

Política macroeconômica e mercados financeiros: o jogo de credibilidade e a dívida pública no contexto da eleição do governo Lula (2002-2003)

Macroeconomic policy and financial markets: the confidence game and public debt in the context of Lula's election (2002-2003)

Felipe Calabrez^a

Resumo

Este artigo busca fornecer algumas pistas analíticas que permitam clarificar o modo como o Estado brasileiro e suas finanças se articulam com o capital financeiro. Não se trata de buscar explicações gerais, mas, antes, de compreender o padrão de interação que foi sendo construído no Brasil a partir do regime militar e que foi se modificando ao longo do tempo, a culminar no padrão pós Plano Real. A maneira de captar a interação entre as finanças do Estado e as finanças privadas é analisar a política econômica estatal naquilo que se tornou essencial no período pós estabilização monetária: a política fiscal e a política monetária. A preocupação que orienta a análise é a de captar o sentido político da política econômica e o papel que a dívida pública exerceu nos períodos em questão. Uma longa reconstrução histórica é feita com o objetivo de iluminar os caminhos que levaram ao plano de estabilização monetária e, posteriormente, à eleição de Lula, buscando clarificar as dificuldades que este governo enfrentou para empreender uma ruptura no padrão de política econômica herdado.

Palavras-chave: política econômica; política fiscal; governo Lula; dívida pública no Brasil.

Abstract

This paper tries to provide some political hints which would let to clarify the way the Brazilian State and its finances associate with the financial capital. It is not about providing general answers, but to understand instead the interaction pattern that has been built in Brazil since the Military Government and that has been changed through the years, to end in the after Plano Real pattern. The way to grasp the interaction between the finances of the State and the private finances is to analyze the economic policy in those which have become essential in the after financial stabilizing period: the fiscal policy and monetary policy. The concern which guides the analysis is the one that grasps the political meaning of the economic policy and the role that the public debt has played in the periods already mentioned. A long historic reconstruction is done with the goal of shedding light on the ways that have led to the monetary stabilization plan and, after that, to Lula's election, trying to clarify the hardships which this government faced to set a rupture to the inherited economic policy pattern.

Keywords: economic policy; fiscal policy; Lula's election; public debt.

^a Doutorando em Sociologia, Universidade de São Paulo – USP, e em Administração Pública e Governo pela Fundação Getúlio Vargas - EAESP-FGV, mestrado em Ciência Política pela Universidade Federal do Paraná. Contato: f.calabrez@hotmail.com



Introdução

É sabido que o presidente recém-eleito, Luiz Inácio Lula da Silva, tomou conhecimento da seguinte crítica a seu governo:

Enquanto sinais de paralisia da atividade produtiva e declínio da inflação se tornam cada vez mais enfáticos, autoridades econômicas do governo Luiz Inácio Lula da Silva emitem sinais de que não cederão ao clamor pela redução das insuportáveis taxas de juros vigentes...pouco importa se o pulso da economia desvanece, se a demanda arrefece, se o desemprego apavora, se a dívida pública e a carga fiscal escalam e as empresas são asfixiadas. **O que orienta a lógica de alguns tecnocratas do BC são os modelos armazenados em seus computadores. São eles que parecem ditar os rumos da economia.** [...] Manter a economia nos trilhos atuais significa estagnação, desemprego e deterioração da renda, embora agrade àquela **fatia francamente minoritária que faz fortunas emprestando dinheiro ao Estado...**”(grifos meus)¹.

É notório que em menos de cinco meses desde a posse o governo Lula tenha recebido uma crítica tão contundente de um dos principais jornais do país. No entanto, o que chama atenção não é o tom crítico ao governo; é, antes, a natureza da crítica: A acusação de que a condução econômica estaria nas mãos de tecnocratas e a referência aos beneficiados pelo conteúdo da política (a fatia mais rica que vive de juros) são elementos usualmente encontrados em blogs e colunistas de esquerda; raramente em editoriais de grandes jornais. No entanto, é sabido que essa foi a marca de quase todo o primeiro governo Lula, a saber, a manutenção de altíssimas taxas de juros, a demonstração de compromisso com controle rígido dos gastos (exceto aqueles referentes à dívida pública) e a manutenção de superávits primários maiores do que aqueles exigidos pelo conservador FMI. Em suma, o aprofundamento dos princípios mais ortodoxos da política econômica herdada do governo anterior, ao qual fora ferrenho opositor.

A continuidade chama mais atenção se considerarmos as origens sindicais e de esquerda do Partido dos Trabalhadores. É claro que seria ingênuo supor que um governo eleito pudesse romper radicalmente com todo o regime de política econômica herdado e contrariar interesses societários estabelecidos. Entretanto, o grau de passividade chamou atenção de inúmeros analistas, que acusaram o governo de “beijar a cruz” (ARANTES, 2007), ou se de render ao mantra ortodoxo de que “não há alternativas”, o que na prática só favorece aqueles que fazem fortunas emprestando dinheiro ao Estado, os rentistas (PAULANI, 2008). O interesse desse artigo, no entanto, é mais analítico: Busca-se aqui desvendar quais seriam os principais elementos que explicariam o conturbado processo que culminou na eleição de Lula em 2002 no que diz respeito, fundamentalmente, a dois fatores – separados didaticamente, mas que na prática estão profundamente interligados – a saber: i) A questão da credibilidade necessária frente aos mercados financeiros (em contexto de liberalização financeira) e ii) O papel da dívida pública, seus beneficiários e sua relação com a política econômica.

O primeiro ponto é especialmente interessante por nos permitir abordar a dinâmica financeira e democrática em conjunto. Como afirma Santiso, “*In emerging markets, financial turbulence and politics are closely linked*” (SANTISO, 2003). Focando na conjuntura 2002-2003 Santiso demonstra como se dá a tensa interação entre finanças e política, concluindo que o “nervosismo” dos mercados financeiros aumenta muito em períodos de eleição, sobretudo em economias emergentes que liberalizaram o fluxo das finanças. Nesse contexto os mercados

¹ O trecho acima foi publicado no Editorial do Jornal Folha de São Paulo em 17/05/2003 e foi transcrito por Bernardo Kucinski em carta endereçada a Lula no mesmo dia. Kucinski, a pedido de Luiz Gushiken, exerceu durante o primeiro mandato a função de resumir as matérias veiculadas nos principais jornais do país e enviá-las ao então presidente Lula, que as recebia, impreterivelmente, todas as manhãs. Trecho disponível em KUCINSKI (2014, p. 108-109).



intensificam sobremaneira seu monitoramento sobre cada ato, fala ou aceno dos governos e dos candidatos a governo.

Anos de eleição são, do ponto de vista de investidores financeiros, “conjunturas críticas”; são momentos de volatilidade. Nesses momentos, os compradores de títulos públicos (bondholders) tendem a exigir maiores prêmios de risco para compensar as incertezas do período eleitoral. É fundamental, então, para entender a dinâmica das turbulências financeiras, focar nos ‘sentimentos do mercado’, na sua percepção. Entretanto, complementa Santiso:

It's important, however, to stress that during 2002, behind the election issue, economic fundamentals also worried investors. More precisely, and contrasting with previous crises in emerging markets, rather than concerns over the exchange rate, investors were focused on **debt dynamics**. Since 1999 Brazil has adopted a floating exchange rate regime, and the most recent round of financial market turbulence has concerned fiscal sustainability rather than the sustainability of a fixed exchange rate” (SANTISO, 2006, p. 277).

