UNIVERSIDADE FEDERAL DA BAHIA
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

EVERTON FREIRE DE CARVALHO

O PROCESSO DE INTERNALIZAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA: UMA ANÁLISE SOB A ÓTICA NEOCLÁSSICA E KEYNESIANA PARA O PERÍODO DE 1995 A 2006

FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
Biblioteca
Coleção Periódicos

SALVADOR
2007

EVERTON FREIRE DE CARVALHO

O PROCESSO DE INTERNALIZAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA: UMA ANÁLISE SOB A ÓTICA NEOCLÁSSICA E KEYNESIANA PARA O PERÍODO DE 1995 A 2006

Trabalho de conclusão de curso apresentado no curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal da Bahia como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Osmar Gonçalves Sepúlveda

SALVADOR
2007

Ficha catalográfica elaborada por Joana Barbosa Guedes CRB 5-707

Carvalho, Everton Freire de

C331 O processo de internalização da dívida pública brasileira: uma análise sob a ótica neoclássica e keynesiana para o período de 1995 a 2006 / Everton Freire de Carvalho. – Salvador, 2007.

58 p. ilust.

Trabalho de conclusão de curso (Graduação em Economia) – Faculdade de Ciências Econômicas da UFBA, 2007.

Orientador: Prof. Osmar Gonçalves Sepúlveda

1. Dívida pública. 2. Economia neoclássica. 3. Economia keynesiana I. Carvalho, Everton Freire de. II. Título.

CDD – 336.3

EVERTON FREIRE DE CARVALHO

O PROCESSO DE INTERNALIZAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA: UMA ANÁLISE SOB A ÓTICA NEOCLÁSSICA E KEYNESIANA PARA O PERÍODO DE 1995 A 2006

Aprovada em 17 de julho de 2007

Orientador: _____

Prof. Osmar Gonçalves Sepúlveda

Faculdade de Economia da UFBA

_____

Prof.ª Celeste Maria Philigret Baptista

Faculdade de Economia da UFBA

_____

Prof. Luiz Antônio Mattos Filgueiras

Faculdade de Economia da UFBA

Dedico este trabalho a minha mãe Irani, que esteve presente em todos os momentos da minha vida, assim como, em minha passagem pela Universidade, sempre me dando total apoio, inclusive no período de construção deste trabalho e a meu pai Luiz por todo apoio psicológico e material, que possibilitou a minha dedicação integral aos estudos.

AGRADECIMENTOS

Inicialmente agradeço a meus pais, pelos ensinamentos da vida e por todas as oportunidades materiais que propiciaram chegar a Universidade. A minha irmã Helena, que apesar de nossos conflitos e diferenças, aprendi a respeitá-la e amá-la. A minha irmã e afilhada Lizandra, que nos momentos mais críticos da monografia não deixou de me "pentelhar".

A minha avó Ismerita Freire, que diferente de mim tem muita fé em deus. A todos os membros da minha enorme família Freire de Carvalho; tias, tios, primas e primos, em especial a Igor, além de um grande amigo foi o cara que descobriu o meu "dom" de ser economista.

Agradeço também a meus amigos do condomínio Solar do Barbalho pelos quase 20 anos de convivência. As pessoas que nesses quatro anos de faculdade pude conviver e que se tornaram mais do que amigos de longas datas, são eles (em ordem alfabética): Bruno "Malandrão", Diego, Gabriel, Gustavo "Estagiário", João "Pãozinho", Júlio, Leonardo "Feitosa", Michele, Paulo "Paulete", Paulo "PS", Rodnei, Taíse, Tiago Paixão e Washington. Por fim, a Edie Bárbara, que além de grande amiga e companheira, hoje é minha noiva e espero que no futuro próximo seja minha esposa.

Aos funcionários e professores desta faculdade, em especial, Lielson, Celeste (minha primeira chefa), Balanco pelos ensinamentos marxistas, Luiz Filgueiras pelo senso crítico, que em maio de 2003 já alertava a nós calouros sobre a guinada a direita do governo Lula, a Plínio pela sua doação ao NEC e a faculdade, e por último a meu orientador Osmar Sepúlveda, que além de orientador se tornou um grande amigo.

Obrigado a todos!!

RESUMO

O objetivo deste trabalho monográfico é realizar uma discussão sobre o endividamento do Estado brasileiro, no período de 1995-2006, levantando o debate das duas principais teorias econômicas acerca do déficit público enquanto instrumento de política econômica. Busca-se entender em que medida ocorreu o processo de internalização (substituição da dívida externa por interna) da dívida pública brasileira.

Palavras-chave: dívida pública, novo-clássicos, keynesianismo

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1- Superávit Fiscal do Setor Público Brasileiro 1999-2006 (% do PIB)..... 21

Gráfico 2- Taxa SELIC acumulada no mês – anualizada (%a.a)..... 30

Gráfico 3- Dívida total líquida do Setor Público 1995-1998 (% do PIB)..... 31

Gráfico 4- Perfil da Dívida Mobiliária do Setor Público (em %) – Janeiro de 1999 32

Gráfico 5 - Dívida total líquida do Setor Público 1999-2002 (% do PIB)..... 33

Gráfico 6- Taxa de juros reais (%) – 2006..... 33

Gráfico 7- Evolução da dívida interna e externa líquida do Setor Público (% do PIB) – 1991 a 2006 41

Gráfico 8- Credores da dívida interna federal 42

LISTA DE TABELAS

Tabela 1- Dívida Externa – Devedor Público e Privado (US$ milhões) 13

Tabela 2- Necessidade de Financiamento do Setor Público (% do PIB)..... 19

Tabela 3- Carga Tributária (% do PIB)..... 22

Tabela 4- Execução do Orçamento da União 22

Tabela 5- Crescimento do PIB (%)..... 23

Tabela 6- Necessidade de Financiamento do Setor Público (% do PIB)..... 29

Tabela 7- Maiores Bancos no Brasil – Patrimônio Líquido..... 39

Tabela 8- Indicadores de endividamento externo..... 45

Tabela 9- Conta Renda do Balanço de Pagamentos (US$ milhões)..... 48

SUMÁRIO

1	**INTRODUÇÃO**	**09**
2	**ANTECEDENTES**	**11**
3	**O DÉFICIT PÚBLICO COMO INSTRUMENTO DE POLÍTICA ECONÔMICA PARA A TEORIA NEOCLÁSSICA**	**16**
3.1	ANÁLISE DO ENVIDAMENTO PÚBLICO BRASILEIRO (1995 – 2006) SOB A ÓTICA NEOCLÁSSICA	19
4	**O DÉFICIT PÚBLICO COMO INSTRUMENTO DE POLÍTICA ECONÔMICA PARA A TEORIA KEYNESIANA**	**24**
4.1	ANÁLISE DO ENVIDAMENTO PÚBLICO BRASILEIRO (1995 – 2006) SOB A ÓTICA KEYNESIANA	28
5	**PROCESSO DE INTERNALIZAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA**	**35**
6	**CONSIDERAÇÕES FINAIS**	**50**
	REFERÊNCIAS	**51**
	APÊNDICE	**56**

1 INTRODUÇÃO

A partir da década de 1980 o aumento expressivo da dívida pública, tanto em termos absolutos quanto em termos proporcionais ao PIB, se tornou uma das principais preocupações para os gestores das políticas macroeconômicas do país. Durante a década de 1980, o grande problema das contas públicas brasileiras esteve associado à dívida externa, que cresceu substancialmente. Em fevereiro de 1987 a dificuldade foi tamanha que o governo brasileiro empreendeu a chamada "moratória técnica" da dívida externa.

Após a implementação do Plano Real, em 1994, a deterioração das contas públicas se intensificou. A política econômica adotada entre 1995 – 2006 fez com que a dívida pública brasileira crescesse significativamente. A principal mudança observada, porém, se deu em relação ao perfil da dívida, que se tornou predominantemente interna e desde então a principal preocupação para os gestores das políticas macroeconômicas brasileiras.

As causas da expansão da dívida pública sempre foram um assunto bastante polêmico e controverso na literatura econômica. As teorias mais tradicionais, neoclássica e keynesiana, sempre divergiram sobre as causas do endividamento público, bem como sobre a eficácia do déficit público enquanto instrumento de política econômica.

A partir dessas interpretações, pretende-se analisar a trajetória da dívida pública brasileira, no período de 1995 a 2006. Antes, porém, de forma panorâmica, será exposta a trajetória da economia brasileira no período anterior, principalmente, na década de 1980. Além dessas análises, o trabalho buscará abordar em que medida ocorreu o processo de internalização (substituição da dívida externa por interna) da dívida pública brasileira.

Este trabalho está dividido em cinco capítulos, além desta introdução. No segundo será traçado um breve panorama acerca da economia brasileira até a década de 1980, com o objetivo de identificar o modelo de desenvolvimento econômico e as políticas macroeconômicas vigentes até então e suas respectivas mudanças, a partir da década de 1990.

Nos terceiro e quarto capítulos serão expostos às concepções das duas teorias mais tradicionais do pensamento econômico a respeito do déficit público. Serão também abordados nesses dois capítulos os distintos diagnósticos a respeito do endividamento público brasileiro entre 1995-2006.

O quinto capítulo analisará o processo de internalização da dívida pública. O objetivo deste capítulo é mostrar de que forma se deu a substituição da dívida pública externa por interna, identificando os principais credores dessa última e quais as possíveis conseqüências para a economia brasileira no longo prazo.

Por fim, no capítulo 6 serão apresentadas as considerações finais acerca do trabalho, dando ênfase aos problemas atuais do endividamento público e os dilemas principais da economia brasileira referentes às contas públicas.

2 ANTECEDENTES

Entre 1930 e 1980, o modelo de desenvolvimento econômico predominante no Brasil foi o Modelo de Substituição de Importação (MSI), que objetivava a substituição de importações, inclusive de insumos e bens de capital. O país que antes de 1930 era basicamente agrário-exportador transformou-se em uma das economias capitalistas mais industrializadas do terceiro mundo. A rápida industrialização, verificada no período, fez com que o mercado interno se desenvolvesse significativamente.

Nesse modelo de desenvolvimento, o Estado desempenhava um papel fundamental na economia, pois além de provedor de bens com importantes empresas estatais (Petrobrás, Vale do Rio Doce, Companhia Siderúrgica Nacional), financiava de maneira substancial o investimento privado de curto prazo, com o Banco do Brasil e a Caixa Econômica e o investimento de longo prazo, através do BNDE, hoje Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Além do Estado e dos capitais privados nacionais, o capital internacional, principalmente a partir do governo Juscelino Kubitschek, também financiou esse modelo de desenvolvimento, baseado na substituição de importações.

Quanto às políticas macroeconômicas no período do MSI, prevaleceram políticas keynesianas[1] que mantiveram certa estabilidade no nível de emprego. A política fiscal anticíclica exerceu um papel importante enquanto indutora da demanda agregada. Segundo Carneiro (2002), entre 1929 e 1980, o Brasil juntamente com Taiwan obteve a maior taxa de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) do mundo, em torno de 6% ao ano, seguido pelo México (5,4%) e Japão (5,1%).

Porém, na década de 1980, período do esgotamento do MSI, o país passou a apresentar baixo crescimento econômico, altas taxas de inflação e um extraordinário aumento do endividamento público.

---

[1] Após a crise econômica de 1929, as políticas keynesianas se tornaram hegemônicas nos países capitalistas.

Outros países da América Latina também se endividaram de forma extraordinária na década de 80, período marcado pela crise da dívida externa. O México, em 1982, foi o primeiro país a decretar moratória e o Brasil em fevereiro de 1987 empreendeu a chamada "moratória técnica" da dívida externa. Conforme Gonçalves e Pomar (2002), em 1987 a dívida líquida do setor público (DLSP), em percentual do PIB, atingiu 47,3 pontos percentuais, sendo 17,3% correspondentes à dívida interna e 30% à dívida externa.

Para Belluzzo e Almeida (2002, p.11), os dois principais fatores que levaram a tal endividamento foram a brutal elevação das taxas de juros americanas e a segunda crise do petróleo, ambas em 1979.

> Esses dois fatores adversos determinaram simultaneamente: a) a ampliação da vulnerabilidade do balanço de pagamentos, por conta do aumento das despesas com o pagamento de juros e dos maiores gastos com a importação de petróleo; b) um novo "choque de preços", que iria transmitir os seus efeitos pelos mecanismos de indexação que já contaminavam de forma generalizada a economia brasileira.

Com a diminuição da liquidez internacional, os bancos internacionais praticamente cessaram os empréstimos aos países latinos, ao passo que o peso dos juros pressionava cada vez mais o déficit em transações correntes. O Brasil saiu da condição de importador de capitais (década de 1970) para exportador líquido de capitais na década de 1980.

Conforme Chesnais (1996), entre 1980 e 1983, houve primeiro uma diminuição brutal das entradas líquidas de créditos privados para os países em desenvolvimento, que passaram de 26 a 1,6 bilhão de dólares. Depois, a partir de 1984, o fluxo simplesmente passou a correr em sentido contrário, tornando-se uma transferência líquida de 25 bilhões de dólares aos bancos credores.

Assim, sob supervisão do FMI, o Brasil passou a obter sucessivos superávits comerciais, objetivando diminuir o déficit em transações correntes. Esse ajuste, no início da década de 1980, se deu pela diminuição das importações, através da retração interna da economia e pelo aumento das exportações, com as políticas de maxidesvalorizações. Esta última,

somadas a absorção da dívida externa privada pelo Estado[2] fez com que a dívida externa pública crescesse consideravelmente. Conforme indica a Tabela 1, a participação da dívida pública no total da dívida externa saiu de 68% em dezembro de 1981 para 90% em dezembro de 1989.

