeconômica: trajetórias e tensões no período 1995-2005. **Texto para Discussão** – IPEA, Brasília, n. 604, jan. 2008.

FARHI, M. O impacto dos ciclos de liquidez no Brasil: mercados financeiros, taxa de câmbio, preços e política monetária. In: Carneiro, R. (org.). **A supremacia dos mercados e a política econômica do Governo Lula**. São Paulo: UNESP, 2006.

FREITAS, M. C. P. de.; PRATES, D. M. O mercado de crédito no Brasil: tendências recentes. In: BIASOTO JR., G.; NOVAIS, L. F.; FREITAS, M. C. P. de (orgs.). **Panorama das economias internacional e brasileira**: dinâmica e impactos da crise global. São Paulo: FUNDAP: Secretaria de Gestão Pública, 2009. p.215-234.

FURTADO, J. Muito além da especialização regressiva e da doença holandesa. **Novos Estudos Cebrap**, São Paulo, n.81, p.33-46, 2008.

LOPREATO, F. L. C. Política Fiscal: Mudanças e Perspectivas. In: Carneiro, R. (org.). **A supremacia dos mercados e a política econômica do Governo Lula**. São Paulo: UNESP, 2006.

MACEDO E SILVA, A. C. Convergência e desigualdades na economia global. **Texto para Discussão**, IE/UNICAMP, Campinas, n. 134, set. 2007.

_____. O Debate sobre o Arranjo Fiscal Brasileiro – um pouco de aritmética keynesiana. **Política Econômica em Foco**, Campinas, n. 4, abr. 2005. (Suplemento).

MARCATTI, F. C. R. **Evolução da eficiência do canal do crédito na política monetária brasileira**. 2011. 49 f. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia) – FGV – Escola de Economia de São Paulo, São Paulo, 2011.

MICHEL, R.; SQUEFF, G. C. Balança comercial e especialização regressiva. **Valor Econômico**, São Paulo, 16.07.2010.

OBSTFELD, M.; TAYLOR, A. M. **Global capital markets: integration, crisis, and growth**. Cambridge: Cambridge University Press, 2004. cap. 1.

OCAMPO, J. A. A macroeconomia da bonança econômica latino-americana. **Revista de La Cepal**, Santiago, Número Especial em Português, p.77-99, Mayo 2010.

OLIVEIRA, G. C. de. Instabilidade estrutural e evolução dos fluxos internacionais de capitais para os países da periferia (1990-2010). **Relatório de Pesquisa**, Projeto Arquitetura Financeira Internacional, IPEA, Brasília, 2011.

_____. Moeda indexada, indexação financeira e as peculiaridades da estabilização monetária no Brasil. **Economia Ensaios**, Uberlândia, v.24, p.7-26, 2010a.

_____. O mercado de capitais brasileiro no período recente: evolução e singularidades. In: MARCOLINO, L. C.; CARNEIRO, R. (orgs.). **Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil: do Plano Real à crise financeira**. 1ª ed. São Paulo: Publisher Brasil e Editora Gráfica Atitude Ltda., 2010b. p.89-128.

OLIVEIRA, G. C.; CARVALHO, C. E. Indexação financeira e comportamento pró-cíclico da dívida pública mobiliária federal interna no Brasil. **Análise Econômica**, Rio Grande do Sul, -v.28, p.7-36, 2010.

PRATES, D. A inserção externa da economia brasileira no governo Lula. In: Em Carneiro, R. (org.). **A supremacia dos mercados e a política econômica do Governo Lula**. São Paulo: UNESP, 2006.

_____. **Crises financeiras dos “países emergentes”**: uma interpretação heterodoxa. 2002. 205 f. Tese (Doutorado em Economia) – IE/Unicamp, Campinas, 2002.

ROCHA, I. L. **Reestruturação industrial no Brasil**: uma análise da dinâmica comercial e produtiva da economia. 2011. 114 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – IE/Unicamp, Campinas, 2011.

VAZQUEZ, D. A., MONFREDINI, M. I., HÖFLING, D. M., CAJUEIRO, J. P. M. Política econômica e política social no Brasil nos anos 1990: possibilidades, limites e condicionantes. **Economia e Sociedade**, Campinas, v.23, p.147-167, 2004.