O que a passagem acima nos revela é que a insegurança dos investidores financeiros diz respeito, em grande medida, à sustentabilidade fiscal. Diante disso, a intenção nesse artigo será mostrar como há uma estreita relação entre política fiscal, dívida pública e comportamento do mercado financeiro. Entender essa complexa relação parece ser uma boa pista para posteriores análises políticas da conjuntura marcada pela eleição do governo Lula em 2002.

Cabe, diante disso, realizar um breve apanhado histórico da construção do mecanismo de endividamento público no Brasil, suas funções e sua relação com a política econômica em cada período. A abordagem da dependência de trajetória pode ser usada (de maneira não determinística) para ajudar a compreender o padrão de interação que foi sendo construído no Brasil a partir do regime militar e que foi se modificando ao longo do tempo, a culminar no padrão pós-plano de estabilização monetária (Plano Real). A preocupação que orienta a análise é a de captar o sentido político da política econômica e o papel que a dívida pública exerceu nos períodos em questão, de maneira a iluminar os caminhos que levaram à eleição de Lula, buscando clarificar as dificuldades que este governo enfrentou para empreender uma ruptura no padrão de política econômica herdado.

Processo de construção institucional do mecanismo da dívida pública e suas funções

Após o golpe militar de 1964 se inaugura no Brasil uma nova etapa política e econômica, marcada pela continuidade de um projeto geral de desenvolvimento, embora agora marcadamente autoritário e concentrador de renda. O desenvolvimentismo dos militares² acentuou o processo de industrialização, que, embora conduzido por meio de um pacto com o empresariado nacional e o capital externo, teve o Estado como seu principal agente econômico e financeiro. Assim, iniciou-se um processo político e de criação institucional no qual se buscava criar um conjunto de mecanismos institucionais que visava ampliar a capacidade³ financeira e de intervenção do Estado. Nesse sentido, a reforma tributária e

² Há três momentos distintos, do ponto de vista da condução econômica: O PAEG de Roberto Campos e Otávio G. de Bulhões (1964-1967); Fase do “milagre econômico” de Delfim (1968-1973); e anos do II PND, com Simonsen (Fazenda) e João Paulo dos Reis Veloso (Planejamento).

³ A ênfase aqui atribuída à política fiscal encontra respaldo na noção de capacidade estatal oferecida por Skocpol, para quem “A state's means of raising and deploying financial resources tell us more than could any other single factor about its existing (and immediately potential) capacities to create or strengthen state organizations, to employ personnel, to coopt political support, to subsidize economic enterprises, and to fund social programs” (SKOCPOL, 1985, p. 17).



o mecanismo de captação de poupança compulsória (FGTS e PIS-Pasep) foram medidas que visavam ampliar aquilo que Luciano Martins chamou de “capacidade extrativa” do Estado (MARTINS, 1985). Junto com essas medidas, outra forma de financiamento buscada pelo Estado foi o mecanismo de endividamento público. É sobre o desenvolvimento desse mecanismo que essa seção focará.

Um dos pontos presentes no Plano de Ação Econômica (PAEG) do governo Castelo Branco foi a criação de um mercado de títulos públicos, pois o mecanismo de dívida pública de que o Estado dispunha até então era muito incipiente. Nesse sentido, medidas que visavam reformar o sistema fiscal e financeiro foram fortemente marcadas pelo estímulo ao desenvolvimento de um mercado de capitais e de um eficiente mercado de título públicos, que deveria atender a dois objetivos: Atender à demanda de recursos financeiros para financiar déficits públicos (mercado da dívida pública) e viabilizar operações de política monetária. Data desse período o mecanismo de correção monetária, que protegia os investidores contra eventuais perdas advindas da inflação⁴.

A colocação das ORTN no mercado, que visava fundamentalmente ampliar os recursos à disposição do governo federal, foi amplamente aceita pelos investidores e ampliou sobremaneira o estoque de dívida pública, que passou de 0,2%/PIB em 1964 para 9,9%/PIB em 1973. Na medida em que o mercado de dívida pública ganhou volume suficiente, o Banco Central julgou necessária a criação de outro título mais apropriado às funções de política monetária. “Assim, foram editados o Decreto-Lei nº 1.079, de 29/01/1970, e a Resolução nº 150 do CMN, de 22/07/1970, que criava as Letras do Tesouro Nacional (LTN) para fins de política monetária” (PEDRAS, 2009, p. 61). A partir desse momento os títulos da dívida pública passaram definitivamente a servir ao duplo objetivo de instrumento de financiamento do governo e de instrumento de política monetária.

A colocação de títulos públicos com correção monetária a *posteriori* (ORTNs e LTNs) sustentou simultaneamente o financiamento do déficit de caixa do Tesouro Nacional e as operações no mercado monetário de controle de liquidez (LOPREATO, 2013, p. 96).

Cumprir salientar que nesse processo de construção e gestão de um “mercado da dívida pública” criaram-se uma série de mecanismos e normas que eliminaram os riscos do setor privado, transferindo eventuais custos para o Banco Central, a exemplo do mecanismo de recompra. De acordo com Lopreato,

A norma prática do gerenciamento da dívida estabelecia ainda o compromisso informal de que as instituições não teriam perdas com o carregamento da dívida pública, ou seja, o governo assegurava implicitamente que a rentabilidade dos títulos cobriria o custo de captação dos recursos no mercado, atrelado às taxas do overnight (LOPREATO, 2013, p. 96).

O ponto a enfatizar aqui é que o Banco Central, fiel ao compromisso assumido de garantidor do lucro dos agentes privados no carregamento da dívida, utilizava o mecanismo de recompra de títulos antigos e substituição por títulos novos, de remuneração superior, em casos de perda de rentabilidade dos primeiros. Com essa medida, evitava a desvalorização de suas carteiras e a eventual perda de interesse no carregamento de títulos públicos, o que poderia causar

⁴ “De fato, para atingir o objetivo de criar um mercado desenvolvido e líquido de títulos públicos, estes deveriam oferecer proteção contra a perda do poder aquisitivo da moeda, fazendo com que a escolha, pelo investidor, de um título indexado à inflação fosse a solução natural. Assim, o primeiro instrumento padronizado de dívida pública foi a Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional (ORTN), instituída legalmente pela Lei nº 4.357/64 e pelo Decreto nº 54.252/64” (PEDRAS, 2009, p.59-60).

dificuldades de financiamento do setor público e, por consequente, do projeto econômico em questão. Em suma:

O modelo operacional do mercado da dívida pública praticamente eliminou o risco do sistema financeiro e consolidou **os interesses em torno da rolagem da dívida pública**. O governo garantiu o financiamento público, e as instituições financeiras, empresas e famílias puderam desfrutar de liquidez, baixo risco e juros reais positivos, permitindo, desde o primeiro ano de colocação das ORTN, **o crescimento da dívida pública e o apoio à política fiscal** – grifo meu – (Idem, p. 97).

