

CONJUNTURA ECONÔMICA BRASILEIRA E LIMITES DO SISTEMA DE METAS DE INFLAÇÃO

Vanessa Petrelli Corrêa e Cleomar Gomes da Silva

Resumo

A proposta deste trabalho é a análise da condução da política monetária brasileira sob o regime das metas inflacionárias e a investigação das causas do descumprimento das referidas metas nos últimos. Para isso, serão relatados a teoria das metas de inflação e a condução da política monetária por parte do Banco Central do Brasil, detalhando-se a conjuntura econômica vigente no período em questão. O intuito do trabalho é o de mostrar os limites da política de metas de inflação.

1. Introdução

Sabe-se que a política monetária brasileira vem sendo conduzida sob uma regra que tem como objetivo o alcance das metas inflacionárias, regime este instituído no Brasil no ano de 1999. No entanto, apesar de todo o empenho técnico em torno deste novo regime, o sistema não vem obtendo êxito no que tange ao cumprimento dos valores objetivados. Em outras palavras, os objetivos só foram cumpridos no ano de 2000 e, nos anos seguintes o que se viu foi o descumprimento das metas e uma projeção para o mesmo fato já neste ano de 2003. Desta forma, a proposta deste trabalho é analisar as principais características da condução da política monetária brasileira sob o regime de metas de inflação, as causas para o descumprimento das metas, isto é, a conjuntura econômica brasileira no período.

Para cumprir a proposta, iniciaremos com uma discussão da teoria das regras de política monetária e do regime de metas inflacionárias. A parte 3 do artigo será destinada à discussão do regime de metas de inflação brasileiro, de seus limites e da conjuntura econômica brasileira. A seção seguinte será destinada às considerações finais.

2. Regras de Política Monetária e Metas de Inflação

O fundamento teórico-convencional das metas inflacionárias baseia-se na teoria das expectativas racionais, em funções quadráticas de perda sobre os resultados macroeconômicos e na necessidade da construção de credibilidade por parte da autoridade monetária. Sobre esta última, sua literatura supõe que a política macroeconômica deve ser considerada endógena através da especificação de uma função objetivo maximizada (ou uma função perda minimizada) pelo *'policymaker'* dadas as restrições impostas pelo comportamento dos agentes econômicos privados. A característica principal desta literatura é a interação estratégica entre os setores privado e público e a determinação do comportamento das expectativas privadas com base no possível curso das políticas correntes e futuras (Arbex & Fontes, 1999). Reforçando mais o argumento, a regra de política monetária apoiada nas metas inflacionárias pode sofrer de falta de credibilidade caso as decisões das autoridades monetárias sejam tomadas em forma seqüencial ao longo do tempo (sob discricção) e a autoridade monetária não possua um instrumento de política eficaz e confiável. Neste caso, se o governo toma como dadas as expectativas dos agentes econômicos, ele negligencia os efeitos da política na formação das referidas expectativas causando maiores níveis de inflação (Persson & Tabellini, 1997). Sendo assim, a credibilidade das políticas governamentais tem um papel importante no debate de política econômica uma vez que, seguindo esta vertente teórica, a autoridade monetária é tipicamente um agente racional e maximizador que responde a incentivos e restrições da mesma forma que o resto da economia.

Em outras palavras, à luz do arcabouço teórico das expectativas racionais, a adoção de metas inflacionárias não significa a falta de preocupação, por parte do Governo, com os resultados econômicos reais como, por exemplo, níveis de produção e desemprego. No entanto, a questão a ser levantada seria de que a Política Monetária não teria o poder de afetar estes elementos. Aliás, uma condução inesperada de Política Monetária afetaria negativamente a economia pois impactaria sobre a percepção dos agentes quanto à credibilidade do Governo. Mas a perspectiva teórica das metas de inflação coloca que as causas de desajustes são exógenas ao modelo e o principal agente exógeno é o Governo. Este não deveria intervir diretamente a não ser que usasse regras claras capazes de serem apreendidas pelos agentes e incorporadas ao seu conhecimento.

Já a visão pós-keynesiana em relação à adoção - ou não - de políticas monetárias para lidar com políticas de crescimento não é consensual. Uma corrente prega a não adoção de políticas monetárias de nenhuma forma advogando que o alcance destas políticas é limitado e dando maior ênfase à utilização da política fiscal. Outra corrente, como a de Minsky e Davidson, aventa a

possibilidade de adoção de políticas monetárias, inclusive na promoção de crescimento econômico, ainda que destaquem a dificuldade da adoção destas políticas após as inovações financeiras da década de 70. Seguindo essa segunda linha, Sicsú (2002) observa que a política monetária deve ser provida de um mínimo de estabilidade para gerar expectativas positivas nos agentes. Assim, ela também dependeria de um certo conceito de credibilidade e da reputação dos executores de política, ainda que numa definição distinta daquela levantada pelo arcabouço teórico das expectativas racionais. Isto porque, na perspectiva pós-keynesiana, a incerteza e a instabilidade são intrínsecas ao sistema e provocadas pela impossibilidade de se saber *a priori* qual o comportamento de agentes livres que atuam nos mercados. Desta forma, a credibilidade diz respeito aos impactos que pode gerar sobre expectativas, não significando que a ação do Governo leve à inexistência de incerteza.

“A workable and credible monetary policy will be one that one that aims at unambiguous goals, makes use of tools appropriate to its goals, and gives out clear signals to financial markets and entrepreneurs in order to simulate them to act in the direction desired by the authorities. (...) In conclusion, monetary policy should always be performed by reputable authorities and subject to policy credibility criteria. Performed in this way, it may help to educate the public and bring much near the days that Keynes considered welcome.” (Sicsú, 2001:856)

Já no caso da vertente das expectativas racionais, considera-se que os agentes têm todas as informações necessárias e só ocorrem desajustes nas trajetórias de equilíbrio se algum elemento externo ao sistema (o governo) agir de forma diferente daquela esperada pelos agentes econômicos. A atuação do Governo, via política monetária, deve ser crível e conhecida *a priori* para poder ser incorporada pelos indivíduos. O conceito de credibilidade é, portanto, diferente nos dois casos e o que queremos destacar é que a abordagem das metas inflacionárias está ligada à perspectiva teórica das expectativas racionais e não é compatível com uma abordagem Keynesiana *strictu-sensu*.

Para a abordagem das metas a estabilidade das metas só é garantida com a utilização dos seguintes mecanismos: 1. O índice de preços, que servirá como base para a definição da meta, é definido de modo tal que os efeitos de choques de oferta são expurgados ou reduzidos¹. 2. A meta para a inflação é definida como um intervalo de variação de modo a acomodar não só a incerteza quanto à relação entre os instrumentos de política econômica e movimentos de nível de preços mas também para conferir alguma flexibilidade para a política monetária no curto prazo. 3. As metas de curto prazo são ajustadas de maneira a acomodar os choques e outras mudanças exógenas. Neste

¹ No caso brasileiro utiliza-se o IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo) que famílias com renda entre 1 e 40 salários mínimos e tem uma extensa base geográfica. O IPCA foi escolhido pois é um índice cheio – ‘headline inflation index’ - que leva em conta choques temporários também mudanças de preços relativos ocorridos. A razão para a adoção de tal índice estava na memória inflacionária ainda existente na população brasileira que poderia suspeitar de políticas que expurgassem preços. Para uma melhor discussão sobre o assunto favor referir-se a Bogdanski, Tombini & Werlang (2000)

caso, há uma resposta imediata para choques de demanda, ou seja, deve-se adotar uma PM restritiva diante de choques que tendem a aumentar simultaneamente o produto e a inflação.²

Mesmo esta abordagem considera que uma simples meta para inflação – ou qualquer outro tipo de objetivo – não resolve o problema de PM de uma nação. Há que se lançar mão de diferentes políticas econômicas e algumas delas podem envolver flutuações maiores na inflação em volta da meta enquanto que outras transferem tais flutuações para variáveis como taxa de câmbio ou produto real. Desta forma, a escolha de uma meta inflacionária deixa em aberto muito das discussões acerca das decisões de PM e faz-se necessário um conjunto de regras de política monetária. Estas são responsáveis pelos detalhamentos necessários ao alcance da meta com o mínimo de flutuação possível e podem ser acompanhadas por outras variáveis-objetivo consistentes com o objetivo traçado. Por exemplo, para o produto, a meta pode ser sua taxa natural e para a taxa de câmbio, a meta pode ser a apreciação ou depreciação da mesma (Taylor, 2000:11).