Tabela 1 - Dívida Externa - Devedor Público e Privado (US$ milhões)

Período	Pública	%	Privada	%	Total
dez/81	41.788	68,05	19.623	31,95	61.411
dez/82	47.402	67,53	22.795	32,47	70.197
dez/83	60.292	74,14	21.027	25,86	81.319
dez/84	71.756	78,77	19.335	21,23	91.091
dez/85	78.681	82,08	17.176	17,92	95.857
dez/86	87.118	85,61	14.641	14,39	101.759
dez/87	93.079	86,57	14.435	13,43	107.514
dez/88	91.041	88,77	11.514	11,23	102.555
dez/89	89.477	90,12	9.807	9,88	99.284

Fonte: Bacen/Depec

No início dos anos 1990, com o esgotamento do MSI e a crescente contestação às políticas macroeconômicas keynesianas, o Brasil, após a vitória de Fernando Collor de Mello nas eleições, adotou um outro modelo de desenvolvimento econômico, o neoliberalismo. Para Hermann (2007a, p.265) esse modelo está alicerçado em três tipos de políticas:

> a) liberalização comercial e financeira (desregulamentação bancária e ampliação do grau de abertura da economia a bens e capitais estrangeiros); b) redução do grau de intervenção do Estado na economia, através de medidas convencionais de ajuste fiscal (corte de gastos e/ou aumento de carga tributária) e de amplos programas de privatização (inclusive de bancos); c) programas de estabilização de preços com base em âncora cambial (fixação ou *crawling peg* da taxa de câmbio).

Com a maior integração dos mercados financeiros internacionais e em um contexto de liberalização comercial e financeira, a política macroeconômica do país perdeu autonomia. Dessa forma, o Brasil se inseria na nova fase do capitalismo mundial, onde o regime de acumulação global se tornou predominantemente financeiro.

---

[2] Segundo Hermann (2005), as Resoluções 432 e 230 do Banco Central permitiram que, respectivamente, as empresas e os bancos depositassem no Banco Central os dólares devidos antes do vencimento das obrigações. Isso, na prática, transferia o risco cambial e os custos de futuras desvalorizações para o governo, que se tornava, então, responsável pela liquidação das dívidas em suas datas de vencimento.

A política monetária, desde então, se tornou extremamente restritiva. Conforme Carneiro (2003), num ambiente de livre mobilidade de capitais, onde há um sistema monetário-financeiro internacional hierarquizado, os investidores que estão em moeda chave ou naquelas conversíveis exigem um prêmio de risco para passar para outras moedas de menor qualidade ou inconversíveis. Assim, países como o Brasil passaram a utilizar altas taxas de juros para atrair recursos externos, em sua maioria, capitais de curto prazo. Outro fator que mantém essa política monetária restritiva é a utilização dos juros no combate à inflação. Uma das conseqüências dessa política monetária tem sido o baixo crescimento econômico do país.

No que concerne à política fiscal, houve uma mudança qualitativa em sua função, que outrora estimulava a demanda agregada, passou a desempenhar o papel de afastar o risco de *default* da dívida pública.

A mudança colocou em segundo plano o resultado fiscal tradicional (Necessidade de Financiamento do Setor Público - NFSP) e alçou ao lugar de principal indicador a visão de sustentabilidade da dívida. A relação Dívida/PIB tornou-se a base das expectativas sobre o comportamento futuro da situação fiscal e a queda desse indicador aclamada como condição prévia da redução dos juros e da retomada do crescimento (LOPREATO, 2006).

A relação Dívida Líquida do Setor Público[3] sobre o PIB (DLSP/PIB), utilizada nesse trabalho monográfico, é a mais empregada para analisar o tamanho da dívida pública do país, pois inclui a dívida do setor público não-financeiro e do Banco Central com o sistema financeiro público ou privado, com o setor privado não-financeiro e com o resto do mundo. Colocada em porcentagem do PIB, total da riqueza produzida por um país em um determinado período de tempo, percebe-se o tamanho da dívida pública do Brasil. Outros

[3] A Dívida Líquida do setor público é a diferença entre a dívida bruta e os ativos financeiros em poder do setor púbico, como os créditos junto ao setor privado doméstico ou as reservas internacionais em poder do Banco Central (ALÉM; GIAMBIAGI, 2000).

conceitos, utilizados neste trabalho, e que precisam ser distinguidos são: dívida externa e interna; e dívida pública e privada.

Quando falamos que uma dívida é interna ou externa, na prática estamos designando o tipo de moeda em que essa dívida terá de ser paga: se a dívida tem de ser paga em moeda estrangeira, trata-se de dívida externa; se a dívida pode ser paga em reais, trata-se de dívida interna (PEREIRA, 2000 apud GONÇALVES; POMAR, 2002).

Já quando falamos que uma dívida é pública ou privada, estamos nos referindo a quem contraiu a dívida: se foi uma pessoa física ou uma empresa privada, a dívida é privada; se foi um organismo público, a dívida é pública. Portanto, a dívida pública é a soma de tudo aquilo que os órgãos do Estado brasileiro devem, incluindo o governo federal, estados, municípios e empresas estatais (PEREIRA, 2000 apud GONÇALVES; POMAR, 2002).

No decorrer da década de 1990, e principalmente, após a implementação do Plano Real se intensificou a deterioração das contas públicas brasileira. Os dois governos FHC (1995-2002) foram marcados por um aumento expressivo da relação DLSP/PIB. Em janeiro de 1995 a DLSP representava 29,4% do PIB, em dezembro de 2002 esse valor atingiu 50,5% do PIB. No primeiro governo Lula (2003-2006), apesar de um cenário internacional favorável, não houve uma melhora significativa em tal indicador. Em dezembro de 2006 a DLSP representava 44,9% do PIB (IPEADATA, 2007). Nos próximos dois capítulos (seção 3.1 e 4.1) será analisado pormenorizadamente o endividamento do país nesse período.

3 O DÉFICIT PÚBLICO COMO INSTRUMENTO DE POLÍTICA ECONÔMICA PARA A TEORIA NEOCLÁSSICA[4]

Lopes e Vasconcellos (2000) conceituam o déficit público como sendo a diferença entre o investimento público (despesas de capital do governo) e a poupança (receita líquida menos despesa corrente) do governo em conta corrente.

Segundo Sachs e Larrain (2000), as fontes mais importantes de receita pública são os diversos tipos de impostos, que podem ser divididos em três categorias gerais: imposto sobre a renda, impostos sobre gastos e impostos sobre propriedade. Enquanto que as despesas estão divididas em dois grupos: despesas correntes, que são os pagamentos e compras de bens e serviços, pagamento de juros e transferências; e despesas de capital, ou investimento.

O déficit pode ser considerado: primário, diferença entre os gastos não financeiros e as receitas não financeiras. Exclui-se do déficit primário o pagamento dos juros e das amortizações da dívida pública; e nominal[5], que expressa à diferença entre os gastos e as receitas totais do setor público, incluindo as despesas dos juros da dívida pública (REZENDE, 2001).

As principais formas de financiamento do déficit público são: financiamento monetário e financiamento por dívida. O primeiro ocorre quando o Banco Central (BACEN) emite papel-moeda para financiar o déficit do Tesouro Nacional. Essa forma de financiamento, utilizada pelo Brasil até a década de 1980, é conhecida como monetização da dívida.

---

[4]A Teoria Neoclássica abordada neste capítulo se refere, especificamente, a Escola novo-clássica das Expectativas Racionais, que tem como principais expoentes Robert Barro, Robert Lucas Jr, Thomas Sargent, Neil Wallace, entre outros.

[5]O conceito utilizado no Brasil no período de inflação elevada era o Déficit Operacional, que excluía do cálculo do pagamento dos juros nominais da dívida pública os efeitos da correção monetária. (REZENDE, 2001). A partir de 1999 o Banco Central, através das notas a imprensa, deixou de divulgar o resultado do déficit operacional.

O financiamento por dívida ocorre quando o Tesouro Nacional financia o seu déficit através de empréstimos do público. Este tipo de financiamento é utilizado muitas vezes para refinanciar partes da dívida pública que está vincendo, a chamada rolagem da dívida. A partir da década de 1990 a estratégia, preponderante, utilizada pelo Tesouro Nacional na administração da dívida pública brasileira tem sido através do financiamento por dívida.

Quando um país atinge um elevado nível de endividamento e com isso os credores exigem altas taxas de juros para financiá-lo, esse país se torna um "devedor ponzi". Segundo Além e Giambiagi (2000, p.211):

> Diz-se que um governo é um "devedor de tipo Ponzi" quando se financia através da colocação de títulos que elevam a relação dívida pública/PIB e que só têm demanda por oferecerem taxas de juros extremamente atraentes, que entretanto geram um círculo vicioso de novos aumentos da dívida e da taxa de juros.

Para a teoria neoclássica o déficit público é um instrumento ineficaz de política econômica[6]. Sintetizado no modelo de equivalência ricardiana de Robert Barro, a teoria considera que uma política fiscal expansionista seja através da redução dos impostos ou pelo aumento dos gastos governamentais via emissão de dívida não tem nenhum impacto positivo sobre a produção e o emprego.

O modelo considera que uma variação da política fiscal não altera o consumo das famílias e os investimentos das empresas, pois não há diferença entre o financiamento do gasto público através dos impostos presentes ou através de emissão de dívida, visto que o serviço desta última será pago com impostos futuros. Dessa forma, as empresas e famílias pouparão esse aumento de renda, oriundo de uma redução do tributo ou aumento do gasto do governo, para pagar os impostos futuros, que necessariamente serão maiores.

---

[6] A teoria neoclássica do déficit público foi ganhando influência nos países desenvolvidos no final da década de 1970 e no decorrer da década de 1980. Países como os EUA haviam se endividado extraordinariamente, enquanto que as taxas de crescimento do PIB permaneciam reduzidas. A partir da década de 1990, após o Consenso de Washington, o Brasil e a maioria dos países latino-americanos passaram a adotar os pressupostos da teoria neoclássica para executar suas políticas fiscais.

Vale o modelo do ciclo da vida (Modigliani e Brumberg), segundo o qual os agentes definem a distribuição de sua renda entre consumo (C) e poupança (S) visando manter um padrão estável de consumo ao longo da vida, apesar das variações correntes da renda disponível (HERMANN, 2006). Sendo assim, a variação da política fiscal não altera a riqueza total das famílias ao longo da vida, logo o impacto sobre a demanda agregada é nulo.

Para Sachs e Larrain (2000), a equivalência ricardiana é uma proposição teórica interessante que mostra que, sob determinadas circunstâncias, uma mudança no padrão tributário no tempo – menor imposto no presente, maior imposto no futuro, por exemplo – não afeta o dispêndio privado e, portanto, não afeta a poupança, o investimento ou a conta corrente nacional.

Outra hipótese sustentada pela teórica neoclássica é a existência das expectativas racionais por parte dos agentes econômicos. Conforme Dornbusch e Fischer (2004), a abordagem das expectativas racionais objetiva construir toda a macroeconomia sobre fundamentos microeconômicos explícitos, isto é, sobre a hipótese de que os indivíduos maximizam utilidade, as firmas maximizam os lucros e os mercados estão equilibrados.

Admite-se que os agentes racionais formulam suas expectativas baseadas nas variáveis econômicas e nas informações disponíveis, e que os erros sistemáticos de interpretação são um sinal de irracionalidade, originados pela falta de informação suficiente sobre a política econômica do governo. Assim, quando um governo pratica uma política econômica de sucessivos aumentos do déficit público, os agentes econômicos exigem taxas de juros maiores, pois visualizam uma deterioração do principal indicador de solvência do governo (a relação DLSP/PIB). Essa teoria não leva em consideração a existência de especulações provenientes dos agentes, como as arbitragens de juros.

Percebe-se que para teoria neoclássica a utilização do déficit público como instrumento de política econômica é inócuo, não apresentando nenhum efeito expansivo sobre a demanda agregada. Pelo contrário, tal política gera ineficiência alocativa. Primeiramente, porque os

agentes racionais não aumentam o seu consumo presente em virtude de uma elevação da renda disponível, estes levam em consideração a renda permanente (renda ao longo da vida), pois compreendem que uma política fiscal expansionista exigirá aumento futuro dos impostos. E segundo, porque a utilização do déficit público como instrumento de política econômica eleva a dívida pública, aumentando as taxas de juros, o que impactará negativamente a demanda agregada, anulando o efeito expansivo anterior da política fiscal.

3.1 ANÁLISE DO ENDIVIDAMENTO PÚBLICO BRASILEIRO (1995 – 2006) SOB A ÓTICA NEOCLÁSSICA

Após a implementação do Plano Real as contas públicas no Brasil apresentaram uma expressiva deterioração. Conforme indica a Tabela 2, o Governo Central foi o principal responsável por tal deterioração. Essa situação suscitou um intenso debate no meio acadêmico sobre as causas que levaram ao endividamento público.

Tabela 2 - Necessidade de Financiamento do Setor Público (% do PIB)

	1996*	**1997**	**1998**	**1999**	**2000**	**2001**
Nominal	5,73	4,22	8,06	10,01	3,66	3,57
Governo Central **	2,44	2,37	5,49	6,89	2,30	2,11
Governos estaduais e municipais	2,72	1,83	2,04	3,19	2,11	2,02
Empresas Estatais	0,57	0,01	0,52	-0,06	-0,75	-0,56
	2002	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	
Nominal	4,58	5,08	2,67	2,96	3,01	
Governo Central **	0,76	3,99	1,53	3,41	3,21	
Governos estaduais e municipais	3,83	1,74	1,92	0,25	0,71	
Empresas Estatais	0,01	-0,65	-0,79	-0,70	-0,91	

Fonte: BC *dados disponíveis a partir de 1996 **Inclui INSS e BACEN
(+) Déficit (-) Superávit

Os economistas mais ortodoxos, ligados ao pensamento neoclássico, apontam como causa principal do endividamento público brasileiro, nesse período, o aumento significativo das despesas não financeiras (custeio e capital, pessoal, e previdência).

Num primeiro momento, além das despesas não-financeiras, outros dois fatores teriam contribuído para o aumento do endividamento público: reconhecimento de vários tipos de passivos governamentais, os chamados "esqueletos" e o fim do imposto inflacionário que financiava o déficit público. Conforme Além e Giambiagi (2000, p.159):

> A combinação de um déficit público elevado com o virtual desaparecimento do imposto inflacionário como fonte de financiamento gerou, como não poderia deixar de ser, um aumento da dívida líquida do setor público que, sem considerar a base monetária, passou de 26% do PIB em 1994, para 38% do PIB em 1998.

Segundo Giambiagi (2002), no primeiro governo FHC (1995-1998) houve um aumento, em termos reais, de 6,9% ao ano do gasto não-financeiro, ocasionando uma piora nos resultados primários. Enquanto que a carga tributária, segundo o Instituto Brasileiro de Planejamento Tributário (IBPT) diminuiu em 1,23%. Nesse período a dívida pública cresceu quase 10%, saindo de 29,4% do PIB em janeiro de 1995 para 38,9% do PIB em dezembro de 1998 (IPEADATA, 2007).