Como ressaltado anteriormente, a política de endividamento público era um dos instrumentos de financiamento do Estado brasileiro, justificado na época como essencial para um modelo de desenvolvimento industrial que tinha o Estado como importante propulsor, mediador de crédito e mesmo produtor direto, a exemplo da proliferação de empresas estatais. A centralidade do Estado como mediador financeiro desse processo levou à criação de inúmeros procedimentos nada transparentes e que incluíam operações contábeis e de crédito entre órgãos estatais, como a chamada conta-movimento e o orçamento monetário. Este último consistia em um mecanismo por meio do qual o Banco Central, por meio da Lei Complementar nº12 (1971) podia manusear a dívida pública lançando títulos em nome do Tesouro sem precisar contabilizá-los no orçamento fiscal. Essa facilidade de acesso a recursos financeiros permitiu que agências como BNDE, CEF e BNH funcionassem como intermediários, repassando créditos fartos ao setor privado. Uma consequência dessa prática foi a completa desorganização contábil do Estado brasileiro, algo que não parecia grave até o momento de interrupção do financiamento externo que se deu em 1982⁵.

Nesse contexto, o sistema de incentivos fiscais foi desmantelado e o país passou a transferir recursos para o exterior a fim de honrar o serviço da monumental dívida externa. Os repasses internos foram interrompidos, comprometendo o financiamento de programas sociais e de infraestrutura⁶.

O legado negativo do desenvolvimentismo dos militares não foi apenas a dívida externa. A maneira centralizada e pouco transparente com que a política econômica foi gestada produziu uma desorganização financeira dos aparelhos econômicos do Estado que impedia o controle sobre sua estrutura de receitas e despesas. Tal desorganização se tornou especialmente evidente (e grave) no contexto de interrupção dos financiamentos externos e ameaça de *default*, momento no qual o país passou a sofrer fortíssimas pressões externas em favor de um ajustamento e saneamento das finanças⁷.

Dos inúmeros dilemas e dificuldades que o Estado brasileiro passou a enfrentar no conturbado período, importa-nos selecionar o seguinte aspecto: A interrupção do financiamento externo e a necessidade de enfrentar a crise *“levou a dívida pública interna a ocupar lugar privilegiado na gestão da política econômica, além de cumprir os papéis de garantia de valorização do capital*

⁵ O coroamento desse processo é bastante conhecido para que nos detenhamos em detalhes. O desenvolvimentismo dos militares logrou produzir taxas de crescimento da ordem de 10% do PIB ao ano com Delfim Neto no comando da economia e, em fins da década de 1970, seu modelo, por uma conjunção de fatores externos e internos, começou a se esgotar. Com a subida dos juros internacionais produzida pelo FED em 1979 agravou-se o endividamento externo, que havia sido contraído a taxas flutuantes e, finalmente, em 1982 interrompeu-se definitivamente o crédito externo, o que colapsou o mecanismo de financiamento do desenvolvimento brasileiro.

⁶ Uma leitura sociológica identifica aqui o colapso de um modelo de Estado e do pacto que lhe havia dado sustentação. Isto porque a estratégia escolhida pelo governo brasileiro para enfrentar o estrangulamento externo se deu em favor dos credores externos, o que desagradou os grupos de sustentação do governo, causando uma grave crise política interna. Ao transferir para estes grupos os custos do ajuste, *“as políticas de governo não só se dissociaram dos interesses imediatos da base de sustentação do Estado como passaram a ser consideradas ilegítimas, contrárias aos valores básicos da aliança desenvolvimentista”* (SALLUM JR., 2004, p. 50).

⁷ O momento crítico pode ser identificado na moratória brasileira do final de 1982 e a subsequente assinatura de um acordo com o FMI no qual o Brasil se comprometia, entre outros pontos, a implementar um projeto de ajustamento.



privado e de instrumento nuclear no financiamento do setor público [...]” (LOPREATO, 2006, p. 149). O que a passagem acima procura evidenciar é que o governo central, diante da interrupção de financiamento externo e da necessidade de manter os repasses às entidades subnacionais, recorreu fundamentalmente à emissão de dívida interna, que se tornou a única fonte líquida de recursos, de modo que a rolagem da dívida dependia de como os agentes financiadores avaliavam o risco de *default*. Diante dessas dificuldades, que levavam à necessidade de assegurar a atratividade dos títulos públicos em contexto de alta inflação, o governo passou a ofertar outros tipos de títulos, como por exemplo as chamadas Letras Financeiras do Tesouro (LFTs), títulos pós-fixados atrelados à taxa de juros e que visavam cobrir déficit orçamentários. Dada a liberdade atribuída ao Banco Central para manipular as taxas de juros, tal mecanismo garantia o financiamento estatal e, ao mesmo tempo, a valorização da riqueza financeira sem riscos. De acordo com Lopreato, ao mesmo tempo em que se garantia os ganhos financeiros privados e o financiamento público, por conta das altas taxas de juros praticadas pelo BC, consolidava-se a imbricação das políticas monetária e fiscal, visto que a taxa básica de juros definida pelo Banco Central, que a princípio consistia-se em um instrumento de política monetária, passou a remunerar parte dos títulos da dívida pública. A passagem abaixo sintetiza a questão:

O manejo da moeda indexada permitiu a travessia do difícil momento sem o trauma da hiperinflação aberta. Porém, o ônus do processo recaiu sobre o setor público, a quem coube administrar a dívida pública em condições de juros, prazo e liquidez atreladas à vontade do mercado – e, na prática, anular os possíveis efeitos positivos sobre a política monetária decorrentes da unificação dos orçamentos e da separação das funções da Secretaria do Tesouro Nacional e do Banco Central. O giro diário dos títulos no *overnight* garantiu o financiamento público e institucionalizou o *modus operandi* do mercado de dívida pública, transferindo ao Estado o custo de valorização do capital privado (LOPREATO, 2006, p. 152).

O que se pretende ter deixado claro até aqui é o papel que a dívida pública desempenhou ao longo do período em questão. Se a partir de 1964 procurou-se desenvolver um mercado de dívida pública que cumprisse o duplo papel de auxiliar a política monetária e fornecer recursos para cobrir os déficits do tesouro e financiar parte de sua política fiscal expansionista, ao longo da década de 1980, com o colapso da estratégia anterior, a dívida pública adquiriu outro papel: Seu papel de financiadora do Tesouro aumentou, dada a interrupção do crédito externo; mas agora a dívida não cobria mais investimentos de uma política fiscal expansionista, mas sim, visava garantir repasses obrigatórios aos governos subnacionais e a programas específicos. No quadro de alta inflação, o governo ficou refém da dívida, na medida em que se viu obrigado a aceitar as exigências do mercado quanto à redução de prazos, condições de liquidez e indexação diária das aplicações, sem o que a capacidade de financiamento público estaria em xeque. A partir daqui, a dívida pública assumiria uma dinâmica diferente, e a política fiscal, um papel diferente. A mudança na dinâmica da dívida pública e no papel da política fiscal foi gradual e se deve fundamentalmente – do ponto de vista dos fatores externos – a transformações na economia internacional e à hegemonização de um discurso econômico de matriz monetarista e novo-clássico, o que produziu um novo arranjo institucional na década de 1990. É o que demonstraremos a seguir.

Inflexão de ideias e instituições

A desorganização dos aparelhos econômicos do Estado, que culminaram num total desarranjo das contas públicas e manipulações contábeis – cujo exemplo notável é a conhecida Conta Movimento – somada à monumental dívida externa contraída, foram os dois elementos que

bloquearam a capacidade política e de financiamento do Estado brasileiro, paralisando, por consequente, sua capacidade de planejar e de executar política econômica ou qualquer outra política pública de forma minimamente eficaz e eficiente⁸. Com uma inflação galopante, as prioridades assumidas ao longo da década de 1980 foram tentativas de renegociação da dívida externa e de reorganização administrativa interna, esforços que perpassaram os diversos planos de estabilização elaborados naquele conturbado período, que envolvia problemas políticos e institucionais de toda ordem. A crise da dívida externa e do modelo de desenvolvimento alicerçado no financiamento externo havia exposto o Estado a diversos problemas (crise fiscal, crise de legitimação, paralisia decisória etc).