Em poucas palavras, a regra de política monetária deve responder às mudanças no produto ou na inflação, ter como principal instrumento a taxa de juros e deixar flexível a taxa de câmbio. Sobre esta, deve-se evitar intervenções em seu mercado, a não ser para reduzir flutuações bruscas produzidas pelo descompasso eventual entre os fluxos de oferta e procura de divisas. Mesmo adotando-se o regime de metas inflacionárias, se o mercado tiver a percepção de que a Autoridade Monetária está defendendo a taxa de câmbio com intervenções sistemáticas, perde-se a credibilidade e há um retorno da volatilidade da taxa de juros ou uma perda de reservas (Delfim Netto, 1999).

Desta maneira, a política monetária passa a ser pensada como uma combinação de uma meta inflacionária *ex ante* e uma estratégia de resposta *ex post* a choques imprevistos. Os choques relevantes são aqueles em que o banco central pode responder antes que o setor privado consiga ajustar salários nominais e preços. Sendo assim, o setor privado deseja ter conhecimento de alguns fatores pertinentes à função de reação do referido banco. Primeiro, quão ‘baixa’ é a taxa de inflação objetivada pela Autoridade Monetária, ou seja, qual a taxa de inflação ótima. Segundo, como o banco central lida com o exercício de sua “discrição restrita” para responder a choques e, assim, estabilizar a inflação e o produto isto é, como ele constrói e mantém a sua credibilidade. (King, 1999) .

Com relação referente à taxa de inflação ótima e o juro a ela correlacionado, a hipótese mais comum é analisar o banco central seguindo a chamada Regra de Taylor, especificada em Taylor (1993), em que as taxas de juros são ajustadas de acordo com o desvio do produto de sua taxa

² Fischer (1995) afirma o regime de metas inflacionárias não é adequado para choques de oferta pois a contração monetária seria maior do que se o alvo fosse o PIB nominal, por exemplo.

potencial e com o desvio da inflação abaixo ou acima da meta. Em outras palavras: 1. a taxa de juros nominal deve subir a patamares superiores à inflação para que a taxa real aumente com o aumento da inflação; 2. a taxa de juros deve cair se o produto estiver abaixo do normal e aumentar se o produto estiver acima do normal.

Em sua forma original, a Regra de Taylor tem a seguinte fórmula:

$$r = p + .5y + .5(p - 2) + 2$$

onde : r é a “federal funds rate”
 p é a taxa de inflação dos últimos 4 trimestres
 y é o desvio percentual do PIB real de sua meta .

De forma mais generalizada, a Regra de Taylor tem a seguinte forma:

$$i_t - \pi_t = a + b\pi_t + c(\ln Y_t - \ln \bar{Y}_t)$$

Se fizermos \bar{r}_t a taxa de juros real que prevalece quando $Y_t = \bar{Y}_t$ e se assumirmos que ela é constante ao longo do tempo, podemos escrever :

$$i_t - \pi_t = \bar{r} + b(\pi_t - \pi^*) + c(\ln Y_t - \ln \bar{Y}_t)$$

onde: $\pi^* = (\bar{r} - a) / b$.

No contexto desta argumentação, fica claro que o banco central deve aumentar a taxa de juros real acima de seu equilíbrio de longo prazo se a inflação exceder a meta ou se o produto exceder sua taxa natural (Romer, 2000:501).

Três questões devem também ser levadas em conta : 1. quais os valores ótimos dos coeficientes b e c relacionados com a inflação e produto pois destes valores dependerão o comportamento e a volatilidade da economia; 2. se a regra deve ser ‘*forward looking*’ ou não; 3. como devem ser medidas as variáveis que compõem a regra e como escolher variáveis adicionais para a mesma.

A função de reação composta de um componente ‘*forward looking*’ capta as expectativas futuras de inflação e produto e pode ser definida seguindo Clarida, Gali & Gertler (1998) :

$$r_t^* = \alpha + \beta(E[\pi_{t,k} | \Omega_t] - \pi^*) + \gamma E[x_{t,q} | \Omega_t]$$

Nesta equação temos que: r_t^* é a meta para a taxa de juros no período t e é determinada a cada período como uma função dos hiatos entre inflação esperada e produto e seus respectivos níveis de meta ; $\pi_{t,k}$ é a mudança percentual no nível de preços entre t e $t+k$; π^* é a meta para a inflação ; $x_{t,q}$ é a medida da média do hiato do produto entre os períodos t e $t+q$; E é o operador

esperança ; Ω_t é o conjunto de informações no tempo da imposição da taxa de juros e r_t^* é, por construção, a taxa nominal desejada quando inflação e produto estão nas metas desejadas.

Neste caso, a Regra de Taylor original é um caso especial para a equação acima e só acontece se a inflação defasada, ou a combinação linear de inflação defasada e hiato do produto, for estatisticamente suficiente para a previsão da inflação futura.

Os autores vão mais além e atentam para o fato de que bancos centrais geralmente suavizam mudanças nas taxas de juros fazendo com que nem sempre r_t^* seja alcançada. Assim, a equação passa a ser :

$$r_t = (1 - \rho)r_t^* + \rho r_{t-1} + v_t$$

Neste caso, $\rho \in [0,1]$ é um indicador do grau de suavização das mudanças na taxa de juros e v_t é um choque exógeno (com média zero) à taxa de juros.

Desta maneira, com o regime de metas inflacionárias, o manejo dos instrumentos de política econômica se torna prerrogativa do arbítrio das Autoridades Monetárias que, por sua vez, devem ter transparência em suas atitudes e, também, devem prestar de contas dos caminhos traçados. Em outras palavras, as metas numéricas de médio prazo para a inflação e o comprometimento oficial das autoridades devem ser tornados públicos. Dada a facilidade de assimilação do regime de metas inflacionárias pela população e pelos poderes públicos, o monitoramento externo das atividades das AMs se torna mais fácil e transparente fazendo com que o poder discricionário outorgado aos '*policymakers*' fique inibido pela prestação de contas dos mesmos ao público em geral (Holland & Canuto, 2002).

3. O Sistema de Metas de Inflação Brasileiro

Vimos, na seção anterior, a vertente teórica das metas inflacionárias e das regras de política monetária adotadas per várias nações. No entanto, tal vertente acaba esquecida, de certa forma, dado o apelo empírico do regime. De fato, isso pode ser percebido pela análise do regime das metas de inflação adotado pelo Brasil. Nosso sistema foi instituído em junho de 1999 com intuito de ser a âncora nominal dado o abandono do regime de câmbio fixo vigente até o início do referido ano. Depois de preparado terreno para a implementação do regime, as metas estabelecidas foram 8%, 6% e 4% para 1999, 2000, 2001, respectivamente. Também foram admitidos intervalos de tolerância de 2 pontos percentuais e a escolha do IPCA como índice de preços para o cálculo das metas.

A taxa de juros adotada como instrumento de PM foi a Taxa Selic Overnight cuja a meta passou a ser definida pelo Copom e, seguindo as diretrizes deste comitê, as mesas de mercado aberto passaram ajustar a liquidez de mercado diariamente para manterem a taxa de juros efetiva próxima da meta estipulada. As operações de mercado aberto são o instrumento principal para o ajuste de liquidez do sistema e são realizadas diretamente com 25 corretoras primárias (*primary dealers*) selecionadas duas vezes ao ano entre as melhores instituições do setor financeiro (Figueiredo, Fachada & Goldestein, 2002). Ou seja, o mercado aberto é de caráter secundário, isto é, nele são negociados títulos já lançados pelo BC.