A ortodoxia econômica considera que a deterioração das contas públicas no primeiro governo FHC, apesar do processo de privatização, é resultado de uma política fiscal expansionista de elevação das despesas não-financeiras. Como conseqüência, os demandantes dos títulos do governo exigiram altas taxas de juros para financiar a dívida pública, o que aumentou ainda mais o endividamento brasileiro. A relação de causalidade expressa nesse pensamento ortodoxo é que os juros são elevados, em decorrência da relação DLSP/PIB ser elevada.

Segundo Lopreato (2006, p.191), a política fiscal para a teoria neoclássica está alicerçada: "... em três pilares básicos: a idéia de sustentabilidade da dívida, a criação de regras fiscais capazes de dar previsibilidade à evolução das contas públicas e a defesa da credibilidade das autoridades fiscais".

A partir de 1999, com a mudança no regime cambial, o país passou a estabelecer metas de superávit fiscal primário. A utilização de elevados superávits primários (Gráfico 1) como forma de conter a relação DLSP/PIB e assim diminuir o risco de *default* da dívida pública brasileira é defendida pela ortodoxia.

Simulações econométricas feitas por Goldfajn (2005), ex-diretor do BACEN, apontam que na ausência de superávit primário no período entre 2002-2011 e considerando os juros reais

a 10,5% ao ano a DLSP/PIB alcançaria o patamar de 98% em 2011. Enquanto que num cenário de superávit primário de 5,0%, os juros reais poderiam alcançar o patamar de 7,5% ao ano e a DLSP/PIB atingiria 29,3% em 2011. Tais simulações, porém, não consideram o impacto positivo que a obtenção de um superávit primário menor teria sobre os investimentos públicos e conseqüentemente sobre o PIB.

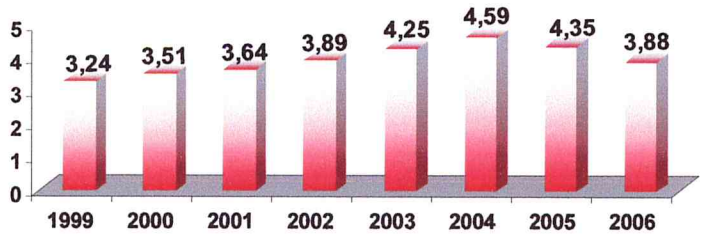

Gráfico 1 - Superávit Fiscal do Setor Público Brasileiro 1999-2006 (% do PIB)
Fonte: BACEN

Para obter esses elevados superávits fiscais primários, o segundo governo FHC e o primeiro governo Lula praticaram uma política de contenção das despesas não-financeiras e elevação expressiva da carga tributária.

A fixação prévia do valor do superávit primário esperado provocou mudanças na elaboração e nos procedimentos da execução orçamentária. A possibilidade de que a estimativa de receita não se concretize faz com que ocorra o contingenciamento dos gastos fixados na lei orçamentária anual e a liberação dos recursos só se dê quando há segurança de que a meta do resultado primário será alcançada. (LOPREATO, 2006).

A carga tributária que tinha apresentado queda de 1,23% no primeiro governo FHC se expandiu 5,27% no segundo governo FHC e 2,56% no primeiro governo Lula, atingindo o patamar de 35,21% do PIB, conforme atesta a tabela 3.

Tabela 3 - Carga Tributária (% do PIB)	
1995	28,92
1996	25,19
1997	25,47
1998	27,38
1999	28,63
2000	30,67
2001	31,01
2002	32,65
2003	32,54
2004	33,49
2005	34,12
2006	35,21

Fonte: IBPT

Estudo da Unafisco (2007) demonstra a estratégia utilizada pelos governos FHC e Lula no contingenciamento das verbas para compor o superávit primário. O estudo indica uma redução dos percentuais de execução do orçamento das despesas não-financeiras (previdência e demais gastos). Entre 1999 e 2005, a previdência e demais gastos caíram 3,5%, saindo de 61,07% para 57,55% (Tabela 4). Considerando apenas a rubrica demais gastos, que inclui educação, saúde, saneamento, habitação, defesa nacional, entre outros, a queda é ainda mais expressiva, saindo de 33,24% para 26,49% do total do orçamento público.

Tabela 4 - Execução do Orçamento da União

Orçamento Realizado	1999		2005	
	R$ Milhões	Total (%)	R$ Milhões	Total (%)
Encargos Especiais (*)	124.303	38,93%	257.660	42,45%
Previdência Social	88.844	27,83%	188.506	31,06%
Demais Gastos (**)	106.146	33,24%	160.767	26,49%
Realizado e % Participação	319.293	100%	606.933	100%

Fonte: Unafisco 2007 (Adaptado pelo Autor)

(*) Encargos Especiais: soma dos gastos em serviço sobre a dívida externa, serviço sobre a dívida interna, transferências e outras despesas financeiras.

(**) Demais Gastos: 26 itens (Saúde; Educação; Defesa Nacional; Trabalho; Assistência Social; Saneamento; Urbanismo; Habitação; Energia; Agricultura; Comércio e Serviços; Indústria; Segurança; Transporte; Ciência e Tecnologia; Organização Agrária; Gestão Ambiental; Judiciário; Essencial à Justiça;Administração; Legislativo; Relações Exteriores; Direito à Cidadania; Comunicações; Desporto e Lazer; Cultura).

Apesar de tais medidas visarem uma redução do endividamento público, os resultados das contas públicas brasileira não apresentaram melhoras importantes. No segundo governo FHC, a dívida pública continuou crescendo. Em janeiro de 1999 a relação DLSP/PIB estava

em 47,1% e em dezembro de 2002, a DLSP/PIB alcançou o patamar de 50,5% (IPEADATA, 2007).

No primeiro governo Lula, apesar de um cenário internacional extremamente favorável, houve uma melhora tímida das contas públicas. Em janeiro de 2003, a dívida líquida do setor público representava 50,4% do PIB, enquanto que em dezembro de 2006 a DLSP/PIB situou-se em 44,9% (IPEADATA, 2007).

Conclui-se que a ortodoxia econômica considera como causa principal do endividamento público no Brasil, após o Plano Real, o aumento das despesas não-financeiras. Com a justificativa de combater tais despesas, que supostamente conteriam o endividamento público, permitindo ao país praticar taxas de juros menores, e assim retomar a trajetória do crescimento econômico foram implementadas medidas, como privatizações de grandes empresas estatais, superávits primários elevados, além de reformas como a da previdência. Porém, conforme visto anteriormente, a relação DSLP/PIB não se reduziu, pelo contrário, entre 1995-2006 o endividamento público cresceu significativamente e o país permaneceu apresentando baixas taxas de crescimento do PIB, conforme indica a tabela 5.

Tabela 5 - Crescimento do PIB (%)	
1995	4,2
1996	2,7
1997	3,3
1998	0,1
1999	0,8
2000*	4,3
2001	1,3
2002	2,7
2003	1,1
2004	5,7
2005	2,9
2006	3,7

Fonte: IBGE *A partir do ano 2000 baseado na nova metodologia

4 O DÉFICIT PÚBLICO COMO INSTRUMENTO DE POLÍTICA ECONÔMICA PARA A TEORIA KEYNESIANA

Até as duas primeiras décadas do século XX, período em que predominavam as idéias clássicas, o papel do Estado se restringia a garantir o direito à propriedade privada. Prevalecia a idéia de que as livres forças do mercado, automaticamente, levariam a economia capitalista ao equilíbrio e ao pleno emprego. Para a teoria clássica não há desemprego involuntário. Nesse momento predominava a Lei de Say, onde a oferta geraria sua própria demanda, e assim não existiria possibilidade de crise de superprodução na economia capitalista[7]. Porém, com a grande crise econômica de 1929[8], que afetou todas as grandes economias capitalistas, as idéias clássicas foram sendo cada vez mais contestadas.

Em 1936, John Maynard Keynes na sua principal obra, A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda, refuta a idéia clássica de que a economia capitalista tende ao equilíbrio e ao pleno emprego. Para o autor há desemprego involuntário e as crises cíclicas, inerentes a esse sistema econômico, não são atenuadas pelas livres forças do mercado, pelo contrário a política do *laissez-faire* aprofunda tais crises. Sendo assim, propõe a intervenção do Estado na economia, através de políticas econômicas anticíclicas, como o aumento dos gastos públicos, para manter certa estabilidade na produção, no nível de emprego e nos níveis de preços.

Conforme Brue (2005), depois que a Grande Depressão começou no início dos anos 30, muitos economistas dos EUA defenderam políticas que mais tarde seriam chamadas de keynesianismo. Essas políticas estavam presentes antes da publicação da Teoria Geral, mas foi Keynes quem as estruturou de forma analítica:

---

[7] Dois grandes pensadores que se opuseram a essa idéia no século XIX foram Malthus e Marx.

[8] Nos Estados Unidos, entre 1929 e 1932, houve mais de 85000 falências de empresas; mais de 5000 bancos suspenderam suas operações; os valores das ações na Bolsa de Valores de Nova Iorque caíram de 87 bilhões para 19 bilhões de dólares; o desemprego aumentou para 12 milhões, com quase um quarto da população sem meios de se sustentar; a renda agrícola caiu a menos da metade e o produto industrial caiu quase 50% (HACKER, 1970 apud HUNT, 1981).

> Muitos economistas tinham consciência do efeito multiplicador que o aumento nos gastos do governo poderia causar sobre os gastos e as renda totais. Alguns teorizavam que, à medida que a renda nacional crescia, os gastos com consumo aumentavam menos rapidamente do que a renda total, e as poupanças cresciam mais rapidamente. Os salários eram reconhecidos como uma fonte de demanda por bens e também um custo de produção; as reduções salariais eram freqüentemente contestadas por não oferecerem solução real ao desemprego. Esse era um pensamento macroeconômico. As pessoas recebiam essas idéias independentemente de Keynes e as discutiam nos Estados Unidos. Mas foi Keynes quem proporcionou a estrutura analítica que integrou essas idéias e traçou a "revolução keynesiana" na economia (BRUE, 2005, p.417).

Keynes, portanto, inverte a lógica da Lei de Say, onde a oferta gera sua própria demanda e desenvolve o princípio da demanda efetiva, onde as decisões de gastos é que determinam o nível de produção da economia.

A decisão de investir é tomada a partir do confronto entre o valor presente do fluxo de receita esperada do investimento, o qual Keynes denomina como preço de demanda do bem de capital, frente ao custo de realizá-lo, denominado preço de oferta do bem de capital. Com base nessas duas definições, o autor determina a chamada Eficiência Marginal do Capital como sendo a taxa de desconto que iguala o fluxo de receitas esperado ao custo do investimento. Se esta taxa for superior à taxa de juros, que corresponde ao custo de se obter empréstimo para realizar o investimento ou custo de oportunidade de se imobilizar os recursos, o empresário investe; se for o contrário, não investe. (LOPES; VASCONCELOS, 2000).

Segundo Cardim de Carvalho (2007, p.11) a teoria keynesiana considera que a "(...) política monetária tende a ter efeitos maiores sobre a decisão de investir, porque os movimentos das taxas de juros afetam principalmente os mercados de ativos, inclusive os de ativos reais, como equipamentos e construções".

Outros dois importantes conceitos desenvolvidos na Teoria Geral também interferem na demanda, e conseqüentemente, na renda da economia, que são a Propensão Marginal a Consumir (PMgC) e a preferência pela liquidez. O primeiro mede o aumento do consumo, dado um determinado aumento na renda. Para Keynes, o nível de consumo e o nível de poupança são, basicamente, função do nível de renda. Logo, um aumento na renda

acarretará num aumento no nível de consumo, mas não na mesma magnitude, visto que a população não consome toda a renda obtida. Dessa forma, a PMgC será maior que zero e menor que um. Assim sendo, quanto maior a PMgC de uma economia, maior será o efeito positivo de uma política econômica anticíclica sobre a demanda agregada.

Ainda segundo Cardim de Carvalho (2007, p.4), um dos problemas centrais do capitalismo moderno, segundo a teoria keynesiana é a excessiva concentração de renda, pois:

> A concentração excessiva contribuía para a dificuldade em sustentar o pleno emprego nas economias modernas, porque os ricos, que se beneficiavam da concentração, consumiam relativamente pouco em proporção à sua renda, enquanto os pobres, que consumiam proporcionalmente mais, eram privados dessa possibilidade. O resultado era uma demanda total por bens de consumo mais fraca, que desestimulava a produção de bens de consumo e, indiretamente, a de bens de investimento.

Quanto à preferência pela liquidez, esta exprime a importância da moeda na teoria keynesiana, onde a taxa de juros é determinada pela oferta e demanda de moeda. Segundo Keynes (1992, p.137), a taxa de juros é "... a recompensa da renúncia à liquidez... É o "preço" mediante o qual o desejo de manter a riqueza em forma líquida se concilia com a quantidade de moeda disponível". Conforme Brue (2005), Keynes discordava dos economistas (neo)clássicos que achavam que a taxa de juros produz um equilíbrio automático entre o total de poupanças que as empresas desejam para os novos investimentos e a quantidade de poupanças fornecida. A taxa de juros não pode ser uma recompensa para a abstinência (Sênior) nem uma recompensa para a espera (Marshall).

Assim, quando a oferta monetária não se altera e a preferência pela liquidez aumenta, por motivos transacionais (aumento da renda) ou por motivos especulativos (expectativas de juros mais altos no futuro ou incertezas), os juros aumentarão, diminuindo o efeito de uma política econômica anticíclica.

Segundo a teoria keynesiana, os empresários que se arriscam criam empregos e riquezas para a sociedade. Os que se defendem na demanda de ativos líquidos contribuem para a redução do emprego e para a recessão econômica. Do mesmo modo, quando consumidores

temerosos do futuro abstêm-se de consumir, retendo moeda, eles contribuem para o mesmo problema. Quando se demanda ativos líquidos como a moeda, nega-se emprego aos trabalhadores que poderiam estar produzindo as outras formas de riqueza (CARDIM DE CARVALHO, 2007).