De um ponto de vista geral, parece correto afirmar que o governo Sarney custou a perceber que o antigo pacto político que dava sustentação à ação estatal na economia estava esgotado. De todo modo, para os fins do argumento que se busca desenvolver neste artigo, cumpre frisar duas coisas: i) A crise fiscal e a estrutura da dívida pública do Estado brasileiro devem ser vistos como fatores de primeira importância, como uma chave para compreender as limitações de capacidade governativa. A crise, entretanto, é, ela mesma, fruto de alterações na dinâmica do capitalismo internacional e das respostas dadas pelos dirigentes estatais brasileiros àquelas alterações; em suma, fruto das respostas de agentes internos a mudanças no cenário externo. ii) O insucesso das tentativas do governo Sarney para controlar a altíssima inflação, isto é, a ineficácia da ação estatal, ajudou, de um modo ou de outro, a fortalecer um conjunto de proposições econômicas de cunho liberal e inspirado na economia monetarista e novo-clássica.

Sobre a emergência desse novo projeto afirma Bresser-Pereira:

Diante do fracasso do governo Sarney de retomar o projeto desenvolvimentista, as resistências à onda neoliberal que vinham do Norte, de Washington e de Nova York, perderam vigor e, a partir do governo Collor, assistimos a um giro de 180 graus em nossa estratégia de desenvolvimento (BRESSER-PEREIRA, 2003, p. 228).

Eis aqui o período que ficou amplamente conhecido como “Consenso de Washington”. Muito já se escreveu sobre esse período da história brasileira para que nos detenhamos em detalhes. Cumpre apenas apontar aqui que o Brasil adotou parcialmente o pacote de medidas liberalizantes e, ao mesmo tempo, desenvolveu uma estratégia inovadora de combate à inflação, por detectar o caráter inercial daquela e lograr reestabelecer o equilíbrio relativo de preços por meio do genial mecanismo da URV, em 1993. Dentre as medidas adotadas, conjunto que ficou conhecido por “ajustes estruturais”, havia um amplo programa de privatizações, liberalização comercial e, o que nos interessa aqui, abertura financeira. Algumas delas eram justificadas como inevitáveis⁹.

Tomada no início da década de 1990, a decisão de abertura da conta capital, representada pela abertura das contas CC5, significou a abdicação, por parte do governo, de um controle efetivo dos imensos fluxos financeiros (que na década de 1990 estavam, mais do nunca, desregulados e ávidos por ganhos de curto prazo, à procura de ativos que incluíam os papéis públicos). A medida tomada pelo Estado brasileiro (mais especificamente, por Gustavo Franco quando à frente da diretoria da área externa do Banco Central), ao abrir o mercado brasileiro de capitais e retirar os entraves que impediam a livre saída de recursos do país, representou a inserção do Brasil no circuito de valorização financeira (PAULANI, 2008). A liberdade de

⁸ O trabalho de Gouvêa (1994) é importante porque situa historicamente o início de reformas institucionais que visavam promover um ajuste do setor público e um aumento de poder da elite estatal que controlava as finanças públicas, demonstrando as lutas por poder “dentro” do Estado.

⁹ As privatizações, por exemplo, foram justificadas não apenas em nome da pretensa superioridade da gestão privada, mas também porque deveriam ajudar no ajuste fiscal de um Estado que, dizia-se, estava falido. Assim, Pedro Malan, por exemplo, entendia que as privatizações eram necessárias para “matar grandes passivos com grandes ativos”.



entrada e saída de capitais (agora não mais discriminados entre “investimento produtivo” ou “capital especulativo”) é um elemento fundamental para compreendermos a nova dinâmica que se estabelece entre política macroeconômica (políticas monetária, cambial e fiscal) e a dívida pública¹⁰.

É, portanto, sob esse aspecto do problema que a política econômica brasileira será tratada a seguir. Isto é, a relação entre o Estado brasileiro e o sistema financeiro, ou, posto de outro modo, entre as finanças do Estado e o capital privado, em sua forma financeirizada, será a problemática que servirá de pano de fundo para a análise da política econômica brasileira. De modo mais preciso, buscar-se-á demonstrar a seguir dois pontos: i) No período pós liberalização financeira e pós Plano Real, a dinâmica da dívida pública aumenta seu grau de imbricação com as variáveis macroeconômicas (fundamentalmente câmbio e juros); e ii) No período pós-liberalização financeira, a política econômica e o comportamento da dívida pública adquirem extrema vulnerabilidade frente às “expectativas” dos gestores privados das finanças, de modo a influenciar diretamente na decisão dos governos e na dinâmica democrática. Como afirma Lourdes Sola, políticos eleitos e governos são confrontados com o desafio (sem precedente) de governar “*with one eye on the changing moods and expectations of the Market and the other on perceptions and demands of the electorate*”. (SOLA, 2006, p.237).

Plano real e finanças públicas

Enquanto o Estado for percebido como digno de crédito, o sistema de moeda-abstrata, não conversível, funciona exatamente como o sistema com moeda-mercadoria. [...] Todo este complexo sistema está baseado, em última instância, na **credibilidade do Tesouro para saldar seus débitos**. Quando há desconfiância na capacidade de transformar a promessa de pagar do Tesouro em títulos de débito com maior credibilidade, há um gradual desmoronamento do sistema.

André Lara Resende, 1995

É bastante conhecido o fato de que o Brasil passou por um processo de elevado endividamento externo e por um processo inflacionário descontroladamente elevado ao longo de toda a década de 1980. Diversos planos de estabilização foram elaborados, mas o fato é que o acesso ao financiamento externo e o controle da inflação só ocorreram na década de 1990, com o Plano Real.

Ao olharmos para o processo do Plano Real, chama atenção o fato de que, apesar de a questão do ajuste fiscal estar na raiz de sua elaboração, sendo considerada a sua “primeira fase” (BRESSER-PEREIRA, 1994; BELLUZZO e ALMEIDA, 2002) e tendo permanecido como um dos principais objetivos a serem alcançados – pelo menos de acordo com as alegações do governo – os resultados das contas públicas tenham demonstrado um fracasso retumbante no que diz respeito ao ajuste (interno) do setor público. Isto é, os déficits foram, ao longo do período FHC, crescentes, como também o foi a dívida interna. E isto mesmo considerando-se que um dos principais programas do governo, as privatizações, buscavam, de acordo com Pedro Malan, abater a dívida interna. Luiz Filgueiras explicita a questão em números:

¹⁰ Na visão crítica de Paulani, “Essas mudanças produziram a forma e a substância da inserção do Brasil nas finanças de mercado internacionalizadas. Os títulos da dívida brasileira lançados e cotados no exterior confirmaram o país no papel de emissor de capital fictício, que viabiliza a valorização financeira e garante a posteriori a transferência de parcelas da renda real e do capital real para a esfera financeira. A liberalização financeira vem garantir o livre trânsito dos capitais internacionais, que podem assim maximizar o aproveitamento das políticas monetárias restritivas e de juros reais elevados” (PAULANI, 2008, p. 42). Em linha semelhante vão as críticas de Chesnais (2005); Salama e Camara (2005); Bresser-Pereira (2010) entre outros. Todos apontam para a perda de autonomia na implementação de política econômica e para o fortalecimento do caráter rentista da economia.