Como forma de evitar a volatilidade na taxa de juros de curto prazo, o Banco Central pode fazer intervenções diárias no mercado por meio de operações de curta maturidade. Para tanto, realiza-se leilões informais (*go arounds*) diários – que podem ser de dinheiro ou títulos. A utilização deste instrumento na redução da volatilidade da taxa de juros se justifica não somente pela sua agilidade na sintonia fina da liquidez, pois atua diretamente sobre as reservas bancárias, como também pelo fato de a tendência mundial ser de diminuição dos recolhimentos compulsórios uma vez que estes aumentam a instabilidade da demanda por reservas (Carvalho, 2000). A participação nos leilões é restrita às instituições financeiras que possuem conta no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC), um sistema de eletrônico de registro escritural de créditos e débitos de operações financeiras.

Em recente artigo, Fraga & Goldfajn (2002), analisam as regras de políticas monetária seguidas pelo BC tendo como objetivo final a fixação da inflação num nível ótimo. Os autores mostram que o Copom (Comitê de Política Monetária) utiliza uma série de informações disponíveis – qualitativas e quantitativas - para uma melhor avaliação da tendência futura da inflação. Posteriormente, o comitê analisa as eventuais causas das disparidades entre a projeção feita e a meta de inflação para que haja uma reação de acordo com as recomendações técnicas exigidas. “Aqui é necessário distinguir entre choques de demanda e oferta e entre choques temporários e permanentes. Choques de demanda devem ser combatidos integralmente. Uma contração de demanda, por exemplo, deve ser compensada por uma política monetária expansionista. No caso de choques de oferta (também conhecidos como choques de custo) também temos seguido a recomendação tradicional: o impacto direto sobre o nível de preços é acomodado (ou seja, não provoca resposta da política monetária), mas se combatem os efeitos secundários (ou inerciais) do choque” (Fraga & Goldfajn, 2002).

3.1 A adoção da política de metas e a conjuntura enfrentada

A estabilização dos índices inflacionários se deu em um momento de ampla liquidez internacional em que a dívida externa do país estava praticamente equacionada permitindo um amplo ingresso de recursos. De outro lado, as condições de endividamento do Tesouro haviam melhorado. Esses fatos, somados a um período de ampla liquidez internacional, levaram a um grande ingresso de capitais razão pela qual o controle sobre o câmbio não se deu logo de início. O próprio movimento do mercado foi responsável pela sobrevalorização, que facilitou o ingresso de capitais e a própria estabilização (TAVARES, 1998). Após este primeiro momento, em foi permitida a valorização, o câmbio passou a ser controlado, através de um sistema de bandas cambiais, com o intuito de manter a estabilidade do indicador cambial. Aí se adota o regime de câmbio fixo articulado à ampla abertura comercial e financeira. Neste regime, o Banco Central ajusta as taxas de juros para o nível necessário à atração dos capitais e opera no intuito de obter uma meta cambial.

A articulação entre ampla abertura comercial e adoção de um câmbio valorizado geraram o crescimento do déficit da balança comercial que transitou de uma condição superavitária para uma outra fortemente negativa (Tabela 1). A geração de recursos para cobrir os déficits em transações correntes foi feita pela conta capital. A abertura financeira, aliada à adoção de altas taxas de juros, garantiu, inicialmente, o ingresso de capitais voluntários para fechar o balanço de pagamentos num momento de ampla liquidez dos mercados financeiros internacionais e o país passa, rapidamente, a ficar dependente da geração de recursos externos crescentes para fechar o seu balanço de pagamentos. Este é um dos elementos importantes do processo pois a necessidade de captar recursos externos torna a economia nacional fortemente dependente da avaliação destes capitais quanto ao país.

TABELA 2 – BALANÇO DE PAGAMENTOS SINTÉTICO 1993/2000 (EM U\$ 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
Serviços	15.585	14.743	18.564	20.349	25.865	28.250	25.825	25.460
Transf. Unilaterais	1.686	2.588	3.974	2.446	1.823	1.458	1.689	1.521
Transações Correntes	-592	-1.689	-17.972	-23.502	-30791	-33.445	-25.396	-24.595
Capital financeira	9.301	8.904	30.891	33.968	25.795	29.730	17.381	19.326
Δ 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

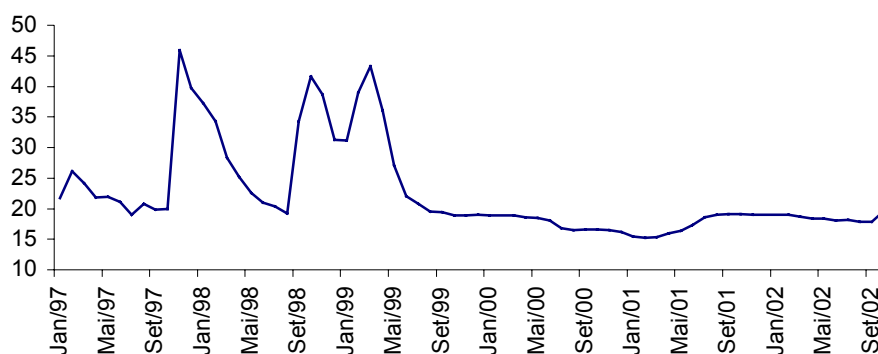
*Variação das reservas resulta da conjugação das contas de Transações Correntes com a conta Entradas líquidas de Capitais (ou capital e financeira)

Quando se adota o regime de âncora cambial, a dependência de capital externo, em condições de abertura financeira, impõe um mecanismo de determinação dos juros internos: o nível de juros estabelecido pela política econômica brasileira, como forma de atrair, manter e evitar saídas especulativas de capital, deve ser aquele que permita oferecer um cupom cambial capaz de cobrir o risco-brasil e o risco de câmbio. Este mecanismo levou a que os choques externos enfrentados pela economia brasileira, até 1999 gerassem seus impactos sobre grandes aumentos na taxa básica de juros de formas que o juros reais também foram afetados .

Isto, por si só, gerou impactos sobre a dívida interna, uma vez que, após a crise da Ásia, a instabilização gerada pelos choques sofridos fez com que a maior parte dos títulos da dívida interna voltassem a ser pós-fixados. Portanto, na adoção do regime de câmbio flutuante, a economia brasileira apresentava forte dependência de capitais externos, com perda de reservas; e Dívida Líquida do Setor Público crescente, sendo que a dívida interna se apresentava com uma preponderância de títulos pós-fixados indexados à taxa Selic e ao Câmbio.

Após a flexibilização cambial, percebe-se uma forte queda nas taxas de juros Selic que caiu de um patamar de 45% em março para 19% em dezembro. Da parte dos gastos do Governo, verifica-se um forte crescimento do superávit primário, que atinge o nível de 3,2% do PIB. Naquele mesmo ano, a inflação atingiu o patamar de 8,9%, mantendo-se dentro da meta para aquele ano. A flexibilização do câmbio também provoca uma melhora na situação da Balança Comercial brasileira que passa de um patamar de US\$ -6.404 em dezembro de 1998 para US\$ -698 em dezembro de 2000. Apesar do realinhamento dos preços administrados pelo governo, a inflação se apresentou mais controlada e, acompanhando a tendência de queda da mesma, o Banco Central manteve a redução gradual da Taxa Selic (Gráfico 1) que chegou a 15,75 % em Dezembro.

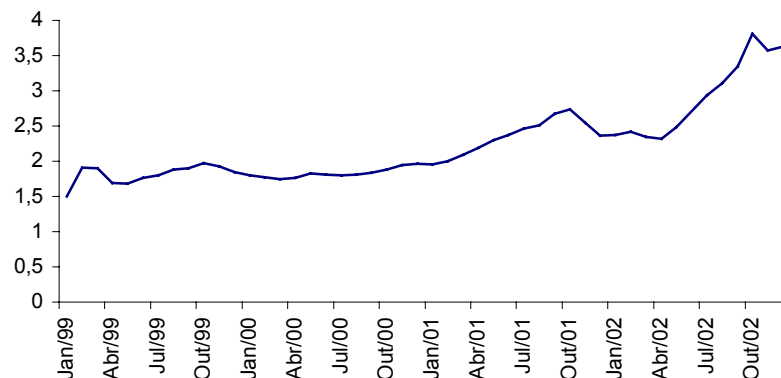
Gráfico 1 - Brasil
Taxa de Juros Selic



Na ausência de choques externos mais graves, a economia comportou-se de maneira mais favorável e a meta inflacionária de 6% foi alcançada com sucesso. A relação DLSP/PIB cresceu pouco, atingindo o patamar de 49,43%, pouco superior ao verificado no final do ano anterior.