Para Keynes (1992, p.243), portanto, os ciclos econômicos e conseqüentemente as crises econômicas são explicadas pelas oscilações desses três fenômenos na demanda agregada, em especial, pelas flutuações na eficiência marginal do capital. Nas suas próprias palavras:

> Verifica-se, em especial, que as flutuações na propensão a consumir, no estado da preferência pela liquidez e na eficiência marginal do capital desempenham todas o seu papel. Sugiro, todavia, que o caráter essencial do ciclo econômico e, sobretudo, a regularidade de ocorrência e duração, que justificam a denominação ciclo, se devem principalmente ao modo como flutua a eficiência marginal do capital. Na minha maneira de ver, o ciclo econômico deve, de preferência, ser considerado como o resultado de uma variação cíclica na eficiência marginal do capital, embora complicado e freqüentemente agravado por modificações que acompanham outras variáveis importantes do sistema econômico no curto prazo.

Assim, para atenuar as flutuações econômicas, mantendo a estabilidade no nível de produção e emprego, a teoria keynesiana propõe a utilização do orçamento público como instrumento de política econômica. Em momentos de intensa expansão da economia, o Estado deve obter superávits fiscais e em período de grande recessão o Estado deve utilizar o déficit público para recuperar a estabilidade econômica.

Quando a economia está numa fase expansiva do ciclo, a produção aumenta e o desemprego diminui, e ao se aproximar do pleno emprego a demanda agregada tende a ficar superaquecida, trazendo pressões inflacionárias. O Estado deve, portanto, diminuir seus gastos e aumentar os impostos, tais medidas contrairiam a demanda no curto prazo e ao mesmo tempo modificariam as expectativas de longo prazo dos agentes, diminuindo o otimismo dos consumidores e dos empresários. Nesse período, parte da arrecadação do Estado, oriunda de um maior crescimento econômico e posteriormente, de um aumento dos impostos, deveria formar um fundo para em momentos de recessão financiar os gastos do Estado.

Numa economia em recessão, com altos índices de desemprego e baixo nível de produção é necessário que o Estado estimule a demanda agregada, reduzindo impostos e aumentando os gastos públicos. Dessa forma, além de expandir a demanda no curto prazo alteraria as expectativas de longo prazo dos agentes econômicos, reaquecendo o consumo e o investimento privado, o que aumentaria a arrecadação e reequilibraria as contas públicas.

Além de utilizar o orçamento público como instrumento de política econômica é importante que em períodos de recessão, o Estado pratique uma política monetária mais expansiva. Hermann (2006, p.5) argumenta que a teoria keynesiana atribui ao Estado:

> um papel anticíclico, de caráter permanente, nas economias de mercado. O gasto e, principalmente, o déficit do governo são identificados como instrumentos anticíclicos potentes que, aliados a uma política monetária adequada, de juros baixos, são capazes de reverter situações de desemprego, comuns às economias de mercado.

Portanto, para a teoria keynesiana o déficit público pode servir como instrumento eficaz de política econômica quando a economia estiver em recessão, pois o aumento dos gastos públicos impactará positivamente a demanda agregada, expandindo a produção e o emprego. Além de ajudar a reverter às expectativas dos agentes, principalmente, as decisões de gastos dos empresários em investimento.

4.1 ANÁLISE DO ENDIVIDAMENTO PÚBLICO BRASILEIRO (1995 – 2006) SOB A ÓTICA KEYNESIANA

Os economistas próximos ao pensamento keynesiano, mais precisamente os pós-keynesianos[9], consideram que a principal causa para a deterioração das contas públicas brasileira, entre 1995 e 2006, foi o aumento expressivo das despesas financeiras,

---

[9] A escola pós-keynesiana se baseia no conjunto de formulações e propostas de um grupo de economistas — entre os quais se destacam Joan Robinson e Paul Davidson —, que, tomando como ponto de partida as idéias de Keynes e Kalecki sobre a crítica das idéias convencionais acerca do equilíbrio, desenvolveu uma nova macroeconomia. A ênfase dessa abordagem é a natureza dinâmica da economia de mercado (que utiliza o dinheiro como intermediário de trocas), que está sujeita a grande dose de incerteza. A dinâmica dos mercados, que envolve uma noção de tempo cronológico, nem sempre encontra-se em equilíbrio e o comportamento dos agentes econômicos em tais mercados nem sempre responde adequadamente aos estímulos proporcionados, de forma a alcançar qualquer ponto de otimização (SANDRONI, 2004).

ocasionadas pelas altas taxas de juros praticadas no Brasil. Conforme aponta a tabela 6, os juros nesse período influenciaram consideravelmente o desempenho das contas públicas.

Tabela 6 - Necessidade de Financiamento do Setor Público (% do PIB)

	1996*	1997	1998	1999	2000	2001
Nominal	5,73	4,22	8,06	10,01	3,66	3,57
Juros nominais	5,79	5,18	8,07	13,24	7,17	7,21
Primário	-0,06	-0,96	-0,01	-3,24	-3,51	-3,64
	2002	2003	2004	2005	2006	
Nominal	4,58	5,08	2,67	2,96	3,01	
Juros nominais	8,47	9,33	7,26	7,32	6,89	
Primário	-3,89	-4,25	-4,59	-4,35	-3,88	

Fonte: BC, - Notas para Impressa *dados disponíveis a partir de 1996

Com a globalização financeira e a abertura indiscriminada da economia brasileira na década de 1990, as políticas macroeconômicas do país perderam autonomia e se tornaram cada vez mais dependentes dos fluxos financeiros internacionais, em especial, de capitais de curto prazo, que buscam maior rentabilidade nos países subdesenvolvidos. Assim, países como o Brasil praticam elevadas taxas de juros para atrair esses capitais.

Essas altas taxas de juros têm duplo impacto sobre a relação DLSP/PIB. Aumenta diretamente o numerador (DLSP), visto que quase metade da dívida mobiliária é atrelada à taxa referencial do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC). E diminui o denominador (PIB), pois os juros altos impactam negativamente o investimento e o consumo, dois componentes importantes da demanda agregada.

Entre 1995-1998, primeiro governo FHC, o Brasil adotou um regime de câmbio quase fixo, sistema no qual o BACEN ignora a oferta e demanda por divisas no mercado e estabelece uma paridade cambial. Nesse tipo de sistema o país não pode conduzir uma política monetária independente, e esta se torna refém da política cambial. A manutenção da paridade cambial, num cenário de livre mobilidade de capitais, exige do governo altas taxas de juros, para que se possa manter elevados níveis de reservas cambiais e assim garantir a confiança dos investidores estrangeiros nesse regime cambial.

Em momentos de alta liquidez internacional, como o verificado entre 1995 e 1997, onde houve uma entrada excessiva de divisas no país, o BACEN precisou praticar uma política de esterilização monetária. Para manter o câmbio fixo, o BACEN comprava dólar no mercado, acumulando reservas cambiais, e emitia títulos para retirar o real de circulação. Tal política deteriorava as contas públicas, devido ao diferencial das taxas de juros praticadas no Brasil e nos EUA.

Com a crise da Ásia em 1997 e a reversão do ciclo de liquidez internacional, os capitais especulativos fugiram maciçamente dos países subdesenvolvidos. No segundo semestre de 1998 com a crise e a moratória da Rússia, a situação econômica do país se agravou. O governo brasileiro tentando evitar a desvalorização cambial aumentou de forma substancial às taxas de juros (gráfico 2).

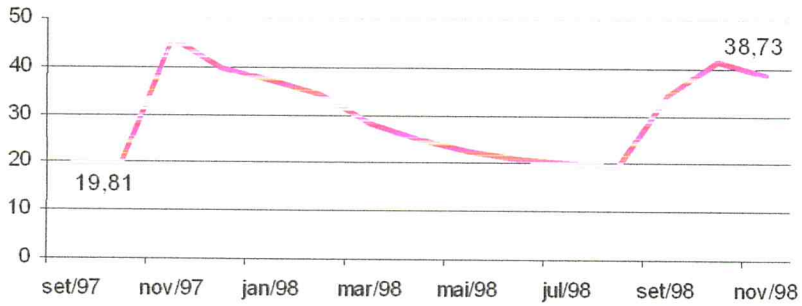

Gráfico 2 -Taxa SELIC acumulada no mês - anualizada (%a.a)
Fonte: BCB-DEMAB

No final de 1998, o regime de paridade cambial dava sinais de esgotamento. O déficit em transações correntes, nesse período, quase dobrou, saindo de US$ 18,384 bilhões em 1995 para US$ 33,416 bilhões em 1998 (BACEN, 2007a), o que representava 4,33% do PIB. Nesse período a relação DLSP/PIB cresceu quase 10% (Ver gráfico 3), saindo de 29,4% em janeiro de 1995 para 38,9% em dezembro de 1998.

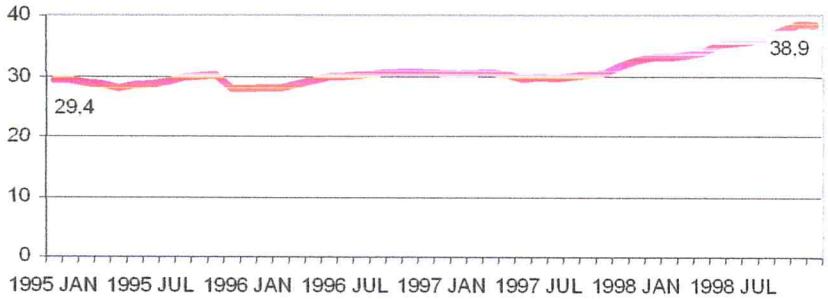

Gráfico 3- Dívida total líquida do Setor Público 1995-1998 (% do PIB)

Fonte: IPEADATA

Nota-se que a manutenção de um regime de câmbio fixo num ambiente de livre mobilidade de capitais se dá através de uma política econômica que onera as contas públicas. Conforme observam Belluzzo e Almeida (2002, p.390):

> Como era de esperar, a rápida acumulação de reservas – temporariamente interrompida por ocasião das sucessivas crises dos mercados emergentes – e as taxas de juros reais - que se elevaram desmesuradamente depois de tais episódios, caindo muito gradualmente depois – provocaram um crescimento acelerado da dívida pública, ampliando a fragilidade financeira em todas as esferas de governo.

Enfim, em janeiro de 1999, início do segundo governo FHC, após uma importante crise cambial houve a mudança do regime de câmbio brasileiro. De um sistema de câmbio administrado o país passou a adotar o câmbio flutuante.

A partir de janeiro de 1999, o governo brasileiro articulou juntamente com o FMI uma política macroeconômica ancorada em três pilares: taxa de câmbio flutuante com livre mobilidade de capitais, para ajustar as contas externas; taxa de juro real elevada, para garantir o cumprimento das metas de inflação; superávit primário crescente, para conter o endividamento público (CINTRA, 2006).

Desde então, observa-se uma total passividade da política fiscal à política monetária. Com esse novo arranjo institucional, as metas de inflação se tornaram o objetivo principal a ser alcançado pela equipe econômica e para atingir tais metas, o BACEN utiliza as taxas de juros como único instrumento de política monetária. O uso rígido das metas de inflação,

que desconsideram os choques de oferta e a importância inercial dos preços administrados, fez com que o Brasil permanecesse na armadilha dos juros altos verificada no período anterior. Essa política monetária restritiva permitiu que as despesas financeiras continuassem onerando as contas públicas do país.

Outro fator que aprofundou a deterioração das contas públicas, a partir de 1999, foi as desvalorizações cambiais, decorrentes de intensos movimentos especulativos contra o real. Como parcela significativa da dívida mobiliária era atrelada ao câmbio a dívida pública cresceu.

A desvalorização cambial ocorrida em janeiro de 1999, após a mudança do regime cambial, fez a DLSP/PIB crescer 8,2 pontos percentuais em apenas um mês, saindo de 38,9% do PIB em dezembro de 1998 para 47,1% do PIB em janeiro de 1999 (IPEADATA, 2007). Neste mesmo mês a taxa SELIC e o câmbio representavam quase 90% do total da dívida mobiliária (Gráfico 4).

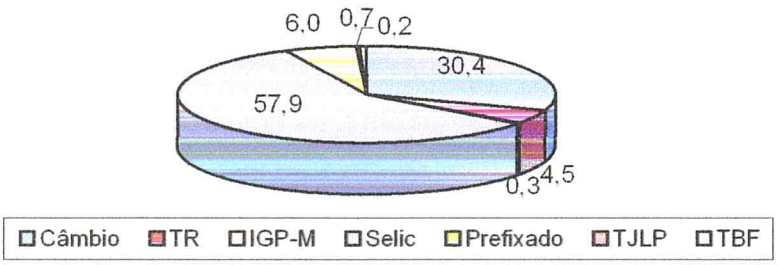

Gráfico 4 - Perfil da Dívida Mobiliária do Setor Público (em %) - Janeiro de 1999
Fonte: BACEN

Em setembro de 2002, véspera das eleições presidenciais, mais uma crise cambial decorrentes de intensos ataques especulativos contra o real fez a dívida pública crescer (Gráfico 5). Tal episódio ficou conhecido como risco Lula, alusão a uma possível mudança da política econômica, por parte, do então candidato Luiz Inácio Lula da Silva. Nesse período, um dólar chegou a custar quatro reais. Segundo Carneiro (2003, p.4) "(...) entre 1994 e 2002 do total da ampliação da dívida pública cerca de 60% é explicado pelos fatores financeiros (câmbio e juros), 20% pelos esqueletos e 20% pelos acertos patrimoniais".

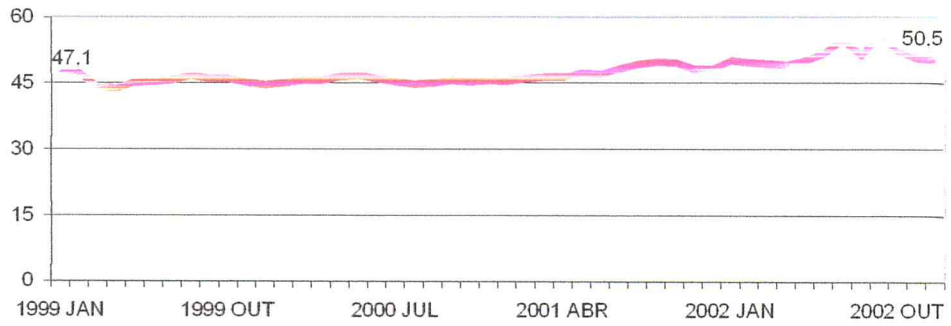

Gráfico 5 - Dívida total líquida do Setor Público 1999-2002 (% do PIB)
Fonte: IPEADATA

No primeiro governo Lula, conforme explicitado na seção 3.1, as contas públicas apresentaram uma pequena melhora, fruto de um cenário internacional extremamente favorável. O menor impacto do câmbio na dívida mobiliária e os sucessivos superávits primários recordes nos quatro anos do primeiro governo Lula foram os responsáveis pela melhora tímida nas contas públicas. Entretanto, o baixo crescimento do PIB e as maiores taxas de juros reais do mundo (gráfico 6) permanecem impedindo uma redução mais consistente da dívida pública brasileira.