[...] a dívida líquida total do setor público, que em 1994 situava-se em torno de R\$ 153 bilhões – correspondendo a 29,2% do PIB – alcançou, em dezembro de 1998, mais de R\$ 388 bilhões, o que representou 42,6% do PIB, apesar de a União ter arrecadado com as privatizações, nos quatro anos do governo Cardoso, mais de U\$ 46 bilhões (FILGUEIRAS, 2012, p. 175).

O motivo desse desajuste é conhecido e criticado por ampla literatura¹¹. Nos fundamentos do Plano Real estava a defesa da entrada de capital externo. Em semelhança a outros países latino-americanos, o plano de estabilização baseava-se na âncora cambial – o câmbio seria mantido artificialmente sobrevalorizado, o que facilitaria as importações, ajudando no controle da inflação, e exporia as empresas nacionais à concorrência externa – e os juros seriam mantidos em níveis elevados a fim de atrair esses capitais. A entrada desses capitais também era defendida como necessária para financiar os déficits em transações correntes.

O que importa ressaltar aqui é que a estratégia macroeconômica adotada no primeiro governo Cardoso produziu uma brutal elevação do endividamento público – dadas as altíssimas taxas de juros que visavam atrair capital externo para manter o câmbio artificialmente sobrevalorizado – produzindo, na expressão de Sallum Jr. (2004) “*verdadeiras bombas de sucção de recursos do Estado*”¹². Como é sabido, essa estratégia foi abandonada em 1999, tendo sido substituída pelo atual tripé composto por metas de inflação, superávit primário¹³ e câmbio flutuante.

O que chama atenção é que, apesar do governo Cardoso apresentar o ajuste fiscal como preocupação central, a mudança cambial produzida em 1999 acarretou fortes prejuízos ao Estado, deteriorando ainda mais suas finanças. Isto porque, diante das incertezas dos investidores (detentores de títulos do governo), os gestores da política monetária ofereceram-lhes, naquele momento, garantias contra prejuízos advindos de uma desvalorização (oferecendo papéis pós-fixados, cujo indexador era a taxa de câmbio), o que corresponde na prática a uma “estatização” da dívida externa e do risco cambial (BELLUZZO e ALMEIDA, 2002; BATISTA JR., 2000). Assim, o fato de a desvalorização cambial ter produzido uma brutal elevação da dívida pública nos revela a íntima conexão entre variações cambiais e trajetória da dívida pública, dado o indexador da dívida. Esta forte correlação é um problema admitido até mesmo por membros da área econômica do governo Cardoso:

Após a implantação do Plano Real, em junho de 1994, duas importantes mudanças caracterizaram a condução da política macroeconômica: a manutenção de taxas de juros reais bastante elevadas e a valorização cambial. Neste contexto, as políticas monetárias e cambial passaram a exercer forte impacto sobre as contas públicas (GUARDIA¹⁴, 2004, p. 109).

¹¹ É importante mencionar que um elemento responsável pelo aumento da dívida no período foi o reconhecimento de dívidas passadas (de entes sub-nacionais e bancos estaduais) pelo Tesouro. Entretanto, a maior parte dos autores concorda que as variáveis chave que explicam o aumento da dívida pública estão no campo da macroeconomia, embora não concordem quanto às soluções propostas.

¹² A metáfora utilizada por Sallum Jr. é perfeita para expressar o mecanismo pelo qual o Estado brasileiro aumenta seu endividamento por meio do pagamento de juros. Chico de Oliveira aponta para o mesmo processo, considerando-o como sinal da financeirização da economia, e assim o descreve: “Essa dependência financeira externa cria, também, uma dívida financeira interna igualmente espantosa, como a única política capaz de enxugar a liquidez interna produzida exatamente pelo ingresso de capitais especulativos” (OLIVEIRA, 2013, p. 135).

¹³ O Superávit Primário é a diferença entre as receitas e as despesas do Governo Central, Estados, Municípios e empresas estatais, excluindo-se as despesas de juros, e sua manutenção em patamares elevados visa justamente a reduzir a relação dívida pública/PIB.

¹⁴ Eduardo Refinetti Guardia ocupou as funções de Secretário-Adjunto do Tesouro Nacional, Assessor Especial do Ministro da Fazenda, Secretário-Adjunto da Secretaria de Política Econômica e Assessor do Ministro do Planejamento, antes de ser nomeado Secretário do Tesouro Nacional, em abril de 2002. Fonte: http://www3.tesouro.fazenda.gov.br/instituicao_tesouro/curriculum_secretarios.asp.

Outro elemento que este episódio nos revela é a forte vulnerabilidade do governo frente a pressões externas. Medidas desse tipo, isto é, emissão de títulos públicos atrelados ao câmbio, em um momento no qual muitos já apontavam para a insustentabilidade do câmbio sobrevalorizado, sugerem que a garantia de ganhos financeiros aparece para os gestores de política econômica como uma espécie de “obrigação primeira” da política estatal, que se dá às custas das finanças públicas. Essa vulnerabilidade do modelo de estabilização veio à tona ao longo de todo o primeiro mandato do governo Cardoso, persistindo mesmo após o abandono do modelo de âncora cambial.¹⁵ Mas o que importa ressaltar, para os fins do argumento aqui proposto, é que parecia necessário que o Estado brasileiro, dada essa situação de dependência do financiamento externo e incapacidade de gerar poupança interna, garantisse um ambiente favorável à valorização dos capitais financeiros desregulados e ávidos por ganhos em curto prazo. Se quisermos, podemos encontrar a mesma questão retraduzida em outro vocabulário: Fora do vocábulo dos economistas marxistas, enfatiza-se o mesmo ponto (embora se omitam os beneficiários pela política): A necessidade de “credibilidade” frente aos “investidores” exige que os governos tomem medidas “responsáveis”, que incluem política monetária austera (juros altos) e rígido controle fiscal.

Para o problema que aqui nos interessa (a dívida pública) passa a ser adotado, a partir de 1999, o mecanismo do superávit primário. Vejamos o raciocínio do ex-secretário do Tesouro:

[...] dada a dívida e as condições macroeconômicas, a sustentabilidade da política fiscal passa a estar intimamente relacionada com a capacidade de geração de resultados primários para manter a estabilidade da relação dívida/PIB. Quanto maior a dívida e seus custos de rolagem, definidos pela taxa de juros e percepção de risco associada ao governo, maior a necessidade de superávits primários (GUARDIA, 2004, p. 107).

Vale notar que, no raciocínio do autor, o que é importa para garantir que não aumente a “percepção de risco associada ao governo” não é tanto a relação nominal dívida/PIB olhada de maneira estática, mas sim o comportamento dessa relação ao longo do tempo. Assim, uma trajetória ascendente é sinal de alerta para os “investidores”. Se lembrarmos que o que explica o aumento da dívida pública pós-Plano Real é mais o comportamento da macroeconomia (câmbio e juros) do que um suposto excesso de gastos, e lembrarmos que o remédio proposto é de ordem fiscal (aumento do superávit primário e ajuste fiscal como medidas para reestabelecer a relação dívida/PIB), poderemos esclarecer qual o papel que a dívida pública assumiu a partir da década de 1990, qual sua relação com a política fiscal e, por fim, qual a relação dessas variáveis com a política.