Em 2001 o gerenciamento da política monetária foi mais difícil. No final do ano anterior, a previsão de inflação do Banco Central apontava para uma taxa de 3,9% para o ano, previsão esta aceita pelo mercado, com números bem similares. Entretanto, o que se observou foi um ano marcado por uma sucessão de choques desfavoráveis que colocaram a economia brasileira, já muito fragilizada, numa situação ainda mais delicada e de difícil reversão de curto e médio prazos. Dentre os choques mais importantes destacam-se a crise energética enfrentada pelo país, o fim da bolha especulativa nas bolsas mundiais, a crise Argentina e a desaceleração econômica mundial que teve seu golpe maior o ataque terrorista aos Estados Unidos. A junção destes fatores gerou impactos negativos sobre as expectativas dos agentes internacionais quanto ao Brasil, que passou a ter maior dificuldade de captação de recursos externos.

Gráfico 2
Câmbio (R\$/US\$)

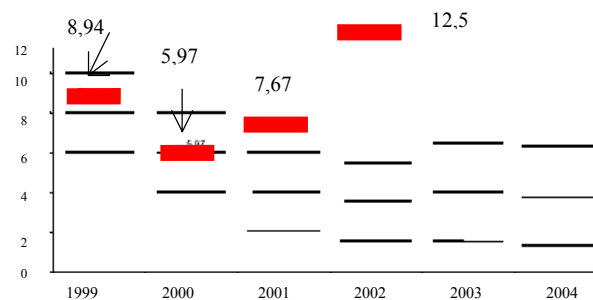


Houve uma contração do fluxo de capitais, o que não é fato surpresa, pois os grandes investidores internacionais geralmente deixam as economias emergentes em caso de crise e assumem posições menos arriscadas, mesmo que com taxas de juros menos atraentes. Entretanto, apesar das turbulências da economia mundial, o fluxo de investimentos estrangeiros diretos manteve-se em nível significativo, embora menor que o volume do ano anterior, alcançando a cifra de US\$22,6 bilhões, correspondente a 97% do déficit em Transações Correntes (Balanço Geral da União, 2001). Mas, dadas as expectativas negativas, houve forte saída de recursos pelas outras contas do lado financeiro do Balanço de Pagamentos, que sobrepujou o movimento do Investimento Direto Líquido (IDL). O resultado final foi uma insuficiência dos ingressos pela conta capital para cobrir o déficit em transações correntes.

No ano em questão houve uma grande volatilidade do câmbio (Gráfico 2) e do Risco Brasil (Gráfico 9), sendo que o primeiro desvalorizou-se 20,9% na média. No entanto, ainda que os maiores impactos tenham se dado sobre o câmbio, geraram-se conseqüências também sobre os juros cujas taxas foram elevadas no sentido de impulsionar a atração de capitais de curtíssimo prazo. Assim, em março do referido ano, houve a primeira elevação da taxa Selic que passou para 19% em julho e se manteve inalterada até o final do ano³.

Além da atuação no mercado através da taxa de juros, o BC se viu obrigado a fazer uma política monetária ainda mais restritiva na tentativa de manter a inflação anual dentro do intervalo permitido pelo regime de metas de inflação. Para isso foi aumentado o percentual do recolhimento compulsório sobre depósitos a prazo e à vista, buscando a redução da liquidez do sistema⁴. Entretanto, tal esforço foi em vão, dado que a meta não foi cumprida tendo a inflação atingido o patamar de 7,7% anual (Gráfico 3), mesmo com uma política cambial de oferta adicional de US\$ 50 milhões diários até o fim do ano, num total de US\$ 6 bilhões, e com a emissão de títulos indexados à variação cambial.

Gráfico 3 - Brasil
Metas Inflacionárias (limite superior, meta central, limite inferior e taxa de inflação (% p.a.)

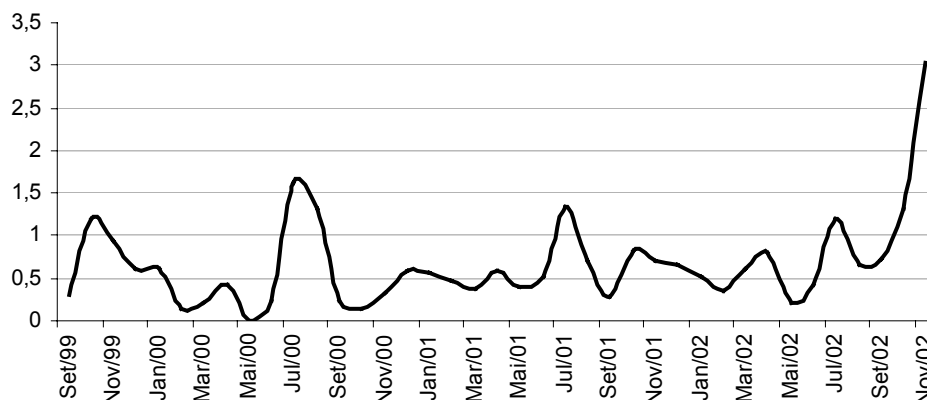


fonte : Minella et alli (2002)

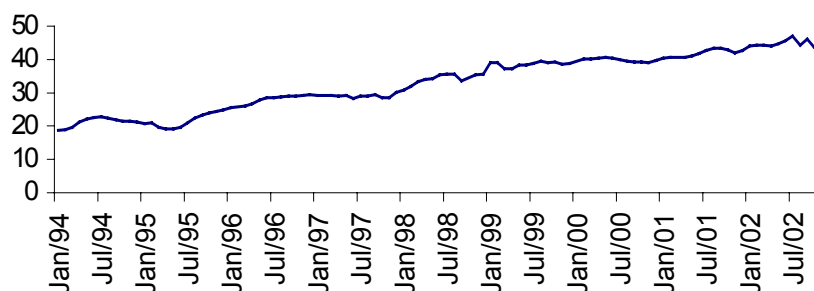
Tal volatilidade teve forte influência sobre o índice de inflação (Gráfico 4), seja diretamente, através do repasse cambial para os preços, seja indiretamente através de seu efeito sobre certos preços administrados por contrato, como combustíveis e energia, que aumentaram em 10,4%.

³ O importante a ser ressaltado é a alta periculosidade de tal política uma vez que juros muito altos podem ser interpretados como um risco de 'default' como será discutido mais adiante.

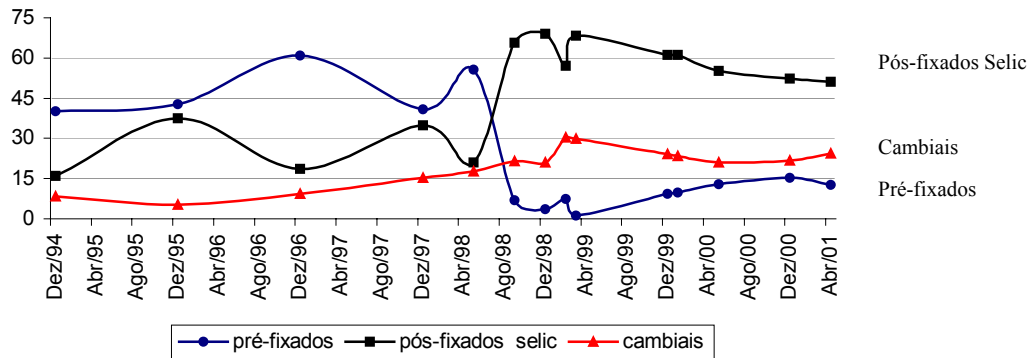
⁴ No entanto, já sabemos que a atuação sobre agregados monetários não gera efeitos positivos sobre a política monetária.

Gráfico 4 : Inflação (IPCA)

Tendo em vista a volatilidade apresentada pelos juros e câmbio e mantido o alto patamar de títulos públicos, a situação fiscal se deteriorou em 2001. Isso ocorreu apesar do significativo superávit primário consolidado do setor público não-financeiro de R\$43,7 bilhões (3,75% do PIB). O resultado foi uma Dívida Líquida do Setor Público como razão do PIB de 53,3% ao final de 2001, frente a 49,4% em dezembro de 2000 (Gráfico 5).