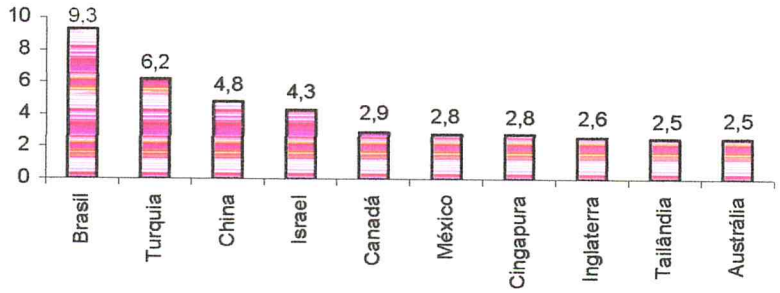

Gráfico 6 - Taxa de juros reais (%) - 2006
Fonte: UpTrend Consultoria

Os economistas pós-keynesianos, portanto, consideram que a principal razão para o endividamento público brasileiro entre 1995-2006 foi o aumento das despesas financeiras. E que a queda significativa dos juros é condição *sine qua non*, para uma melhora nas contas públicas brasileira, pois as despesas financeiras teriam um menor impacto no

endividamento público, diminuindo o numerador da relação DLSP/PIB e permitiria um crescimento maior do denominador (PIB).

Segundo Cardim de Carvalho e Sicsú (2004), para que haja uma queda significativa dos juros, bem como uma política econômica mais autônoma é necessário que o país utilize um mecanismo de controle de capital permanente, visto que num ambiente de livre mobilidade de capitais, qualquer alteração do curso da política econômica doméstica é ameaçada por um intenso movimento de fuga de capitais.

5 PROCESSO DE INTERNALIZAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA

Para uma melhor compreensão do processo de internalização (substituição da dívida externa por interna) da dívida pública brasileira, que ocorreu a partir de 1993, é preciso apontar dois importantes fenômenos que sucederam à economia brasileira e mundial, respectivamente, a abertura financeira e a mudança do padrão de financiamento aos países subdesenvolvidos, ambas no início da década de 1990.

Conforme Carneiro (2002), a abertura financeira de um país engloba duas dimensões principais: a ampliação da conversibilidade da conta de capital do Balanço de Pagamentos[10]; e a desnacionalização de parcela expressiva das empresas do setor financeiro, em especial do ramo bancário.

A partir da década de 1990, com a implementação do neoliberalismo no Brasil, houve uma ampliação significativa da conversibilidade da conta de capital. Para Paula et al (2005)[11], as medidas incidentes sobre o fluxo de capitais ao longo dessa década, dividiram-se em três períodos. Entre janeiro de 1990 a julho de 1994, a maioria das medidas relacionadas a controle de capitais foi liberalizante; de agosto de 1994 a dezembro de 1996, houve um misto de medidas liberalizantes com medidas restritivas; já a partir de 1997, percebeu-se um claro predomínio de medidas liberalizantes, principalmente, após as sucessivas pressões especulativas sobre o real, que incentivou o governo FHC a favorecer a entrada e a manutenção do capital no país.

---

[10] O grau de conversibilidade da conta de capital traduz a facilidade com que são permitidas as entradas e saídas de capitais de não residentes e residentes no país. Ou seja, refere-se às normas de conversão da moeda estrangeira em moeda doméstica para fins de investimento e empréstimo. Portanto, exprime a mobilidade dos capitais entre o país e o exterior (CARNEIRO, 2002). Se um país adota a plena conversibilidade de sua moeda, a autoridade monetária perde o poder normativo de adotar qualquer mecanismo de controles de capitais (OREIRO; PAULA, 2006).

[11] Simulações econométricas desenvolvidas por Paula et al avaliaram a evolução das medidas implementadas sobre o fluxo de capitais ocorridas na economia brasileira durante a década de 1990. Nesse estudo, utilizou-se o Índice de Controle de Capitais (ICC), baseado em Cardoso e Goldfajn (1998), com o intuito de medir as mudanças mensais ocorridas na legislação que afetam o fluxo de capital por intermédio das alterações no controle da entrada e da saída de capital.

Esse processo de conversibilidade da conta de capital, que tem como fim a plena conversibilidade da moeda nacional é defendido por diversos economistas liberais. Para Arida (2003, p.154) "... se tivéssemos plena conversibilidade, afastando o risco da reintrodução de controles cambiais por via administrativa, teríamos menores taxas de juros em dólares nos títulos de longo prazo no exterior e, por conseqüência, menores taxas de juros em reais". Segundo o autor, enquanto houver mecanismos de controle cambial no país, os credores externos sempre exigirão um prêmio de risco maior, pois existe a possibilidade da autoridade monetária suspender os pagamentos ao exterior.

Argumentos contrários, como o de Belluzzo e Carneiro (2004), apontam que a conversibilidade plena da moeda nacional não suprime a hierarquia das moedas no espaço globalizado, ou seja, não torna a moeda nacional uma referência ou uma reserva de valor no plano internacional. Assim, não elimina a razão central de um elevado prêmio de risco pago pelas moedas não conversíveis, ou seja, ele é um prêmio que se paga para manter a riqueza em moedas mais frágeis, como é o caso do Real. Ainda segundo Belluzzo e Carneiro (2004), seria mais produtivo retomar, em algum grau, o controle sobre o fluxo de divisas no país, estabelecendo em primeiro lugar, uma regulação sobre entradas e saídas de capitais especulativos. Esse controle poderia, por sua vez, constituir-se na condição necessária para eliminar a arbitragem entre taxas de juros externas e internas.

Sendo assim, a abertura financeira da economia brasileira na década de 90 liberalizou de forma significativa os movimentos de capitais entre o país e o exterior, ao reduzir as barreiras até então existentes aos investimentos estrangeiros de portfólio no mercado financeiro doméstico e viabilizar o acesso dos residentes às novas modalidades de financiamento externo (emissão de títulos e ações no mercado internacional de capitais, cuja contrapartida são os investimentos de portfólio dos investidores não residentes no mercado financeiro internacional) (PRATES; FREITAS, 2001).

No que tange a esse processo de abertura financeira no Brasil[12], os principais elementos a serem considerados neste capítulo são: a entrada de grandes bancos estrangeiros no setor financeiro nacional e a liberalização significativa dos investimentos estrangeiros de portfólio (ações e títulos de renda fixa) no mercado financeiro doméstico, especificamente, o investimento estrangeiro em títulos de renda fixa[13]. Esses dois elementos, em especial, incentivaram substancialmente a presença de credores estrangeiros enquanto financiadores da dívida pública interna.

Conforme Nunes e Nascimento (2006) até o final da década de 1980 a legislação cambial[14] era considerada rígida e bastante restritiva no que se refere ao controle do movimento de capitais entre o país e o exterior. Entre 1920-1980 foram criadas diversas Leis que estabeleciam rígidos controles sobre o mercado de câmbio e sobre o fluxo de capitais. Segundo as autoras:

> Para proteger as reservas cambiais e prevenir crises no balanço de pagamentos, em face de crônicas dificuldades econômicas que o País tem atravessado ao longo de sua história, a legislação cambial brasileira tem sido bastante restritiva. Rígidos controles sobre o câmbio sempre existiram por meio de conversões de moeda decorrentes de importações, exportações, contratos externos, empréstimos, investimentos, compras, vendas ou despesas de qualquer natureza, dependiam de autorização do Banco Central... A legislação brasileira sempre manteve a tradição de rigidez no controle cambial, em face da crônica escassez de divisas e das crises econômicas que tiveram curso na economia brasileira. A taxa de câmbio sempre foi controlada pelo Governo. Daí a existência do dólar oficial e, por conseguinte, do paralelo (NUNES; NASCIMENTO, 2006, p. 15).

Nesse período a principal Lei que disciplinava o movimento de capitais entre o país e o exterior era a Lei nº 4.131 de 1962. Para Franco (1991), embora essa lei não impusesse limites quantitativos ao investimento direto estrangeiro, dificultava a maior participação

---

[12] Detalhes sobre o processo de abertura financeira no Brasil ver Carneiro (2002), Prates; Freitas (2001), Prates; Cintra (2004) e Sicsú (2007a e 2007b).

[13] Esses títulos englobam títulos públicos da dívida interna, debêntures e outros títulos privados. Esses títulos são emitidos pela Autoridade Monetária, Governo Geral, Bancos e Outros. Conforme a nova metodologia utilizada pelo Banco Central (2007b), o investimento estrangeiro em títulos de renda fixa subdivide-se em "negociados no país", que são os títulos emitidos pelo Banco Central e pelo Tesouro Nacional e "negociados no exterior", que se referem às captações brasileiras nas modalidades de Bônus, *Notes e Commercial Papers*.

[14] O apêndice da monografia apresenta o histórico da legislação cambial, que disciplina o movimento de capitais entre o país e o exterior, retirado de Nunes e Nascimento (2006).

desse tipo de investimento no país, pois havia uma tributação progressiva de 25% a remessa de dividendos, juros e *royalties* que ultrapassasse 12% do capital registrado.

Quanto à participação dos bancos estrangeiros no sistema financeiro nacional, com exceção do período entre 1946 e 1964, quando vigorou uma completa liberdade de acesso de instituições estrangeiras ao sistema financeiro nacional, sempre houve regras restritivas, seja à entrada de bancos estrangeiros, seja às suas condições operacionais no mercado local. Desde a reforma financeira de 1965 até 1995, o Investimento Direto Estrangeiro (IDE) no sistema bancário, bem como o leque de atividades permitidas aos bancos estrangeiros, dependiam da aplicação do princípio de reciprocidade. Por esse critério, o governo brasileiro autorizava exclusivamente a entrada de bancos originários dos países que permitiam o acesso de bancos brasileiros aos seus sistemas financeiros. Todavia, a instalação de escritórios de representação esteve livremente permitida ao longo desse período (PRATES; FREITAS, 2001).

A partir de 1995, observou-se um importante crescimento do IDE no setor financeiro doméstico, ocasionados pela entrada de grandes bancos estrangeiros. Segundo Carneiro (2002), os principais argumentos em favor desse processo enfatizavam que a presença dos bancos estrangeiros ampliaria a concorrência, além de introduzir inovações no sistema financeiro nacional.

A expansão dos bancos estrangeiros no país se deu, preponderantemente, na área de varejo, mediante aquisição de bancos públicos estaduais e bancos privados nacionais, como o Banespa que foi adquirido pelo banco espanhol Santander e o Bamerindus comprado pelo HSBC, banco este sediado em Londres. Segundo Carvalho (2002), houve também uma maior participação dos bancos estrangeiros na área de bancos de investimento, onde supostamente apresentariam maior *expertise* que os bancos brasileiros.

Conforme aponta a Tabela 7, em 1995 entre os dez maiores bancos brasileiros classificados pelo patrimônio líquido nenhum era estrangeiro, em 2004 três bancos estrangeiros já se encontrava entre os dez maiores.

Tabela 7 - Maiores Bancos no Brasil - Patrimônio Líquido

1995		2004	
Nome	R$ Milhões	Nome	R$ Milhões
Bradesco	4892,0	Itaú	17199,0
Itaú	3708,0	Bradesco	15285,0
Caixa	3529,0	Banco do Brasil	14107,0
Banco do Brasil	3466,0	Unibanco	8879,0
Unibanco	1968,0	**Santander**	8819,0
Banespa	1462,0	**ABN AMRO**	8159,0
Real	1385,0	Caixa	6664,0
Bamerindus	1337,0	**HSBC**	2684,0
BCN	929,0	Nossa Caixa	2169,0
Mercantil Finasa	832,0	Sul América	1528,0

Fonte: Banco Central apud CARVALHO (2002) e Revista Valor Grandes Grupos

No que tange a participação dos investidores estrangeiros no mercado de títulos de renda fixa no Brasil houve um crescimento considerável a partir de 2000. Conforme Prates e Cintra (2004), em 2000 o mercado financeiro brasileiro tornou-se totalmente aberto à entrada dos investidores estrangeiros. A Resolução nº. 2.689, de 26 de janeiro de 2000, permitiu que tais investidores tivessem acesso às mesmas aplicações disponíveis aos investidores residentes, sendo eliminadas as restrições quanto ao tipo de instrumento utilizado (corretora, distribuidora ou banco de investimento), à composição de carteira (renda fixa ou variável) e à natureza do investidor (pessoa física ou jurídica). Nas Palavras dos próprios autores:

> As mudanças de 2000 afetaram, principalmente, os investidores em renda fixa, que foram autorizados a aplicar livremente os recursos mediante o mercado de câmbio comercial, mas, em contrapartida, precisariam se cadastrar junto à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), como os investidores em ações. Ademais, as aplicações em renda fixa, sobre as quais incidia apenas o Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), tornaram-se sujeitas à mesma tributação incidente sobre as aplicações dos residentes: 20% de Imposto de Renda sobre o ganho de capital (PRATES; CINTRA, 2004, p. 11).

Outro importante fenômeno, que sucedeu à economia mundial na década de 1990 foi à mudança do padrão de financiamento internacional, os empréstimos bancários, predominantes nas décadas anteriores foram substituídos pela emissão de *securities* (títulos de renda fixa e ações)[15]. Conforme Marcantonio (2007), as *securities* são títulos emitidos

[15] A predominância do financiamento mediante a emissão de *securities* não significa que os empréstimos sindicalizados para os países em desenvolvimento foram insignificantes nos anos 1990. Segundo dados do BIS, esses empréstimos direcionaram-se, principalmente, para os países asiáticos e, em menor partida, para os latino-americanos, até a crise do sudeste asiático de 1997. Após essa crise, houve uma inversão da participação relativa das duas regiões (PRATES; FREITAS, 2001).

pelo devedor e negociáveis a qualquer momento em mercados organizados, conhecidos como mercados secundários. Concomitantemente a essa mudança, crescia a importância dos investidores institucionais (fundos mútuos de investimentos, fundos de pensão e seguradoras) enquanto financiadores dos países subdesenvolvidos.