Política fiscal como peça auxiliar

Como já dito, o Brasil se inseriu numa nova etapa da economia internacional na condição de dependente de financiamento externo, de tal modo que seus regimes cambiais ficam à mercê da confiança e percepção dos detentores de ativos financeiros mundializados. Elemento indissociável dessa estratégia passou a ser a elevadíssima taxa de juros, que visava evitar uma abrupta fuga de capitais, mas trouxe consigo a expressiva deterioração das contas públicas, já que incide sobre a parte da dívida atrelada à Selic. Nesse contexto, define-se um arranjo de política econômica cujo objetivo é declaradamente reestabelecer a “confiança dos investidores”,

¹⁵ A mencionada vulnerabilidade da moeda pôde ser notada ao longo de todo o governo. Assim, em 1997, com a crise na Ásia e a consequente elaboração do “Pacote 51”, em 1998 com a moratória na Rússia e a elaboração do “Plano de Ação 1999-2001”, e novamente em 2002 com o “risco Brasil” advindo da “ameaça” representada pela vitória de um governo de origem sindicalista.

de um modo que não apenas a política monetária mas também a política fiscal passa a eleger como prioridade a conquista de “credibilidade”. Assim, no contexto de liberalização financeira, a política fiscal assume uma importância central – embora passiva – já que passa a cumprir a tarefa de sinalizar aos “mercados” o comprometimento do governo em honrar o serviço da dívida pública, afastando o risco de *default*.

De acordo com o novo consenso hegemônico, a estabilidade macroeconômica passa a depender da adoção de um “regime de política econômica” que seja adotado inter-temporalmente de modo a conquistar credibilidade e criar um quadro estável que sirva de guia aos investidores (agentes econômicos racionais) na tomada de suas decisões. Assim, contrariamente às teses keynesianas que haviam sido hegemônicas em décadas passadas, a importância da política fiscal¹⁶ não estaria mais em seu potencial papel anticíclico – onde gastos com investimento teriam o papel de expandir a demanda agregada em momentos de recessão da atividade econômica – mas sim em seu papel de indicadora da “sustentabilidade da dívida” (LOPREATO, 2006).

Portanto, sob esse aspecto, não é conspiratório afirmar que o “comprometimento do governo em garantir os ganhos esperados dos investidores privados” (LOPREATO, 2006, p. 26) se tornou o objetivo primeiro da política macroeconômica, pois esse “comprometimento” está presente nos fundamentos da própria teoria econômica hegemônica, que entende que a função que compete ao Estado é a de garantidor de “previsibilidade” e “rentabilidade” na alocação de recursos privados.

O “regime de política econômica” adotado no Brasil após 1999 não foge à lógica exposta por Lopreato, pois “a condução da política fiscal é vista como responsável por influenciar a expectativa de rentabilidade dos títulos públicos”(idem), sinalizando o baixo risco das aplicações. Trata-se de um regime no qual a política fiscal perde seu poder de política discricionária e passa a exercer o preponderante papel de sinalizadora de confiança aos agentes econômicos do mercado financeiro. Não é por acaso que o cumprimento das metas de superávit primário (medida fiscal) ganha centralidade no Brasil a partir de 1999. Expliquemos: O controle da relação dívida pública/PIB passa a ser um indicador de primeira importância, já que é para essa variável que os mercados “olham” para avaliar o risco de seus investimentos. A geração de superávits primários passa a ser a política “meio” para controlar aquela relação, já que sua diminuição, isto é, diminuição da dívida pública em relação ao PIB, deve indicar ao “mercado” (detentores ou potenciais compradores de títulos públicos) a garantia de “solvência do setor público”, o que em tese reduziria a taxa de juros.

Entretanto, se olharmos para a condução dessa política ao longo do segundo governo Cardoso e do primeiro governo Lula, podemos perceber que aquele problema apontado por Sallum Jr. permanece, isto é, a “bomba de sucção de recursos do Estado” não foi desligada; apenas houve algumas modificações em seu mecanismo.

Dívida pública, os mercados e a política

De acordo com a literatura crítica (BRESSER-PEREIRA, 2007; COUTO e COUTO, 2010; GONÇALVES e POMAR, 2002, OLIVEIRA, 2013, PAULANI, 2008 entre outros) a explicação para o aumento do endividamento público está nas altíssimas taxas de juros adotadas pelo Banco

¹⁶ De acordo com a literatura econômica há um “novo consenso teórico” (ARESTIS e SAWYER, 2003 *apud* LOPREATO, 2006) que rompe com a concepção keynesiana de política fiscal, passando a atribuir a esta o papel de “balizadora das expectativas dos agentes”. É derivada dessa concepção, mais microeconômica do que macroeconômica, que se constrói a defesa de um “regime de política econômica”, que cristalize regras e ações implementadas inter-temporalmente, portanto, independentes da troca de governos. Não é à toa que na iminência da vitória eleitoral de Lula os “mercados” tenham feito tanta pressão, exigindo desde logo o nome dos futuros dirigentes da economia.

Central, isto é, a taxa Selic é o que tem produzido o aumento da dívida pública.¹⁷ De fato, ao observamos que boa parte da dívida pública encontra-se ainda atrelada à taxa de juros e ao câmbio, fica claro que o comportamento da dívida depende mais das variáveis macroeconômicas do que do alegado “excesso de gastos” do Estado. Isso fica claro ao olharmos para a conjuntura de 2002-2003, período próximo da eleição de Lula para a presidência da república.

O ano de 2002 foi marcado por incerteza e desconfiança do mercado em relação ao resultado das eleições presidenciais previstas para outubro daquele ano, o que resultou em um salto do chamado “risco Brasil”, no aumento dos juros internos e na desvalorização cambial. Como consequência, a dívida pública entrou em trajetória ascendente (dado que parte da dívida era indexada àquelas variáveis), o que, por sua vez, resultou em um aumento ainda maior da desconfiança do mercado. A desvalorização cambial também produz pressão inflacionária, o que eleva as expectativas dos agentes econômicos de que a alta da inflação prosseguirá. O remédio para conter a pressão inflacionária, por sua vez, é novo aumento de juros, o que deteriora ainda mais a relação dívida/PIB e produz um perverso processo que se retroalimenta.

Diante desse quadro o governo Cardoso opta por renovar um acordo com o FMI a fim de ganhar força frente aos especuladores e garantir o processo eleitoral. Aprovado no início de setembro, o acordo previa a liberação de 30 Bilhões de dólares, dos quais 6 bilhões seriam liberados ainda no governo Cardoso e o restante (24 bilhões) seriam liberados durante o próximo governo desde que cumpridas algumas condicionalidades.¹⁸ As condicionalidades eram: fechar o ano de 2002 produzindo um superávit primário de 3,88% do PIB; meta de superávit primário de 3,75% do PIB para 2003; estabilização da dívida líquida em 58,9% do PIB em 2002, devendo declinar até atingir 47,9% em 2004 (RESENDE *et al.*, 2003).