**Gráfico 5
DLSP Consolidado (%)**

As operações com títulos públicos federais em 2001 foram influenciadas pelo cenário econômico internacional desfavorável. A participação de títulos pré-fixados no total da dívida mobiliária federal emitida competitivamente reduziu-se de 21,4% ao final de 2000 para 11,8% ao final de 2001 (Gráfico 6 e Tabela 2).

Gráfico 6 Títulos públicos federais - participação percentual por indexadores mais importantes

fonte : Secretaria do Tesouro Nacional

O Tesouro nacional iniciou o ano, buscando um alojamento nos prazos da dívida pública e tentando aumentar a participação dos títulos pré-fixados, o que mostrou-se inviável tendo em vista os choques sofridos. De fato, o início do ano foi marcado pela oferta de LTNs⁵ mas, em meados de março, com o primeiro aumento da meta para a Selic, o mercado começou a rejeitar os títulos pré-fixados, que tiveram suas colocações interrompidas.

Tabela 2 - Dívida pública mobiliária federal interna por tipo de rentabilidade

R\$ bilhões												
Período		Prefixados		Taxa Selic		Índice de Preços		Câmbio		Outros		Total
		Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor
1999	Dez	40	9,0	252	57,0	25	5,6	101	22,8	25	5,6	441
2000	Dez	75	14,8	267	52,2	30	5,9	114	22,3	24	4,8	511
2001	Mar	75	14,1	269	50,1	38	7,1	129	24,1	25	4,6	536
	Jun	63	10,8	292	50,2	42	7,2	156	26,8	29	5,0	581
	Set	57	9,1	310	49,3	42	6,6	197	31,4	23	3,6	629
	Dez	49	7,8	329	52,8	44	7,0	179	28,6	24	3,8	624
2002	Jan	48	7,6	334	52,6	51	8,1	186	29,4	15	2,4	635
	Mar	57	9,1	320	51,2	54	8,6	180	28,7	15	2,4	626
	Jun	56	8,6	308	47,1	58	8,9	217	33,2	15	2,3	654
	Set	43	6,5	272	41,3	63	9,6	268	40,7	13	1,9	659

⁵ A Letra do Tesouro Nacional (LTN) é um título pré-fixado sem fator de remuneração e, os juros a serem pagos estão implícitos no deságio do título quando de sua emissão e, pagos quando do seu resgate pelo valor nominal de face. (Fortuna, 2002:69)

Para superar as adversidades, aumentou-se progressivamente o volume de colocações de LFTs⁶. A retomada das colocações de LTN, com prazo mais curto, aconteceu em maio a taxas próximas de 20% a.a. que chegaram à 24,28% a.a. com o aumento da incerteza.

No final do ano, o cenário econômico teve ligeira melhora, dada a perspectiva do mercado de descolamento das condições econômicas do Brasil e da Argentina, o que possibilitou a colocação de títulos prefixados de prazos mais longos. No mês de outubro, o mercado começou a preferir as NTN-D⁷, títulos indexados à variação cambial, o que causou a suspensão das emissões de LFT, indexadas à Selic, contribuindo para a estratégia de reduzir a vinculação da dívida mobiliária federal à taxa básica de juros.

Na verdade, as NTN-D voltaram a ser colocadas já no início de setembro e, ao final do mesmo, o Banco Central suspendeu definitivamente com a colocação no mercado de seus papéis cambiais, as NBCE (Notas do Banco Central série E), em cumprimento à Lei de Responsabilidade Fiscal, que estabeleceu o encerramento das emissões de títulos pelo Banco Central a partir de maio de 2002.

Assim, o Tesouro Nacional e o Banco Central deram início a um processo de transição na administração da dívida interna indexada à variação cambial, afastando a possibilidade de problemas de descontinuidade na condução das políticas cambial e monetária. Em decorrência disso, a participação de títulos indexados à variação cambial na dívida mobiliária total passou de 28% ao final de 2000 para 39,9% ao final de 2001. As NTN-C⁸ - títulos indexados ao IGP-M – foram também utilizadas ao longo do ano, com prazos de vencimento entre 4 e 30 anos, e tiveram

⁶ As Letras Financeiras do Tesouro (LFT) são emitidas como objetivo de prover os recursos necessários à cobertura dos déficits orçamentários ou à realização de operações de crédito por antecipação de receitas para atendimento de determinações legais. Elas rendem a taxa média ajustada dos financiamentos diários apurados no SELIC (Sistema Especial de liquidação e Custódia) para títulos públicos federais, calculada sobre o valor nominal. O seu resgate é feito pelo valor nominal acrescido do respectivo rendimento, desde a data-base do título. (Fortuna, 2002)

⁷ “O valor nominal do título na data-base é atualizado pela variação da cotação de venda do dólar americano no mercado de câmbio de taxas livres, sendo consideradas as taxas médias dos dias úteis imediatamente anteriores à data-base e à data de vencimento do título. Paga juros semestralmente com ajuste no primeiro período de fluência quando couber. O primeiro cupom de juros a ser pago contemplará a taxa integral definida para seis meses, independente da data de emissão do título. A taxa de juros é definida quando da emissão de título, em porcentagem ao ano e é aplicada sobre o valor nominal atualizado. O prazo de resgate do título é definido pelo Ministério da Fazenda quando da emissão do título por oferta pública ou colocação direta em favor do interessado. O principal é pago em parcela única na data do vencimento do título. Os cupons de juros dos títulos com prazo igual ou superior a cinco anos emitidos em oferta pública entre 01/10/97 e 17/07/00 podem ser negociados separadamente do principal, permanecendo com suas características de emissão. Esses títulos dão aos bancos um ativo bem ajustado ao passivo (exigibilidades), cujas remunerações estejam vinculadas ao dólar e, portanto servindo como instrumento de proteção para quem dispõe de caixa, para neles investir.” (Fortuna, 2002:66)

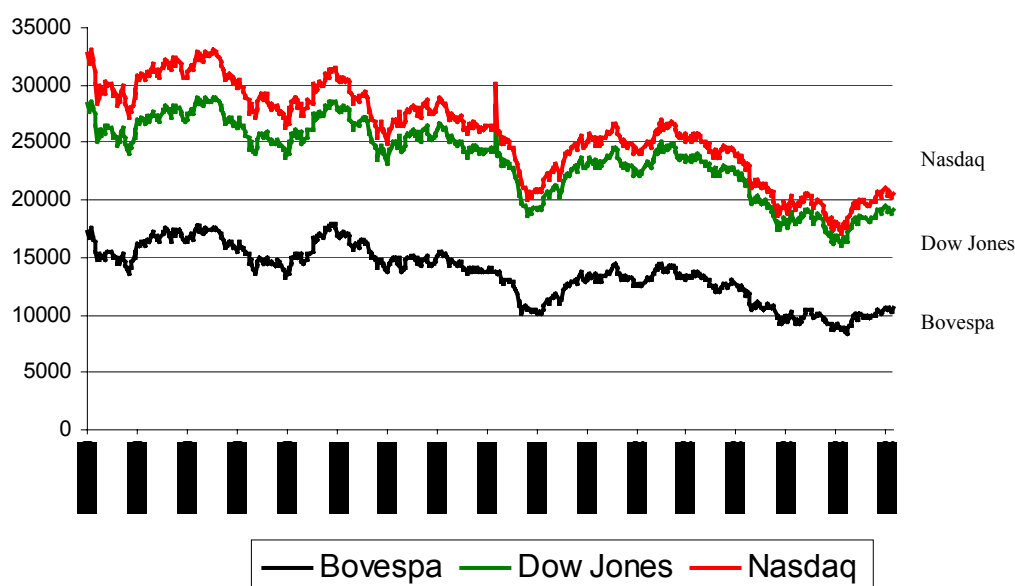
⁸ As NTN-C seguem, basicamente as mesmas regras das NTN-D. “Os leilões de NTN-C são realizados em duas etapas, sendo que na primeira é estabelecido o preço dos títulos e o pagamento se dá em espécie e na segunda o pagamento é através de créditos securitizados e outros títulos de responsabilidade do Tesouro Nacional.” (BGU, 2001)

um papel importante na estratégia de completar mercados e gerar parâmetros de taxa real de juros de longo prazo (Balanço Geral da União, 2001).