Para Farnetti (1998), com base no relatório do Cepii, essa mudança no padrão de financiamento internacional permitiu um aumento substancial de capitais especulativos, segundo o autor a forma securitizada favorece eminentemente a especulação, atividade muitíssimo lucrativa e essencial aos olhos dos investidores institucionais:

> Os direitos de propriedade se opõem aos créditos porque os primeiros, ao contrário dos segundos, não são obrigações financeiras. Os direitos de propriedade são a base da acumulação dos patrimônios. Eles se apóiam nas riquezas existentes (terrenos, bens imobiliários antigos, ações já emitidas, ouro...). A poupança que compra esses direitos não financia diretamente novos investimentos. Ao contrário dos créditos, os direitos de propriedade não são submetidos a operações de reembolso com data pré-fixada e com preço pré estabelecido (...). Por essa razão, eles podem se tornar vetores privilegiados de especulação, quando as dinâmicas de seus preços se afastam da evolução econômica geral (CEPII, 1992 apud FARNETTI, 1998, p.196).

Diante de tal cenário, a estratégia, preponderante, utilizada pelo governo brasileiro tem sido (re)financiar a dívida pública através da emissão de títulos e não mais por empréstimos bancários. Na década de 1990, especificamente, a partir de maio de 1993 há uma mudança no perfil da dívida pública brasileira.

Conforme observado no gráfico 7, a dívida interna se tornou predominante e a principal preocupação para os gestores da política econômica. A análise do processo de internalização (substituição da dívida externa por interna), porém, se configura a partir de 1995, pois os anos de 1993 e 1994 foram marcados pelo processo de renegociação da dívida externa, o que impactou diretamente o resultado dessa dívida.

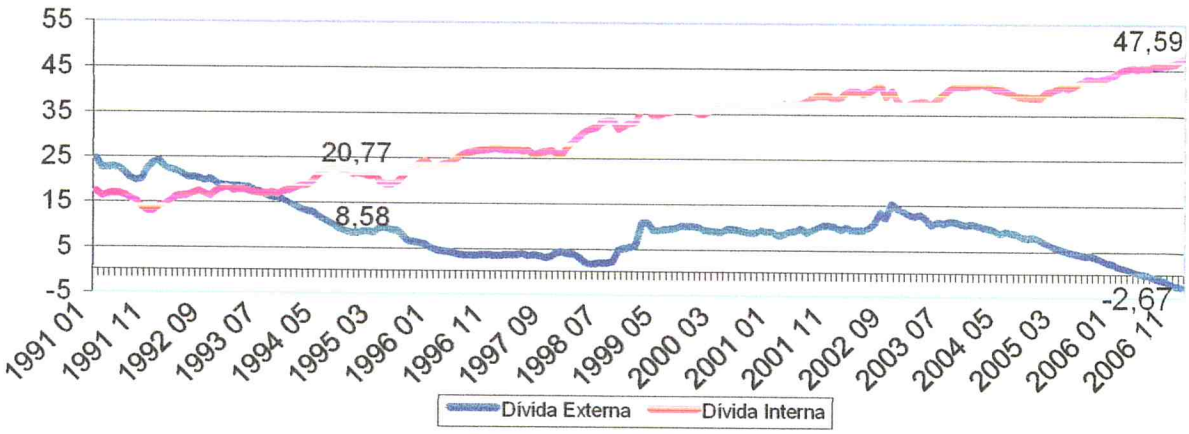

Gráfico 7 - Evolução da dívida interna e externa líquida do Setor Público (% do PIB)

- 1991 a 2006-

Fonte: IPEADATA

Entre 1995-2006, percebe-se uma trajetória ascendente da dívida pública interna. Esta cresceu substancialmente, em janeiro de 1995 representava 20,77% do PIB, em dezembro de 2006 alcançou o patamar de 47,59% do PIB. Já a dívida pública externa, nesse período, caiu significativamente.

Apenas em dois momentos, percebe-se um aumento importante da dívida pública externa. O primeiro, quando houve a mudança do regime cambial, em janeiro de 1999, pois a desvalorização do real impactou negativamente essa dívida, e posteriormente com a segunda crise cambial no final de 2002, quando o real sofreu uma forte desvalorização. A partir de 2003, a dívida pública externa vem apresentando quedas sucessivas, em dezembro de 2006, registrou um índice negativo de 2,67% do PIB, ou seja, somadas as reservas internacionais, o país passou a ser credor internacional.

As razões para a trajetória ascendente da dívida pública brasileira foram analisadas nos dois capítulos anteriores. Nesse momento, o que se pretende investigar é como aconteceu o processo de internalização da dívida pública brasileira.

A internalização, em parte foi financiada por credores estrangeiros, atraídos pelos altos juros praticados no Brasil. Esse financiamento ocorreu de duas maneiras: indiretamente,

através das filiais dos grandes bancos internacionais instalados no país e diretamente, através dos investidores estrangeiros que compram títulos da dívida pública interna.

Conforme Carvalho (2002), os bancos estrangeiros instalados no país a partir da década de 1990, aderiram às condições e às formas de concorrência existentes entre os grandes bancos privados nacionais, mantendo a mesma lógica de atuação desses últimos, qual seja: baixa concessão de crédito de curto prazo, participação diminuta na concessão de crédito de longo prazo, manutenção de altos *spreads* e concentração dos ativos em operações com títulos públicos[16]. Para Ferreira (2005), os bancos estrangeiros além de adquirirem títulos indexados a SELIC também têm adquiridos títulos indexados ao câmbio, como forma de *hedge*, em momentos de turbulências no mercado financeiro nacional:

> Provavelmente é por isso que, por exemplo, em 2002, enquanto os bancos privados estrangeiros tinham 87% da sua carteira de títulos públicos federais indexados ao dólar e somente 10% indexados a Selic, os bancos privados nacionais tinham 35% dessa mesma carteira corrigida pelo câmbio e 62% pela Selic (FERREIRA, 2005, p. 54).

Corroborando a idéia de Carvalho (2002) e Ferreira (2005), o gráfico 8 apresenta os principais credores da dívida interna federal em julho de 2006. Percebe-se a importante participação dos bancos privados estrangeiros, que juntamente com os bancos nacionais detêm quase 50% do total da dívida interna federal.

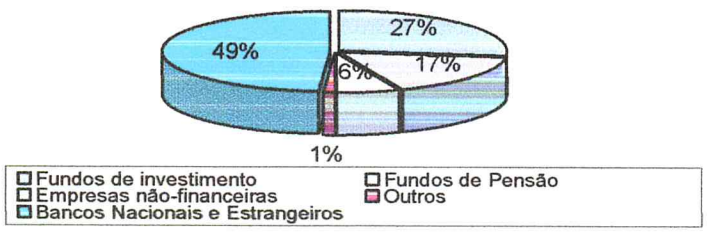

Gráfico 8 - Credores da dívida interna federal
Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional e Secretaria da Previdência Complementar apud Auditoria Cidadã da Dívida (2006b)

---

[16] Para Luís Miguel Santacreu, consultor da Austin Asis, "houve uma nítida tupiniquização. Os estrangeiros se acomodaram a spreads altos e a ganhos seguros e atraentes nos títulos públicos" (Gazeta Mercantil, 26/7/1999, p. B1 apud CARVALHO, 2002).

No que tange à participação direta dos investidores estrangeiros na compra de títulos públicos da dívida interna, esta tem se intensificado nos últimos anos, pois os sucessivos governos vêm implementando uma série de medidas, que buscam atrair esse tipo de investidor.

Conforme mencionado anteriormente, a Resolução nº 2.689 de 26 de janeiro de 2000 possibilitou que os investidores estrangeiros tivessem acesso às mesmas aplicações disponíveis aos investidores residentes. Dentre essas aplicações estão o investimento em títulos públicos da dívida interna brasileira. Inicialmente, incidiam sobre essas aplicações o IOF e o IR, que era de 20% sobre o ganho de capital.

Segundo Prates e Cintra (2004), com a Resolução nº 2689, o mercado financeiro brasileiro tornou-se totalmente aberto à entrada dos investidores estrangeiros. Todavia, continuava proibida a transferência direta dos recursos aplicados em um determinado segmento do mercado financeiro brasileiro para outro; ou seja, se o investidor estrangeiro desejasse resgatar sua aplicação em renda fixa e investir em renda variável continuava obrigado a realizar uma operação de fechamento de câmbio, trocando Reais por Dólares (sobre a qual incidia a Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira – CPMF) para em seguida trocar os Dólares obtidos por Reais (pagando novamente a CPMF) e, finalmente, aplicar na Bolsa de Valores. Essa transferência somente foi autorizada em 2003, o que implicou em maior flexibilidade e menores custos para esses investidores.

Em fevereiro de 2006, objetivando atrair ainda mais o investidor estrangeiro, o governo Lula decretou a Medida Provisória nº281, posteriormente convertida na Lei nº 11.312, que isenta de IR os investidores estrangeiros que comprarem títulos públicos da dívida interna. Esta lei tem aumentado consideravelmente a participação desses credores na dívida interna.

A participação estrangeira no mercado doméstico apresentou uma elevação significativa após a edição da Medida Provisória. A média do estoque aplicado em títulos públicos por investidores estrangeiros, que foi de R$ 2,7 bilhões entre janeiro de 2005 e fevereiro de 2006, passou para R$ 10,7 bilhões entre marco e dezembro deste ano. Ressalta-se que o

montante aplicado pelos investidores estrangeiros em Fundos de Investimento Financeiro (FIF)[17], que são compostos em sua quase totalidade por títulos públicos, também apresentou crescimento considerável após a edição da medida, mantendo uma média de R$ 13,3 bilhões entre março e dezembro deste ano, frente a R$ 5,0 bilhões no mesmo período do ano passado (TESOURO NACIONAL, 2007).

O argumento utilizado pelo Tesouro Nacional (2007) para uma maior participação desses investidores é que estes demandam títulos com maior prazo de maturação, alongando o prazo médio dos títulos da dívida interna. Para Levy (2006), ex-secretário do Tesouro Nacional do governo Lula, a ampliação do mercado, para investidores estrangeiros, diminui o risco sistêmico[18] e dissemina o risco-país para uma classe maior de agentes.

Essa participação dos investidores estrangeiros no mercado de títulos públicos domésticos é um fenômeno que ocorre em escala mundial, desde o início da década de 1990. Na França, segundo Chesnais (1996), entre 1987 e 1992, a parcela dos títulos públicos nas carteiras dos investidores financeiros estrangeiros oscilou entre 25% (1988 e 1991) e 65% (1990 e 1992). Em fins de 1992, os não-residentes detinham cerca de um terço dos títulos da dívida pública negociável.

Além das duas formas mencionadas de inserção dos investidores estrangeiros no mercado de títulos da dívida interna pública, a Auditoria cidadã da dívida (2006b, p.7) aponta ainda outro mecanismo de inserção, qual seja:

> O investidor estrangeiro, no exterior, contacta um banco transnacional que possua uma filial no Brasil e faz uma espécie de "contrato de investimento", no qual o banco irá comprar títulos da dívida interna brasileira (ou irá aplicar recursos em fundos de investimento brasileiros), repassando os ganhos da aplicação para o investidor externo, mediante, claro, uma boa taxa de administração.

---

[17] Segundo relatório do Tesouro Nacional (2007), o investimento em renda fixa está dividido em FIF, Títulos Emitidos pelo Tesouro Nacional e outros. Ainda segundo o relatório, a maioria do investimento estrangeiro em renda fixa se concentra em títulos públicos.

[18] Risco sistêmico é aquele que não pode ser eliminado pela diversificação dos portfólios (BACHA e FILHO, 2006).

Simultaneamente a esse processo, o governo brasileiro tem intensificado o pagamento da dívida externa. A partir do final de 2005, o governo começou a pagar antecipadamente parte da dívida externa. Em dezembro de 2005, pagou US$ 15,5 bilhões ao FMI; no início de 2006 também eliminou a dívida com o Clube de Paris (associação dos governos credores), pagando US$ 1,8 bilhão; e pagou mais US$ 6,64 bilhões pelo resgate antecipado de títulos "Bradies" (AUDITORIA CIDADÃ DA DÍVIDA, 2006a).

O ministro da Fazenda Guido Mantega (2007), justifica que esse pagamento antecipado de parte da dívida externa se insere na estratégia utilizada pelo Tesouro Nacional para eliminar os títulos emitidos no período da moratória da dívida na década de 80. Nas próprias palavras do ministro:

> Em relação à Dívida Externa, em particular, o Tesouro atuou fortemente buscando sua melhora estrutural, processo iniciado em 2005 com o resgate dos C-Bonds e que teve seqüência em 2006, por exemplo, com o pré-pagamento dos demais Bradies. Isso permitiu que se eliminassem os últimos resquícios de um episódio conturbado de nossa história. (MANTEGA, 2007, p.3).

Outro argumento favorável à expressiva redução da dívida externa pública é que esta tem contribuído para diminuir a dívida externa total do país e assim colaborado para a melhora dos principais indicadores de vulnerabilidade externa do país (Ver Tabela 8) nesses últimos anos. A relação dívida externa total/PIB exprime bem essa melhora, pois apesar de o PIB permanecer estagnado, tal relação vem se reduzindo significativamente, saindo de 37,9% em 2001 para 16,2% em 2006. Com isso, o serviço da dívida tem impactado menos às contas externas, a relação serviço da dívida/PIB saiu de 8,9% em 2001 para 5,3% em 2006.

Tabela 8 - Indicadores de endividamento externo

Indicadores	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Serviço da dívida/exportações (%)	84,9	82,7	72,5	53,7	55,8	41,4
Serviço da dívida/PIB (%)	8,9	9,9	9,6	7,8	7,5	5,3
Juros/exportações (%)	28,0	23,6	19,4	14,8	12,2	10,8
Dívida total/PIB (%)	37,9	41,8	38,8	30,3	19,2	16,2
Dívida total do setor público/dívida total (%)	51,5	59,4	63,1	65,7	59,2	51,7
Reservas (liquidez)/dívida total (%)	17,1	18,0	22,9	26,3	31,7	49,8
Dívida total/exportações	3,6	3,5	2,9	2,1	1,4	1,3
Dívida total líquida/exportações	2,8	2,7	2,1	1,4	0,9	0,5
Reservas (liquidez)/serviço da dívida	0,7	0,8	0,9	1,0	0,8	1,5
Reservas (liquidez)/juros	2,2	2,7	3,5	3,7	3,7	5,8

Fonte: BACEN *apud* PINHEIRO; FERREIRA (2007)

Porém, a queda abrupta da dívida externa pública, somado ao aumento substancial da dívida interna pública (ver gráfico 7, p. 41) e a maior participação dos investidores estrangeiros nessa última, poderá trazer dificuldades importantes para a economia brasileira.