No entanto, mesmo diante do acordo acima descrito, as turbulências e incertezas do mercado financeiro permaneceram durante todo o período, provocando continuadas desvalorizações cambiais e, conseqüentemente, aumento da inflação. Novamente, as respostas do Banco Central se deram por meio da elevação da taxa básica de juros – o BC elevou a Selic de 18 para 21% em outubro, 22% em novembro, chegando a 25% em dezembro. “*Como reflexo da alta de juros e da desvalorização cambial, a dívida líquida do setor público atingiu (pico) 63,9% do PIB em setembro [...]*” (idem, p. 18). Diante disso, a relação das variáveis macroeconômicas sobre o comportamento da dívida pública fica novamente evidente.

A conjuntura acima descrita evidencia dois processos inter-relacionados: i) A dependência financeira do país, situação na qual a política macroeconômica fica refém da percepção do mercado em relação, entre outras variáveis, ao comportamento da dívida pública. Nessa situação, como já demonstrado, a política fiscal passa a exercer a função de balizadora das expectativas dos agentes econômicos. A palavra de ordem aqui é ajuste fiscal. E ii) Em contextos pré-eleitorais, as incertezas do mercado se acentuam, dada a possibilidade de que um novo governo seja eleito e rompa com o padrão vigente de relação das finanças públicas com as finanças privadas. Nesse contexto, as ameaças de fuga de capitais quase sempre precipitam crises financeiras

¹⁷ Privilegiei aqui o conceito de dívida pública mobiliária federal interna (DPMFi), já que esta é o principal componente do endividamento do governo federal e, sendo formada pelos títulos públicos emitidos pelo Tesouro Federal e Banco Central, possui estreita relação com a taxa Selic, que remunera tais títulos. A Selic é a taxa básica de juros definida pelo COPOM, no Banco Central. Um de seus principais objetivos é funcionar como instrumento de controle da inflação, na medida em que é se baseando nela que se formam todas as outras taxas de juros do país. Portanto, influenciando sobre o “custo do dinheiro”, tem o poder de encarecer os empréstimos e desestimular o investimento produtivo, retraindo a demanda agregada e evitando, sobretudo, uma inflação de demanda. No entanto, a Selic é também a taxa que remunera parte significativa dos títulos públicos, herança do período de alta inflação e que na prática atrela a política monetária ao mercado de títulos da dívida pública e lhe confere o poder de transferir fatia significativa da arrecadação do governo para os detentores desses títulos, contribuindo no processo de valorização do “capital fictício” e, portanto, beneficiando a classe que vive de juros, os rentistas, e todo o conjunto de gerentes, gestores e investidores institucionais que trabalham para esta classe.

¹⁸ Vale notar que a condicionalidades impostas pelo FMI foram apresentadas pelo governo Cardoso aos principais candidatos à presidência em reunião realizada no Palácio do Planalto no dia 19 de maio e, ao que consta, foram prontamente aceitas.

causadas mais pela subjetiva percepção dos gestores de finanças em relação ao risco do que por problemas macroeconômicos reais (WHITEHEAD, 2006; SANTISO, 2006).

Este é o contexto que precede os primeiros anos do governo Lula no Brasil. Demonstrações de compromisso com o receituário ortodoxo parecem ser fundamentais para garantia da “estabilidade” econômica e política do país, o que revelou a dinâmica da interação entre a campanha eleitoral e os mercados financeiros. O aceno do candidato Lula à ortodoxia comprova a necessidade do que alguns autores chamaram de “confidence game”, contexto que seria inerente aos países de democracia emergente inseridos no contexto de globalização financeira. Tal situação é caracterizada por Santiso como “*governments being obliged to sell their policies not only to voters but also to investors*” (SANTISO, 2003, p.142).

A estupefação que acometeu os analistas ao perceberem que o governo de um partido surgido nas lutas sindicais, e que fez ferrenha oposição à política econômica de seu antecessor, não apenas manteve os alicerces daquela política quando chegou ao poder mas aprofundou as medidas que vinham sendo tomadas, gerou, naquele momento, uma enorme descrença na possibilidade de mudança e, em geral, nas possibilidades da política. Inúmeras foram as interpretações¹⁹ sobre os motivos que teriam levado o novo governo a manter as linhas da política herdada, nomeando para presidir o Banco Central ninguém menos que um ex-diretor do Bank Boston e atingindo metas de superávit-primário maiores do que as exigidas pelo FMI.

Em que pesem as condicionalidades impostas pelo FMI em virtude da liberação de parcelas de empréstimo contraído pelo governo anterior (ou seja, opções políticas passadas) e em que pese o agravante do “padrão de acumulação com dominância financeira” (e a dependência financeira que daí decorre), ou mesmo a “*atrofia dos mecanismos de comando dos sistemas econômicos nacionais e a prevalência de estruturas de decisão transnacionais*”, fenômeno identificado por Celso Furtado duas décadas antes (FURTADO, 1982), a política econômica implementada pelo primeiro governo Lula é um problema político por definição. Isto é, não se trata por simples “determinantes estruturais” as medidas tomadas por governos; antes, deve-se olhar para a tecnoestrutura estatal, seus operadores, o “substrato técnico-científico” que os orienta (IANNI), ou aquilo que tem sido chamado pela literatura mais recente de “comunidades epistêmicas”, e que fornecem os quadros burocráticos para cargos estratégicos de decisão macroeconômica. Deve-se também tentar captar a lógica que orienta a ação dos principais atores em interação (governo ou candidato a governo, de um lado, e mercado financeiro, de outro) e para as coalizações de interesses que sustentam o modelo que tem feito do Estado um guichê pagador de juros.

Considerações finais

Procurou-se nesse artigo selecionar alguns elementos que parecem ter peso explicativo sobre a conjuntura eleitoral (2002-2003) e sobre a política macroeconômica do período e sua relação com a dívida pública. A estreita relação entre o comportamento da dívida pública e a política macroeconômica parece explicar o conteúdo desta última, à medida em que uma trajetória ascendente de endividamento público, em contexto de liberalização das finanças, pode causar graves crises e turbulências financeiras, desencadeando processos inflacionários, fuga de capitais e problemas de financiamento do governo.

O caminho escolhido aqui foi reconstruir o processo de construção institucional do mercado da dívida pública no Brasil a fim de mostrar o impacto da “dependência de trajetória” sobre a

¹⁹ Para Brasília Sallum Jr. o aprofundamento ortodoxo da política macroeconômica operado pelo governo Lula tratou-se de uma “opção política” (SALLUM JR, 2004, p. 267). Em linha semelhante, porém com carregada dose de pessimismo, Paulo Arantes lembra que “a gestão do capitalismo não precisa ser bisonhamente a favor da propriedade” e que, no que tange à discussão entre um comando ortodoxo ou heterodoxo da economia capitalista, o PT, “com medo da própria sombra, renunciou a disputar a hegemonia nessa arena” (ARANTES, 2007, p. 215).



conjuntura em questão. Outro elemento importante, que modifica o papel da dívida pública, é a abertura financeira, que reconfigura as possibilidades de implementação de política econômica em países de mercado emergente e forte dependência de financiamento externo. Esses elementos em conjunto são mobilizados para entendermos a complexidade que se colocava para o processo eleitoral ocorrido no Brasil após a década de 1990, momento no qual, mais do que nunca, a decisão de investimento dos operadores das finanças mundializadas impactou explicitamente na dinâmica democrática e no poder discricionário dos implementadores de política econômica. Por último, a demonstração do processo de construção do arranjo ou modelo de política econômica vigente permite-nos desnudar quem são os verdadeiros beneficiados do processo de “confidence game” e, pelo outro lado, demonstrar os sérios impactos fiscais que a conquista de credibilidade tem trazido para o Estado brasileiro.