No ano de 2002, o governo brasileiro continuou com sérios problemas estruturais de equacionamento de suas finanças. Além dos entraves já relatados, o país teve que enfrentar um desaquecimento da economia mundial, puxado pela economia norte-americana. Os problemas econômicos mundiais do ano anterior contaminaram muito o ano e, como consequência, geraram uma perspectiva de instabilidade política. Se isso não bastasse, os EUA enfrentaram sérias fraudes contábeis em várias de suas grandes corporações, o que abalou a confiança dos investidores e gerou um efeito em cascata de anúncio de redução de lucros e dividendos a serem pagos. O resultado foi uma grande volatilidade dos índices, uma crescente aversão ao risco e queda dos índices das Bolsas de valores brasileira e norte-americanas, como observado pelo Gráfico, e atingindo também os mercados europeu e japoneses.

Se, em países de economia madura e bem mais consolidadas, o processo atingiu patamares tão negativos, a situação brasileira se caracterizou por uma piora bem mais considerável. Fatores como o encolhimento dos fluxos externos, as incertezas quantos às fontes de financiamento do balanço de pagamentos e uma maior aversão ao risco por parte dos investidores provocaram forte instabilidade no mercado doméstico. Essa instabilidade veio a aumentar ainda mais com o início da campanha presidencial e provocou uma depreciação considerável do câmbio que só veio a sofrer uma reversão em meados de novembro após a consolidação do processo eleitoral.

Gráfico 7 – Brasil e EUA
Bolsas de Valores (pontos)



Para iniciar o ano de 2002 com um mínimo de estabilidade e honrar o pagamento do serviço da dívida, as Autoridades Monetárias brasileiras buscaram um novo acordo com o FMI e uma maior meta de superávit primário. No mercado financeiro, o governo se viu pressionado a lançar novas modalidades de títulos financeiros para atender, pelo menos em parte, as expectativas do mercado. De início, foram realizadas swaps⁹ cambiais, conjugadas à oferta de LFTs¹⁰, no sentido de evitar perturbações que se observavam na curva de cupom cambial¹¹ e prevenir contra efeitos secundários e indesejáveis na execução da política monetária. Num outro front, o tesouro nacional concentrou-se, no início de 2002 na emissão de LTNs que tiveram um ligeiro aumento percentual na participação o total da dívida pública mas nada de se comemorar.

O mercado financeiro entrou em ebulição com o início das campanhas para as eleições presidenciais e as dúvidas advindas das atitudes do novo governo. Neste momento é que se vê o quão dependente é o país em relação ao capital externo e como isso afeta toda a economia. O risco país disparou (Gráfico 9), a taxa de câmbio desvalorizou-se consideravelmente (Gráfico 2) e o Ibovespa (Gráfico 5), já contaminado pela recessão mundial, sofreu outro golpe.

Além disso, as autoridades monetárias tentaram imprimir o cumprimento da obrigatoriedade da marcação a mercado¹² em meados de 2002 e isso provocou uma ebulição maior no mercado com grandes volumes de migrações de fundos de investimento para depósitos de poupança, a prazo e/ou a vista. O BC também promoveu grandes leilões de LFTs no intuito de reduzir o prazo médio das mesmas em poder do mercado. Para contrapor esse processo, o BC fez uma operação prática de política monetária e aumentou o compulsório, como já havia feito no ano anterior, sobre os depósitos à vista e a prazo (em 3 p.p.) e depósitos de poupança (em 5 p.p.). O

⁹ são acordos privados entre duas empresas para a troca futura de fluxos de caixa. No caso do swap cambial, a troca permite alterar características dos pagamentos em câmbio ou a receber, isto é, permite-se o pagamento de uma taxa fixa de câmbio, em lugar de uma taxa flutuante, ou vice-versa, permitindo uma proteção (hedge) contra os riscos de uma variação acentuada das taxas ou, para os que querem correr os riscos das oscilações cambiais, a especulação com as variações. (Fortuna, 2002:287)

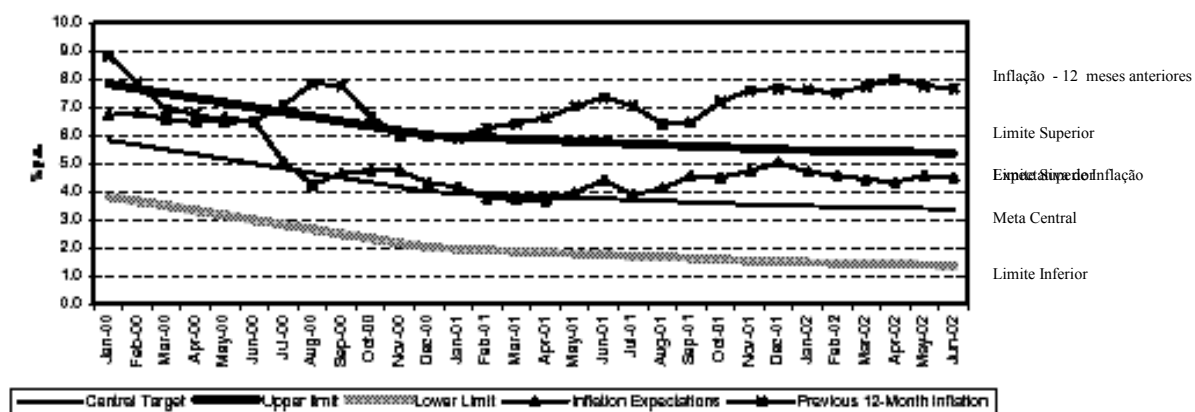
¹⁰ As Letras Financeiras do Tesouro (LFT) são emitidas como objetivo de prover os recursos necessários à cobertura dos déficits orçamentários ou à realização de operações de crédito por antecipação de receitas para atendimento de determinações legais. Elas rendem a taxa média ajustada dos financiamentos diários apurados no SELIC (Sistema Especial de liquidação e Custódia) para títulos públicos federais, calculada sobre o valor nominal. O seu resgate é feito pelo valor nominal acrescido do respectivo rendimento, desde a data-base do título.

¹¹ “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), tomando-a como a relação entre a taxa básica da economia (constituída pelos depósitos interbancários DI) e a taxa de desvalorização do dólar (DOL): $I = DI / DOL$.” (Corrêa & Almeida Filho, 2002)

¹² A Marcação a Mercado – Mark to Market – MtM, refere-se à precificação diária dos títulos e valores mobiliários e dos instrumentos financeiros derivativos existentes nas carteiras das instituições financeiras, quer sejam adquiridos no Brasil ou no exterior. Eles devem ser registrados pelo valor efetivamente pago, inclusive os gastos com corretagens e emolumentos. (Fortuna, 2002:563)

Banco Central fez outras atuações no sentido de alongar o perfil da dívida brasileira e tentar dar estabilidade ao sistema (Banco Central do Brasil, 2002).

Gráfico 8
Meta de Inflação e Expectativa de Inflação 12 meses à frente, e Inflação 12 meses anteriores



fonte: Minella et alli (2002)

Como se pode perceber, a solução encontrada pelas autoridades em função dos diversos choques observados na economia brasileira foi a calibragem da PM sendo que o impacto de todos estes fatores no regime de metas inflacionárias pode ser visto no Gráfico 8 em que se pode observar um certo descolamento da expectativas de inflação do setor privado em relação às metas estabelecidas pelo Governo Federal. As consequências, em termos de PM, são taxas de juros elevadas (gráfico 1), mesmo com o regime de câmbio flutuante.

Com os aumentos constantes de preços, principalmente os administrados, fruto da forte desvalorização cambial observada no segundo semestre de 2002, a meta para 2003 provavelmente não se cumprirá, dado que grande parte dos preços administrados, principalmente as tarifas públicas, são corrigidos pelo IGPM do ano anterior e este índice é fortemente influenciado pela variação cambial.