A primeira dificuldade se refere à deterioração cada vez mais expressiva das contas públicas brasileiras, pois o país está trocando títulos de uma dívida (externa) menos onerosa, e que está sob controle, para uma dívida (interna) que cresce substancialmente e muito mais onerosa. Conforme a Auditoria cidadã da dívida (2006a), nos últimos dois anos o BACEN comprou uma quantidade considerável de dólar no mercado para efetuar os pagamentos antecipados da dívida externa. Assim, precisou praticar uma política de esterilização monetária, emitindo título da dívida interna e retirando o real de circulação. Ainda segundo a Auditoria cidadã da dívida (2006a), os juros do FMI eram cerca de 4% ao ano e os dos "Bradies" 5,7%, em termos reais, enquanto que a taxa SELIC descontada a inflação remunerava em média 9% ao ano.

Outra dificuldade é que a maior participação dos investidores estrangeiros na dívida interna pública acarreta numa perda ainda maior de autonomia das políticas macroeconômicas do país. Essa perda de autonomia é aclamada pela Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro (ANDIMA):

> Qualquer tentativa do governo de contrariar os princípios básicos da racionalidade econômica (como austeridade fiscal, por exemplo) geraria um custo muito elevado em termos de punição dos mercados. Assim, mais uma vez, vemos a presença do investidor externo gerando uma clara externalidade positiva no campo doméstico. Neste caso, o efeito benéfico recairia diretamente sobre a condução da política econômica, ao tornar muito custosas as aventuras de cunho heterodoxo (ANDIMA, 2005, p. 19).

Segundo a ANDIMA, a maior participação de estrangeiros no mercado de títulos da dívida pública brasileira traz consigo externalidades positivas, como o chamado Efeito Monitoramento. Os investidores estrangeiros por terem mais oportunidades de investimento fora do Brasil do que os tradicionais compradores locais são mais sensíveis a qualquer alteração do curso da política econômica doméstica. Assim, esses agentes passam a exercer

uma espécie de controle de qualidade (leia-se manutenção de políticas ortodoxas) sobre a política econômica doméstica.

Admitindo essa idéia, que os investidores estrangeiros têm maiores oportunidades de investimento fora do Brasil do que os tradicionais compradores locais, é razoável supor que a probabilidade de um efeito manada[19], por parte dos investidores estrangeiros, cresce substancialmente, principalmente, num ambiente onde inexiste controle de capitais e com os mercados financeiros cada vez mais integrados.

E por último, a dificuldade recai sobre o Balanço de Pagamentos, uma vez que a remessa de juros alcançados através dos investimentos dos credores estrangeiros requer a conversão dos valores obtidos em reais, para alguma outra moeda de aceitação internacional (dólar ou euro). Assim, o país de qualquer forma necessitará de divisas para financiar sua dívida, sendo que em um cenário internacional de grandes incertezas, tais credores poderão "fugir" dos papéis oferecidos pelo Brasil de forma similar ao processo observado nos anos 80.

Quando se observa a *Conta Renda* do Balanço de Pagamentos (ver Tabela 9), percebe-se que nos últimos sete anos houve uma importante deterioração, no ano 2000 o saldo negativo era de US$ 17.886 bilhões, em 2006 o saldo negativo alcançou US$27.489 bilhões. Esse resultado é decorrente dos expressivos saldos negativos da sub-conta *Renda de investimentos*. Conjunturalmente, um dos fatores que contribuiu para tal desempenho foi à excessiva valorização cambial ocorrida no Brasil, a partir de 2003.

---

[19] Também denominado Efeito Bandwagon, ocorre quando o comportamento dos agentes econômicos, especialmente no mercado financeiro, se assemelha ao de uma manada; se alguns agentes praticam algumas ações — comprando ou vendendo maciçamente certos títulos —, o resto tende a acompanhar, mesmo que essa não seja a melhor atitude ou ação mais correta a ser tomada, ou mesmo que não existam razões objetivas para isso (SANDRONI, 2004).

Tabela 9 - Conta Renda do Balanço de Pagamentos (US$ milhões)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Rendas	-17886	-19743	-18191	-18552	-20520	-25967	-27489
Salário e ordenado	79	95	102	109	181	214	177
Renda de investimentos (líquido)	-17965	-19838	-18292	-18661	-20701	-26181	-27666
Renda de investimento direto	**-3239**	**-4638**	**-4983**	**-5098**	**-5789**	**-10302**	**-12811**
Lucros e dividendos*	-2173	-3438	-4034	-4076	-4937	-9142	-11431
Juros empréstimo intercompanhia	-1066	-1201	-949	-1022	-852	-1161	-1380
Renda de investimento em carteira	**-8545**	**-9621**	**-8384**	**-8743**	**-10415**	**-11778**	**-11051**
Lucros e dividendos	-1143	-1523	-1128	-1564	-2400	-3544	-4924
Juros de títulos de renda fixa	-7402	-8097	-7256	-7179	-8015	-8234	-6128
Renda de outros investimentos (juros)	**-6181**	**-5579**	**-4925**	**-4820**	**-4497**	**-4101**	**-3804**

Fonte: BACEN *exclusive lucros reinvestidos

Ao analisar os itens da sub-conta *Renda de investimentos*, nota-se o aumento significativo da renda enviada ao exterior referente ao *investimento em carteira*, saindo de US$ 8,5 bilhões (2000) para US$ 11 bilhões (2006). Os juros de títulos de renda fixa[20], que têm o maior peso desse item vêm apresentando resultados expressivos. Em 1995, a remessa de juros de títulos de renda fixa era de aproximadamente US$ 3 bilhões (Banco Central, 2007a), a partir de 2000, com a Resolução n ° 2.689[21], o valor mais que duplicou atingindo o patamar de US$7,4 bilhões (2000), conforme visualizado na Tabela 9. Desde então, verifica-se que as remessas de juros de títulos de renda fixa permaneceram em patamares elevados, o que pode ser resultado de uma maior participação dos investidores estrangeiros em títulos da dívida interna pública.

A tabela 9 aponta também um crescimento expressivo da remessa de lucros e dividendos oriundos do investimento direto estrangeiro. Em 2000, a remessa de lucros e dividendos estava em US$ 2.173 bilhões, em 2006 esse valor quintuplicou, alcançando US$11.431 bilhões. Esse resultado, além de expressar os ganhos significativos das tradicionais empresas multinacionais industriais instaladas no país, também demonstra os ganhos obtidos pelas empresas multinacionais produtoras de bens e serviços *non-tradable*. Dentre essas empresas estão às matrizes dos grandes bancos estrangeiros, que conforme Carvalho

[20]Os juros de títulos de renda fixa correspondem às aplicações em títulos de dívida de emissão doméstica (títulos da dívida interna pública, debêntures e outros títulos privados) e no exterior (bônus, notes e *commercial* papers) de qualquer prazo. Excetuam-se os juros relativos à colocação de papéis entre empresas ligadas, alocados em rendas de investimento direto (FMI, 1993 apud BANCO CENTRAL, 2007b).

[21] Conforme mencionado anteriormente, essa resolução incentivou uma maior participação dos investidores estrangeiros em títulos de renda fixa, principalmente, em títulos da dívida interna pública.

(2002) e Ferreira (2005) têm grande parte do seu lucro associado à aplicação de títulos públicos da dívida interna.

Mudanças na tributação ocorridas na década de 1990, também são responsáveis pelo aumento da remessa de lucros oriundos do investimento direto estrangeiro. Conforme Carneiro (2002, p. 273): "A tributação da remessa de lucros foi reformulada, substituindo-se o sistema de alíquotas crescentes e variáveis, em razão do valor enviado e cuja incidência mínima era de 25%, pela alíquota única de 15% sobre o total remetido."

Por outro lado, o item *Renda de outros investimentos* vem apresentando melhoras nesses últimos anos, a remessa de juros desse item *Renda de outros investimentos* está em trajetória descendente, saindo de US$ 6.181 bilhões (2000) para US$ 3.804 bilhões (2006). Esse resultado, em parte, expressa a extraordinária redução da dívida externa do setor público ocorrida nesse período, visto que a remessa de juros de tal dívida é contabilizada no item *Renda de outros investimentos*. A melhora desse item, nos últimos dois anos, também reflete o pagamento antecipado ao Clube de Paris e ao FMI.

Nota-se, portanto, que a partir da década de 1990, num cenário de abertura financeira da economia brasileira e de mudança do padrão de financiamento aos países subdesenvolvidos, parte da internalização da dívida pública foi financiada por credores estrangeiros, atraídos pelos altos juros praticados no Brasil. Esse financiamento ocorreu de forma indireta, através das filiais dos grandes bancos internacionais e de forma direta com a compra de títulos públicos da dívida interna pelos investidores estrangeiros.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Neste trabalho pôde se perceber que as contas públicas brasileiras vêm se deteriorando desde os anos 80 e que nesse período a dívida externa era a principal preocupação para os gestores da política econômica. Após a implementação do Plano Real houve uma inversão no perfil da dívida pública, a dívida interna se tornou predominante e desde então tem crescido substancialmente.

Verificou-se também que as principais escolas teóricas divergem quanto à funcionalidade do déficit público enquanto instrumento de política econômica. A teoria neoclássica considera que o déficit público e a própria dívida são fatores de ineficiência alocativa e que o Estado não deve intervir com políticas anticíclicas. Para os economistas mais ortodoxos, ligados ao pensamento neoclássico, a principal razão para o endividamento público no período investigado foi o aumento das despesas não financeiras.

A teoria keynesiana considera que o Estado, através do déficit público programado, pode intervir para evitar as flutuações cíclicas da economia. Essa teoria considera que o Estado tem a capacidade de reverter os períodos de crises econômicas, inerentes ao sistema capitalista. Para os economistas pós-keynesianos a principal causa para o endividamento público no período investigado foi o aumento das despesas financeiras, oriundas das altas taxas de juros existentes no país.

Em seguida, foi analisado o processo de internalização da dívida pública brasileira, mostrando que parte desta internalização foi financiada por credores estrangeiros. Esta forma de financiamento, no longo prazo, poderá trazer enormes prejuízos para economia do país, como uma maior deterioração das contas públicas e o aumento da remessa de juros/lucros ao exterior. Porém, é importante frisar que ainda não há elementos elucidativos que comprovem se tal estratégia utilizada na administração da dívida pública propicia um efeito mais benéfico ou deletério à economia brasileira.

REFERÊNCIAS

ALÉM, Ana Cláudia; GIAMBIAGI, Fábio. **Finanças Públicas:** Teoria e Prática no Brasil. Rio de Janeiro: Elsevier, 2000.

ANDIMA. **Dívida Pública:** Participação do investidor estrangeiro. Rio de Janeiro, 2005. Relatório Econômico.

ARIDA, Pérsio. Por uma Moeda Plenamente Conversível. **Revista de Economia Política**, v. 23, n. 3 (91), p.151-154, Jul/set. 2003.
Disponível em: http://www.rep.org.br/pdf/91-9.pdf. Acesso em: 05 Mar. 2007.

AUDITORIA CIDADÃ DA DÍVIDA. **Governo troca dívida externa por interna:** bom negócio? – nº 15 – 07 de setembro de 2006a. Disponível em: http://www.divida-auditoriacidada.org.br/boletins/Boletim15.doc/file_view . Acesso em: 15 Fev. 2007.

AUDITORIA CIDADÃ DA DÍVIDA. **Dívida "Interna":** nova face do endividamento externo – nº 15 – 07 de setembro de 2006b. Disponível em: http://www.jubileubrasil.org.br/v01/verde/divida/boletins/Boletim15.doc . Acesso em 15 Fev. 2007.

BACHA, Edmar; CHRYSOSTOMO FILHO, Luiz. **Mercado de capitais e dívida pública:** tributação, indexação, alongamento. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2006.

BANCO CENTRAL. **Indicadores**. Disponível em: http://www.bc.gov.br. Acesso em: 05 Mai. 2007a.

BANCO CENTRAL. **Balanço de Pagamentos:** Apresentação por setores institucionais. Disponível em: http://www.bc.gov.br. Acesso em: 05 Mai. 2007b.

BELLUZZO, Luiz; ALMEIDA, Júlio. **Depois da queda:** A economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.

BELLUZZO, Luiz; CARNEIRO, Ricardo. O Mito da Conversibilidade. **Revista de Economia Política**, v.24, n.2 (94), p.218-222, Abr/jun. 2004. Disponível em: http://www.rep.org.br/pdf/94-4.pdf. Acesso em 05 Mar. 2007.

BRUE, Stanley. **História do Pensamento Econômico.** São Paulo: Thomson, 2005.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos; NAKANO, Yoshiaki. Uma estratégia de desenvolvimento com estabilidade. **Revista de Economia Política**, v. 22, n. 3 (87), p.146-180, Jul/set. 2002.
Disponível em: http://www.rep.org.br/pdf/87-10.pdf. Acesso em: 15 Abr. 2007.

CARDIM DE CARVALHO, Fernando. **Equilíbrio fiscal e política econômica keynesiana.** Disponível em: http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/equilibriofiscal.pdf. Acesso em: 05 Jun. 2007.

CARDIM DE CARVALHO, Fernando; SICSÚ, João. Controvérsias Recentes sobre Controles de Capitais. **Revista de Economia Política**, v.24, n.2 (94), p.163-184, Abr/Jun. 2004. Disponível em: http://www.rep.org.br/pdf/94-1.pdf. Acesso em: 17 Mai. 2007.

CARVALHO, Carlos Eduardo et al. **Desnacionalização do setor bancário e financiamento das empresas:** a experiência brasileira recente. Brasília: IPEA – Texto para Discussão, n.882, maio 2002. Disponível em: http://www.ipea.gov.br/pub/td/2002/td_0882.pdf. Acesso em: 18 Abr. 2006.

CARNEIRO, Ricardo. **Desenvolvimento em crise:** A economia brasileira no último quarto do século XX. São Paulo: UNESP, IE- Unicamp, 2002.