Por fim, a demonstração da construção desse modelo pode servir como chave explicativa do “como” e “porque” o primeiro governo Lula manteve (e mesmo aprofundou) o mesmo regime de política econômica herdado do governo Cardoso, do qual era ferrenho opositor. Sabe-se que constrangimentos eram fortes na conjuntura de 2002-2003, quando o Estado brasileiro possuía um altíssimo nível de endividamento (dívida pública/PIB) e encontrava dificuldades de se financiar e rolar suas dívidas (títulos públicos) no mercado financeiro. Entretanto, cumpre esmiuçar melhor esse conjunto de fatores, privilegiando seu caráter político e sua institucionalidade, o que exige a adoção de novas categorias de análise, capazes de clarificar, por exemplo, como alguns elementos que “aparecem” como econômicos, a exemplo da dívida contraída pelo governo Cardoso com o FMI ou da “abertura financeira”, são na verdade constrangimentos de natureza política, já que são fruto de decisões políticas passadas, configurando-se como um caso de dependência da trajetória institucional legada pela agenda de estabilização e pelo conjunto institucional que operou a política macroeconômica e estabeleceu o padrão de relação das finanças estatais com as finanças privadas.

Referências

ARANTES, Paulo. Extinção. São Paulo: Boitempo, 2007

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. Macroeconomia da estagnação, São Paulo: Editora 34, 2007.

_____. A Crise Financeira Global e Depois: Um Novo Capitalismo? Novos Estudos. Março, 2010

_____. Lucro, Acumulação e Crise. São Paulo: Editora Brasiliense, 1987.

_____. Desenvolvimento e Crise no Brasil. São Paulo: Editora 34, 2003.

CARDOSO, Fernando Henrique. Plano Fernando Henrique Cardoso. Exposição de motivos nº395, de 7 de dezembro de 1993. Revista de Economia Política, vol. 14, nº2 (54), abril-junho/1994

CHESNAIS, François. A fisionomia das crises no capitalismo mundializado. Novos Estudos Cebrap, São Paulo, n. 52, nov. 1998.

CHESNAIS, François. A Finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração, consequências. São Paulo: Boitempo, 2005

COUTINHO, Luciano. Coréia do Sul e Brasil: paralelos, sucessos e desastres. In: FIORI, José Luís, (Org.). Estados e moedas no desenvolvimento das nações. Petrópolis: Vozes, 1999. p. 351-378.



COUTINHO, Luciano. A construção de fundamentos para o crescimento sustentável da economia brasileira. In O BNDES em um Brasil em transição. ALÉM, A.C; GIAMBIAGI, F. Rio de Janeiro : BNDES, 2010.

COUTO, J.M. e COUTO, ANA C. Lima. O medo do crescimento: política econômica e dinâmica macroeconômica no primeiro governo Lula (2003-2006). Maringá: eduem, 2010.

FILGUEIRAS, Luiz. História do Plano Real. São Paulo: Boitempo, 2012.

FURTADO, Celso. Transnacionalização e Monetarismo. In. El Retorno de la Ortodoxia. Pensamiento Iberoamericano. Revista de Economía Política. nº1 Enero-Junio, 1982.

GONÇALVES, R e POMAR, V. A armadilha da dívida. Como a dívida pública interna impede o desenvolvimento econômico e aumenta a desigualdade social. São Paulo: Fundação Perseu Abramo, 2002.

GOUVÊA, Gilda F. Portugal. Burocracia e elites burocráticas no Brasil. São Paulo: Paulicéia, 1994.

GUARDIA, Eduardo Refinetti. "As Razões do Ajuste Fiscal". In GIAMBIAGI, Fábio, REIS, José Guilherme e URANI, André (orgs). Reformas no Brasil: Balanço e Agenda. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2004.

HIRSCH, Joachim. Teoria Materialista do Estado: Processos de transformação do sistema capitalista de Estado. Rio de Janeiro: Revan, 2010.

IANNI, Octavio. Estado e Planejamento Econômico no Brasil. Rio de Janeiro: Civilização brasileira, 1996

KUCINSKI, Bernardo. Cartas a Lula: o jornal particular do presidente e sua influência no governo do Brasil. Rio de Janeiro: Edições de Janeiro, 2014.

LOUREIRO, Maria Rita. Os economistas no governo: gestão econômica e democracia. Rio de Janeiro: Editora Fundação Getúlio Vargas, 1997

LOPREATO, Francisco Luiz C. Caminhos da Política Fiscal do Brasil. São Paulo: Editora UNESP, 2013.

MARTINS, Luciano. Estado Capitalista e Burocracia no Brasil pós 64. Rio de Janeiro:Paz e Terra, 1985.

OLIVEIRA, Francisco de. Crítica à razão dualista : o ornintorrinco. São Paulo, SP: Boitempo, 2013.

PAULANI, Leda. Brasil Delivery. Servidão Financeira e Estado de emergência econômico. São Paulo: Boitempo, 2008

PAULANI, Leda. Acumulação sistêmica, poupança externa e rentismo: observações sobre o caso brasileiro. Estudos avançados 27(77), 2013

PEDRAS, Guilherme Binato Villela. História da dívida pública no Brasil: de 1964 até os dias atuais. In: Dívida Pública. A experiência brasileira. Anderson Caputo Silva, Lena Oliveira de Carvalho, Otávio Ladeira de Medeiros (organizadores). Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, 2009.



RESENDE, A. Lara. O processo hiperinflacionário e as reformas modernizadoras. In *Economia e Política da crise Brasileira: O pensamento da equipe Fernando Henrique*. Rio de Janeiro: editora Rio Fundo, 1995

RESENDE, Fernando e CUNHA, Armando (coordenadores). *O orçamento público e a transição do poder*. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2003.

SANTISO, Javier. Wall Street and emerging democracies: financial markets and the Brazilian presidential elections. In: WHITEHEAD, L, SOLA, L. *Statecrafting Monetary Authority. Democratization and Financial Order in Brazil*, Oxford: Center for Brazilian Studies, 2006.

SANTISO, Javier e MARTÍNEZ, Juan. Emerging Economies. In: *International Political Science Review* (2003), Vol 24, No. 3, 363–395

SALAMA, Pierre e CAMARA, Mamadou. A inserção diferenciada – com efeitos paradoxais – dos países em desenvolvimento na mundialização financeira. In: *A Finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração, consequências*. São Paulo: Boitempo, 2005

SALLUM JR, Brasílio. *Labirintos. Dos Gerais à Nova República*. São Paulo: Ed Hucitec, 1996.

SALLUM JR, Brasílio. (org). *Brasil e Argentina hoje: política e economia*. Bauru, SP: Edusc, 2004.

SKOCPOL, Theda. Bringing the State Back In: Strategies of Analysis in Current Research. In: EVANS, Peter; RUESCHEMEYER, Dietrich; e SKOCPOL, Theda. *Bringing the State Back In*. Cambridge: Cambridge University Press, 1985.

WHITEHEAD, L, SOLA, L. *Statecrafting Monetary Authority. Democratization and Financial Order in Brazil*, Oxford: Center for Brazilian Studies, 2006. Recebido: 23 maio, 2015 Aprovado: 28 maio, 2015

Recebido: 23 maio, 2015
Aprovado: 28 maio, 2015