3.2 Limite da política de Metas inflacionárias – uma crítica

Conforme destacamos até aqui, após 1999, com a adoção do câmbio flutuante¹³, a forma de atuação das Autoridades Monetárias se alterou, por imposição do novo regime cambial frente aos parâmetros estruturais. A estabilidade passa a centrar-se na definição de metas inflacionárias,

¹³ - Para um estudo comparado entre México, Brasil Argentina e Venezuela acerca dos princípios da política de taxa de câmbio nestes países, vide CORDEN (2001) e também ROETT (2001.). Para um estudo do caso da migração da âncora

subordinando às mesmas o nível dos juros. Teoricamente, o câmbio é que seria o principal componente de ajuste às mudanças de expectativas dos aplicadores. Numa situação de crescimento do Risco Brasil, os juros permanecendo relativamente estáveis, impõe-se o ajuste do câmbio.

De fato, as taxas de juros nominais foram persistentemente mais baixas desde 1999, quando o Brasil aderiu ao regime de câmbio flutuante e desde que o Banco Central passou a operar com as metas inflacionárias. A taxa de juros nominal flutuou, porém, mesmo na Crise Argentina, numa amplitude substancialmente menor do que aquela que foi necessária para estancar as crises anteriores. (a taxa de juros real se manteve relativamente estável em mais ou menos 10% a.a.). Ou seja, quando o Banco Central trabalha com metas para as taxas de câmbio, os choques externos são absorvidos pela taxa de juros. Quando se adota o câmbio flutuante e metas inflacionárias (que definem patamares mais rígidos para as taxas de juros) os choques impactam em primeiro plano o câmbio. Neste caso, as taxas de juros não precisam ser utilizadas para defender o câmbio. As autoridades monetárias passam a se mover no intuito de alcançar as metas inflacionárias. Os juros agem no sentido de eliminar os efeitos sobre preços, gerados pela depreciação da taxa de câmbio, permanecendo os limites para o exercício da coordenação macroeconômica.

A despeito do forte controle do Banco Central e de que os juros se encontram em patamares mais baixos do que os do período anterior, o que verificamos é : que o nível dos mesmos continua muito alto; que a DLSP tem forte resistência à baixa; que as metas só foram atingidas quando não houve qualquer choque externo. Este destaque é importante porque o regime de metas adotado no Brasil é do tipo flexível, envolvendo bandas superiores e inferiores, justamente para serem um “colchão” contra eventuais choques.

Ocorre, no entanto, que, estes colchões não são suficientes pois, na presença de choques o risco Brasil é afetado. As crises econômicas enfrentadas pelo país afetam a percepção do Risco país¹⁴, agora por duas vias: a dos juros e a do câmbio e rebate na relação Dívida Líquida do Setor Público/PIB.

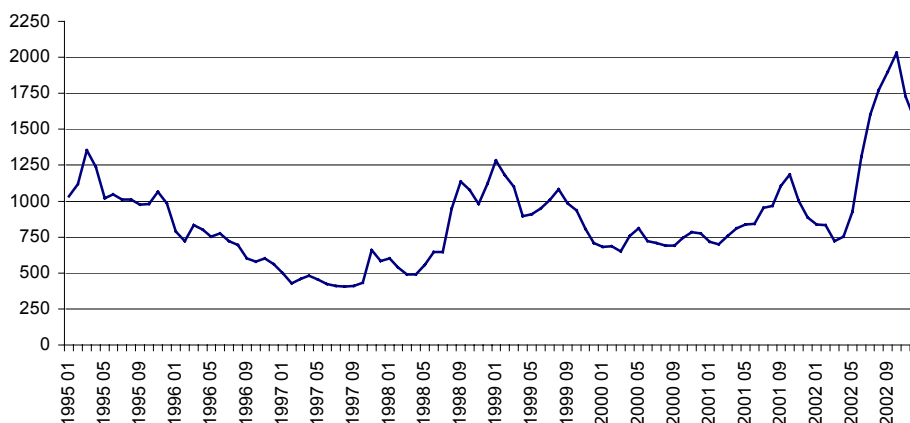
Dada a necessidade constante de captação de recursos internacionais, o governo se vê obrigado a gerar um superávit primário para sinalizar positivamente ao mercado. Mas a dificuldade de captação de recursos gera uma depreciação do real que resulta numa maior dívida interna dado que grande parte dos títulos são indexados ao dólar pois, agora, os agentes exigem tais tipos de títulos para justamente resguardarem suas posições. Sendo a análise da solvência do país basicamente relacionada com a relação dívida/PIB, cresce o risco de um futuro *default*. Gera-

cambial para o regime flexível no Brasil, vide CARDOSO (2001), destacando-se que a autora destaca como ponto central de sua análise a necessidade do ajuste fiscal.

¹⁴ O risco país se baseia na diferença entre a remuneração requerida do C-Bond brasileiro e do T-Bond americano (Gráfico 9) e é medido hoje pelo índice Embi +.

se um ciclo vicioso pois cresce a necessidade de recursos para fechar o balanço de pagamentos mas qualquer movimento negativo dos mercados internacionais afeta o C-bond e o Risco Brasil. Esse movimento gera expectativas negativas de desvalorização cambial.

Gráfico 9 : Risco-País (C-bond – spread em pontos-base) Mensal



Tendo em vista o impacto da percepção dos investidores externos sobre as condições da economia nacional vários estudos têm sido realizados envolvendo a análise de quais são as principais causas a influenciar no afluxo dos capitais forâneos. Estes estudos envolvem a análise do comportamento dos mesmos para vários países da América Latina. Levantam as variáveis que seriam as mais importantes para explicar os fluxos de capital nos referidos países. Calvo, Leiderman e Reinhart(1993), em estudo que envolveu Argentina, Bolívia, Brasil Chile, Colômbia, Equador, México, Peru, Uruguai e Venezuela, chegaram à conclusão de que os fluxos de capital para a América Latina foram parcialmente explicados por fatores externos. Indicavam que saídas de capitais poderiam estar associadas a uma maior vulnerabilidade macroeconômica.

Uma parte dos casos estudados já indicava que havia uma forte relação entre fatores externos e reservas. Cardoso e Goldfajn (1998) estudaram o caso do Brasil e seus resultados indicaram que as taxas de juros oferecidas e o efeito contágio eram os maiores determinantes dos fluxos de capital. Garcia e Valpassos (1998), também estudando o caso do Brasil, consideraram que as variáveis mais importantes para explicar o movimento dos fluxos de capital são o diferencial oferecido pelas taxas de juros e o crescimento do déficit público. Os resultados empíricos apresentados por Vieira e Holland (2002) , por outro lado, sugerem uma endogeneidade do diferencial de taxa de juros em relação ao risco país. Em outras palavras, embora investidores levem em consideração a taxa de juros *'forward'* e a desvalorização esperada da taxa de câmbio para calcular seus retornos em relação à taxa de juros internacional, eles atribuem uma

probabilidade maior de ‘default’ quando as autoridades monetárias trabalham com políticas de altas taxas de juros e o peso disso nos futuros pagamentos dos juros.

4. Considerações Finais

Ora, os determinantes do movimento dos fluxos de capital de curto prazo são os mesmos que definem o risco país. Neste sentido, é possível verificar que o efeito contágio é considerado um elemento fundamental. Com o regime de taxas flutuantes, o contágio se faz sentir por um aumento no risco-país, gerando conseqüências sobre o cupom e sobre o câmbio. A depreciação do câmbio é fortalecida também pelo fato de que o aumento do risco-país torna mais cara a negociação de títulos brasileiros (privados e públicos) no exterior. Isto dificulta o lançamento de novos títulos e a rolagem de dívidas antigas, diminuindo o ingresso de capitais na Conta Capital do Balanço de Pagamentos e, mesmo, a saída de recursos do País. Some-se a isto, a problemática das contas externas. Ou seja, mesmo quando melhoram as condições da Balança Comercial, e quando aumenta o ingresso de IDL, a saída de recursos pelo lado de capitais de curto prazo não permite o ajuste das contas.