CARNEIRO, Ricardo. **Da trindade impossível à autonomia necessária (A política macroeconômica da era FHC ao Governo Lula).** Campinas: Unicamp, 2003. Disponível em: http://www.desempregozero.org.br/ensaios/da_trindade_impossivel_a_autonomia_necessaria.pdf. Acesso em 10 Dez. 2006.

CHESNAIS, François. **A mundialização do capital.** São Paulo: Xamã, 1996.

CINTRA, Marcos. **Suave fracasso - a política macroeconômica brasileira entre 1999 e 2005.** Disponível em: http://www.scielo.br/pdf/nec/n73/a04n73.pdf. Acesso em: 28 Out. 2006.

CINTRA, Marcos. **Dependência sem Desenvolvimento:** os limites e contradições da inserção internacional brasileira nos anos 90. Disponível em: http://www.ipardes.gov.br/pdf/revista_PR/97/cintra.pdf. Acesso em: 25 Abr. 2007.

DATHEIN, Ricardo. **O Brasil na "Era do Ajustamento".** Disponível em: http://netx.u-paris10.fr/actuelmarx/m4dathein.htm . Acesso em: 28 Mar. 2007.

DORNBUSCH, Rudiger; FISCHER, Stanley. **Macroeconomia.** São Paulo: MAKRON Books, 2004.

FARNETTI, Richard. O papel dos fundos de pensão e de investimentos coletivos anglo-saxônicos no desenvolvimento das finanças globalizadas. In: CHESNAIS, François (org). **A mundialização financeira:** gênese, custos e riscos. São Paulo: Xamã, 1998.

FERREIRA, Alceu. **Os donos da dívida:** Um enfoque sociopolítico da dívida pública interna durante o governo FHC. Florianópolis: UFSC, 2005.

FILGUEIRAS, Luiz. **História do Plano Real**. São Paulo: Boitempo, 2003.

FRANCO, Gustavo. **A regulação do capital estrangeiro no Brasil:** análise da legislação e propostas de reforma. Rio de Janeiro: PUC-RJ, 1991. Disponível em: http://www.econ.puc-rio.br/pdf/td246.pdf. Acesso em: 05 Mai. 2007.

FRANCO, Gustavo. **O regime cambial e a conta capital** – notas sobre o caso brasileiro. Rio de Janeiro: PUC-RJ, 1992. Disponível em: http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/CEMLA.PDF. Acesso em: 05 Mai. 2007.

GIAMBIAGI, Fábio. **Do déficit de metas às metas de déficit:** a política fiscal do governo Fernando Henrique Cardoso- 1995-2002. Rio de Janeiro: BNDES - Texto para Discussão, n. 93, abril 2002. Disponível em: http://www.bndes.gov.br/conhecimento/td/td-93.pdf. Acesso em: 18 Abr. 2006.

GIAMBIAGI, Fábio. **A política fiscal do governo Lula em perspectiva histórica:** qual é o limite para o aumento do gasto público? Rio de Janeiro: IPEA - Texto para Discussão, n. 1169, março 2006. Disponível em: http://www.ipea.gov.br/pub/td/2006/td_1169.pdf. Acesso em: 18 Abr. 2006.

GOLDFAJN, Ilan. Há razões para Duvidar que a Dívida Pública no Brasil é Sustentável? In: MENDONÇA, Félix (org). **A dívida pública brasileira.** Brasília: Plenarium, 2005.

GONÇALVES, Reinaldo; POMAR, Valter. **A armadilha da dívida.** São Paulo: Fundação Perseu Abramo, 2002.

HERMANN, Jennifer. Auge e declínio do modelo de crescimento com endividamento: o II PND e a crise da dívida externa. In: GIAMBIAGI, Fábio et al (org). **Economia Brasileira Contemporânea.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

HERMANN, Jennifer. **A macroeconomia da Dívida Pública:** Notas sobre o debate Teórico e a Experiência Brasileira Recente (1999-2002). Disponível em: http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/a_macroeconomia_da_divida_publica.pdf Acesso em 14 Mai. 2006.

HERMANN, Jennifer. **O Trade Off do Crescimento no Brasil nos Anos 1990-2000:** análise crítica e alternativas de política monetária. Disponível em: http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/o_trade_off_do_crescimento.pdf . Acesso em: 08 Mai. 2007a.

HERMANN, Jennifer. **Ascensão e Queda da Política Fiscal:** de keynes ao "autismo fiscal" dos anos 1990-2000. Disponível em: http://www.anpec.org.br/encontro2006/artigos/A06A152.pdf . Acesso em: 07. Fev. 2007b.

HUNT, E.K. **História do Pensamento Econômico.** Rio de Janeiro: Campus, 1981.

IPEADATA. **Indicadores**. Disponível em: http://www.ipeadata.gov.br. Acesso em: 20 Mar. 2007.

KEYNES, John Maynard. **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. São Paulo: Atlas, 1992.

LEVY, Joaquim. Política econômica e alongamento dos títulos públicos no Brasil. In: BACHA, Edmar; CHRYSOSTOMO FILHO, Luiz. **Mercado de capitais e dívida pública:** tributação, indexação, alongamento. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2006.

LOPES, Luiz; VASCONCELLOS, Marco Antonio. **Manual de Macroeconomia.** São Paulo: Atlas, 2000.

LOPREATO, Francisco. Política Fiscal: mudanças e perspectivas. **Política Econômica em foco**, n.7 – nov.2005/abr.2006. Disponível em: http://www.eco.unicamp.br/asp-scripts/boletim_cecon/boletim7/Secao_VI_Lopreato2.pdf . Acesso em: 25 Nov. 2006.

MANTEGA, Guido. **Dívida Pública Federal:** Relatório Anual 2006. Brasília, 2007. Disponível em: http://www.tesouro.fazenda.gov.br/ . Acesso em: 20 Fev. 2007.

MARCANTONIO, Roberto. **Os fluxos externos de capitais privados no Brasil – 1991-04**. Disponível em: http://www.fee.rs.gov.br/sitefee/download/indicadores/33_03/9_parte.pdf. .Acesso em: 19 Fev.2007.

MENDONÇA, Félix (Org). **A dívida pública brasileira**. Brasília: Plenarium, 2005.

NUNES, Valquíria; NASCIMENTO, Raquel. **Ação civil e de improbidade administrativa.** Disponível em: http://www.oficinainforma.com.br/textos/acaocivil.rtf Acesso em: 26 Fev. 2006.

OREIRO, José Luís et al. **Controle da Dívida Pública e Política Fiscal**: uma Alternativa para um Crescimento Auto-sustentado da Economia Brasileira. Disponível em: http://paginas.terra.com.br/educacao/luizfpaula/material_lf/artigos_academicos/controle_divida_publica.pdf Acesso em: 20 Abr. 2006.

OREIRO, José Luís; PAULA, Luiz Fernando. **Conversibilidade plena do real:** a quem interessa?
Disponível em: http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/conversibilidade_plena_do_real.pdf. Acesso em: 06 Out. 2006.

PAULA, Luiz Fernando et al. Conversibilidade da conta de capital, taxa de juros e crescimento econômico: uma avaliação empírica da proposta de conversibilidade do real. **Revista de economia contemporânea**, v.9, n.2, p.231-261, 2005. Disponível em: http://www.scielo.br/pdf/rec/v9n2/v09n02a01.pdf. Acesso em: 14 Abr. 2007.

PINHEIRO, Bruno; FERREIRA, Paulo Sérgio. **Economia Mundial:** Riscos sistêmicos podem colocar em xeque o forte ritmo de expansão do PIB global e comprometer a evolução do setor externo brasileiro. Disponível em http://www.nec.ufba.br . Acesso em: 09 Jun. 2007.

PRATES, Daniela e CINTRA, Marcos. **Os fluxos de capitais internacionais para o Brasil desde os anos 90.** São Paulo: Instituto Rosa Luxemburg, 2004. Disponível em:

http://www.rls.org.br/publique/media/Controle_Cintra_Prates.pdf. Acesso em: 10 Mar. 2007.

PRATES, Daniela e FREITAS, Maria. **A abertura financeira no governo FHC:** impactos e conseqüências. Campinas: Economia e Sociedade, 2001. Disponível em: http://www.eco.unicamp.br/publicacoes/economia_sociedade/download/revista_17/04-Cristina%20e%20Daniela.pdf. Acesso em: 10 Mar. 2007.

REZENDE, Fernando. **Finanças Públicas**. São Paulo: Atlas, 2001.

SACHS, Jeffrey; LARRAIN, Felipe. **Macroeconomia** - em uma economia global. São Paulo: MAKRON Books, 2000.

SANDRONI, Paulo. **Novíssimo Dicionário de Economia.** São Paulo: Best Seller, 2004.

SICSÚ, João. **Rumos da Liberalização Financeira Brasileira**. Disponível em: http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/rumosdaliberalizacaofinanceira.pdf. Acesso em 05 Fev. 2007a.

SICSÚ, João. **Liberdade para o Brasil através do Controle do Fluxo de Capitais:** controles ou liberalização? Disponível em: http://www.rls.org.br/publique/media/Cartilha_Controle.pdf .Acesso em 08 Jan. 2007b.

TESOURO NACIONAL. **Dívida Pública Federal:** Relatório Anual 2006. Brasília, 2007. Disponível em http://www.tesouro.fazenda.gov.br/ . Acesso em 20 Fev. 2007.

UNAFISCO. **Execução Orçamentária do Brasil:** de FHC a Lula. Disponível em: http://www.unafiscosindical-sp.org.br . Acesso em 25 Fev. 2007.

APÊNDICE

- Lei nº 4.182/1920 – regulamentada pelo Decreto nº 4.182, de 13/11/1920, cujo artigo 5º estabelece que o Governo instituirá a fiscalização dos bancos e casas bancárias para o fim de prevenir e coibir o jogo sobre o câmbio, assegurando apenas as operações legítimas, estabelecendo penalidades;
- Decreto nº 14.728, de 16.03.1921 – Aprova o Regulamento para a Fiscalização dos Bancos e Casas Bancárias. O regime era o de autorização prévia para os contratos de compra e venda de cambiais, mediante o posterior visto da Inspetoria por ocasião da liquidação;
- Decreto nº 20.451, de 28/10/1931 – confere ao Banco do Brasil o monopólio da compra de letras de exportação e valores transferidos para o estrangeiro;
- Decreto nº 23.258, de 19/10/1933 – conceitua as operações de câmbio consideradas ilegítimas, a sonegação de cobertura cambial, prevendo punições, merecendo destaque o art. 2º, que assim dispõe: "São também consideradas operações de câmbio ilegítimas as realizadas em moeda brasileira por entidades domiciliadas no exterior, por conta e ordem de entidade brasileiras ou estrangeiras, domiciliadas ou residentes no exterior;
- Lei nº 1.021, de 08/04/1939, regulamentada pelo Decreto nº 32.285 de 19/02/1953 – dispõe sobre operações de câmbio, estabelecendo a liberdade dessas operações, sob o rígido controle da Fiscalização Bancária;
- Lei nº 1.807, de 07/01/1953, instituiu o mercado de câmbio de taxas oficiais e livres, regulamentado pelos Decretos nº 32.285, de 09/02/1953 e 42.820, de 16/12/1957;
- Lei nº 4.131/62 e Lei nº 4.390/64 – disciplinam a aplicação do capital estrangeiro e as remessas de valores para o exterior. Regulamentadas pelo Decreto nº 55.762, de 17/02/1965. O artigo 3º desta lei previu a criação de um serviço especial de registro de capitais estrangeiros e de operações financeiras, antes mesmo da criação do Banco Central do Brasil. Destaca-se, no contexto de normas cambiais, os artigos 49 a 52, 57 e 64 do Decreto Regulamentador;
- Lei nº 4595/64 – Disciplina a política e as instituições monetárias, bancárias e creditícias, criando o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central do Brasil;
- Lei nº 4728/65 – Disciplina o Mercado de Capitais e Estabelece Medidas para o seu Desenvolvimento;

- Carta Circular nº 05, de 27/02/1969 - Disciplina regras para a contas de depósito no País, de pessoas físicas ou jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no exterior, mantidas exclusivamente em bancos autorizados a operar em câmbio – Fundamento – Art. 57 do Decreto nº 55762/65, que regulamentou a Lei nº 4131/62;
- Resolução do CMN nº 1552, de 22.12.1988 – Cria o Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes
- Resolução do CMN nº1600 – baixou regulamento para observância do mercado de câmbio de taxas flutuantes, em face da Res. CMN 1552/88;
- Circular do BCB nº 1402, de 29.12.1988 – permitiu as transferências unilaterais de pessoas físicas no mercado de câmbio de taxas flutuantes
- Circular do BCB nº 1500, de 22.06.1989 – estabelece alterações no regulamento do Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes;
- Carta-Circular do BCB nº 2259, de 20.02.1992 – Criação do subtítulo para a conta *Depósitos de Domiciliados no Exterior*, denominado *Contas Livres – De Instituições Financeiras – Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes;*
- Resolução do CMN nº 1946, de 29.07.1992 – Estabelece normas para identificação das pessoas responsáveis por pagamentos e recebimentos, em espécie, em moeda nacional ou estrangeira;
- Carta-Circular do BCB nº 2.307, de 26.08.1992 – Criação no SISBACEN da transação PCAM 300, OPÇÃO 08, para registro diário das TRANSFERÊNCIAS INTERNBANCÁRIAS INTERNACIONAIS EM MOEDA NACIONAL, realizadas entre instituições financeiras no País e bancos do exterior;
- Circular do BCB nº 2242, de 07/10/1992 – Estabelece procedimentos e condições aplicáveis às transferências internacionais de recursos em moeda nacional;
- Circular do BCB nº 2.409, de 02/03/1994 – Exige amparo documental para as transferências para o exterior em moeda nacional;
- Lei nº 9.069, de 29/06/1995 (Lei do Real) – art. 65 – estabelece regras rígidas para o ingresso e saída do país de moeda nacional e estrangeira;
- Resolução do CMN nº 2.025 de 10/04/1996 – Cria rígidas normas cadastrais para abertura e manutenção de contas correntes;

- Circular do BCB nº 2.677, de 10/04/1996 – Estabelece procedimentos e condições para abertura, movimentação e cadastramento no SISBACEN de contas em moeda nacional tituladas por pessoas físicas ou jurídicas domiciliadas ou com sede no exterior e dispõe sobre as transferências internacionais em reais.