Uma vez que a situação de alto endividamento externo e interno se instala em uma economia, a reversão é difícil e custosa. Pela descoordenação que causa entre decisões de investimento produtivo e decisões de aplicação de portfólio, as medidas de política econômica de ajuste do câmbio, ou mudança de regime com a adoção do câmbio flutuante, apresentam limites, especialmente quando adotadas isoladamente, sem reformas mais profundas. Isto por que, como se pode perceber, em situação de forte dependência de capitais externos o país é fortemente afetado por choques e por expectativas dos investidores internacionais. Esta situação é incompatível com o arcabouço teórico que envolve a adoção do regime de metas. Ou seja, não é meramente a adoção de políticas públicas críveis que afetam o ambiente econômico. É a impossibilidade de se saber qual é o movimento dos capitais e qual a sua magnitude.

A este respeito, de acordo com Sicsú (2002a.:30-1)

“Nenhum país, entre aqueles de economia desenvolvida, reduziu a inflação em razão da adoção de metas. (...) Não há evidências de que conceder ao banco central a tarefa única de alcançar uma meta de inflação seja benéfico. O Federal Reserve System tem explicitamente dois objetivos, conter a inflação (sem qualquer meta fixada) e buscar o pleno emprego. E ninguém pode negar que os Estados Unidos foi o país que obteve mais sucessos econômicos na década de 1990. Em suma, as evidências são, no mínimo, inconclusivas em relação à adoção do regime de metas. Ademais, existem controvérsias relevantes acerca de teoria que sustenta tal regime. Portanto, utiliza-lo principalmente em fases de desaquecimento da economia poderá deixar muitos governos sem um importante instrumento de combate ao desemprego.”

No caso específico do Brasil, dada a necessidade de recursos externos e o perfil da dívida interna, gera-se um paradoxo pois as agências de *rating* e os organismos multilaterais passam a exigir a melhoria dos “fundamentos do país”. Como o ajuste deve envolver a garantia de pagamento dos passivos assumidos e como para eles não se coloca a possibilidade de reduzir os juros em momentos de forte necessidade de capital, o aval destes organismos sempre vai à mesma direção histórica: (i) exigência do aprofundamento da liberalização comercial, justamente em países que enfrentam desequilíbrios de balanço de pagamentos e (ii) ajuste fiscal (corte de gastos e aumentos de impostos) mais elevação da taxa de juros, justamente em economias que atravessam fases de recessão ou desaceleração e que terão também a própria dívida afetada pelo crescimento dos juros.

A análise de *rating* fica na estrita observância dos movimentos que envolvem a relação dívida/PIB. 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 mudança da estratégia do ajuste via irrestrita abertura comercial e financeira os custos vão ficando maiores. Até este momento 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 1998 e 2000, mas o pagamento com juros consumiu 214,3 bilhões. A alegação do Governo de que o superávit primário, conseguido através de cortes de gastos na administração pública, mais o esforço de arrecadação serviriam para compensar, ao menos em

parte, os encargos da dívida, evitando uma trajetória explosiva, não se verifica na prática. Mas, se o ajuste primário não segura a expansão da dívida, por que 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). Resta saber até quando é possível continuar apenas nesta via de ajuste, com o intuito central de gerar confiança aos investidores externos.

5. Referências Bibliográficas

ARBEX, M. A. & FONTES, R. Credibilidade das Políticas Econômicas no Brasil: Uma Análise Empírica do Período 1990-1998. **Economia Aplicada**. São Paulo, FIFE/FEA-USP, v. 3, n. 1, p. 23-45. Janeiro - Março 1999.

BALANÇO GERAL DA UNIÃO 2001. *Secretaria Federal de Controle Interno, Tesouro Nacional, Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão. CD ROM*.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Estabilidade Financeira**: Brasília, nov. 2002. 180 p. Disponível em : <<http://www.bcb.gov.br/htms/estabilidade>>. Acesso em : 22 nov. 2002 .

BOGDANSKI, J, TOMBINI, A.A. & WERLANG, S.R. Implementing Inflation Target in Brazil. **Banco Central do Brasil Working Paper Series**, Brasília, n. 1, 2000,

BRESSER-PEREIRA, L.C. & NAKANO, Y. **Uma Estratégia de Desenvolvimento com Estabilidade**, São Paulo, janeiro 2002, mimeo.

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

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

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

CLARIDA, R.; GALI, J.; GERTLER, M. Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory . **NBER Working Paper Series**, 6442, march 1998.

CORRÊA, V. P. & ALMEIDA FILHO, N. Engrenagem Macroeconômica Global: Inserção Subordinada e Custos de Reversão para a Economia Brasileira . Uberlândia : mimeo. 2002.

DELFIN NETTO, A. Sobre as Metas Inflacionárias . **Economia Aplicada**. São Paulo, FIFE/FEA-USP, v. 3, n. 3, p. 357-382. Julho - Setembro 1999.

FIGUEIREDO, L.F. , FACHADA, P. , GOLDESTEN, S. Monetary Policy in Brazil : Remarks on the Inflation Targeting Regime, Public Debt Management and Open Market Operations. **Banco Central do Brasil Working Paper Series**, n. 37, Mar 2002.

FORTUNA, E. **Mercado Financeiro : Produtos e Serviços** . RJ : Quality Mark, 2002

FRAGA, A. & GOLDFAJN, I. Política Monetária no Brasil . **Valor Econômico**, São Paulo, 06 nov. 2002 .

GARCIA, M & VALPASSOS . Capital Flows, Capital Controls and Currency Crisis: the case of the Brazil in the Nineties. Rio de Janeiro, **Texto para Discussão, PUC/Rio** No. 389, nov. 1998.

HOLLAND, M. & CANUTO, O. **Flutuações Cambiais, Estratégias Monetárias e Metas de Inflação**. Uberlândia: Economia e Textos n. 04. Textos Didáticos e para Discussão do IE-UFU, 2000 .

KING, M. **Challenges for Monetary Policy: New and Old**. Kansas City, Kansas: Federal Reserve Bank of Kansas City, 1999.

Disponível em : <<http://www.frbkc.org/PUBLICAT/SYMPOS/1999/s99king.pdf>>.

Acesso em : 29 set. 2002 .

MINELLA, A. et alli. Inflation Targeting in Brazil: Lessons and Challenges. **Banco Central do Brasil Working Paper Series**, Brasília, n. 53, 2002.

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

PERSSON, T. & TABELLINI. Political Economics and Macroeconomic Policy. **NBER Working Paper Series**, Cambridge, MA, working paper 6329, December 1997.

ROMER, D. **Advanced Macroeconomics**. 2nd. ed. New York: McGraw-Hill/Irwin, 2001 .

SCHMIDT-HEBEL, K. & WERNER, A. **Inflation Targeting in Brazil, Chile, and Mexico: Performance, Credibility and the Exchange Rate**, Working Paper no. 171, Central Bank of Chile, July 2002.

SICSÚ, J. Credible Monetary Policy: a Post Keynesian Approach. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 23, n. 4, summer 2001 .

SICSÚ, J. Teoria e Evidências do Regime de Metas Inflacionárias. **Revista de Economia Política**, v. 22, n. 1 (85), Janeiro-março. 2002 (a).

SICSÚ, J. **Políticas Não Monetárias de Controle da Inflação : Uma Proposta Pós-Keynesiana Política**. 2002. Trabalho apresentado no VII Encontro Nacional de Economia Política, Curitiba, 2002 (b).

TAVARES, M. C. **A Economia Política do Real**. *Mimeo*. 1998.

TAYLOR, J.B. **Discretion versus Policy Rules in Practice**. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39:195-214. 1993.

Disponível em : <<http://www.stanford.edu/~johntayl/papers/Discretion.pdf>>.

Acesso em : 29 set. 2002 .

TAYLOR, J.B. **Using Monetary Policy Rules in Emerging Market Economies**. Stanford: Stanford University, Dec 2000.

Disponível em : <<http://www.stanford.edu/~johntayl/papers/Bank of Mexico Paper.pdf>>.

Acesso em : 29 set. 2002 .

VIEIRA, F. & HOLLAND, M. **Country Risk Endogeneity, Capital Flows and Capital Controls in Brazil**. Trabalho apresentado no XXX Encontro Nacional de Economia da ANPEC, Nova Friburgo, RJ, 2002 .