

1199200611



24 24 24 24 24 24 24 24
24 24 24 24 24 24 24 24

A crise brasileira
dos anos 80.

Everton Pinheiro de Souza Gonçalves

Dissertação de Mestrado de Economia de Empresas

Escola de Administração de Empresas de São Paulo

da Fundação Getúlio Vargas.

Orientador:

Luiz Carlos Bresser Pereira

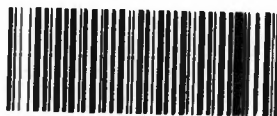
São Paulo- 1991



Fundação Getúlio Vargas
Escola de Administração
de Empresas de São Paulo
Biblioteca



611/92



1199200611

WMC W
Escola de Administração de
Empresas de São Paulo

Data	N.º de Chamada
01.07	338.124.4 (81) G 635d
N.º Volume	Registrado por
611/92	JR

dis
e. 1

336.1/5: 336.748.12 (81) "198"
336.1/5: 339.72.053.1 (81) "198"
338.124.4 (81) "198"
330.34 (81) "198"

SP-00004879-1

"One of the functions of theoretical economics is to provide fully articulated systems that can serve as laboratories in which policies that would be prohibitively expensive to experiment with in actual economics can be tested out at much lower cost."

Lucas, R.E. (1980:696).

SUMÁRIO

1. Introdução	4
2. A Dívida Externa	8
2.1 Crescimento via Endividamento Externo: A Matemática	10
2.2 A Dívida Externa nos anos 70	17
2.3 O Surgimento da Crise	25
2.4 O Problema da Transferência de Recursos	41
3. O Desequilíbrio Financeiro do Setor Público	50
3.1 A Dimensão Fluxo	52
3.1.1 Conceitos de Déficit Público	61
3.1.2 A Capacidade de Poupança do Setor Público	63
3.1.3 A Evolução das Contas Públicas na Década de 80	63
3.2 A Dimensão Estoque	66
3.2.1 A Instabilidade da Dívida Pública Interna	74
3.2.2 O Estreitamento na Execução da Política Econômica	74
4. A Dinâmica da Inflação	80
4.1 A Evolução	85
4.2 A Visão Monetarista	100
4.3 A Visão Estruturalista	105
4.4 Uma Interpretação do Processo Inflacionário	114
5. Conclusão	116
6. Bibliografia	116

INDICES DE TABELAS

Tabela 1- A Dinâmica da Dívida Externa- 1971-1989	21
Tabela 2- Empréstimos em Moeda Estrangeira (Res 4.131): Estrutura de Ingressos Brutos Anuais- 1972-1981	24
Tabela 3- Participação do Serviço da Dívida no Ingresso de Capitais- 1973-1981	27
Tabela 4- Composição da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP)- Em US\$ Bi- 1981-1989	29
Tabela 5- Contribuição dos choques externos para o crescimento da Dívida Externa- (US\$ Bi)- 1978-1982	32
Tabela 6- Indicadores Macroeconômicos- 1979-1989	45
Tabela 7- Contas Públicas (em % do PIB)- 1979-1989	65
Tabela 8- Inflação e Receita de Senhoriagem (em % do PIB)- 1980-1989	94

INDICES DE FIGURAS

Figura 1- Dívida Externa Bruta de Médio e Longo Prazos: 1971-1989	9
Figura 2- Os Estágios do Ciclo da Dívida	15
Figura 3- Evolução da Taxa de Juros Internacional (Libor): 1971-1989	26
Figura 4- Evolução do Saldo da Balança Comercial (em US\$ Bi): 1967-1989	30
Figura 5- Preço Real das Commodities: 1980-1987 (1980 = 100)	39
Figura 6- Dívida Pública Externa em relação à Dívida Externa Total: 1979-1988	40
Figura 7- Diagrama de Fases da Dívida Pública Interna	72
Figura 8- Taxa Real de Juros (r) x Taxa de Crescimento Econômico (n): 1986-1989	73
Figura 9- Taxa de Inflação Mensal (IGP/DI-FGV): 1973-1989	81
Figura 10- A Dinâmica Inflacionária da Análise Monetarista	90
Figura 11- O Modelo Monetarista de Financiamento Inflacionário	91
Figura 12- Receita de Senhoriagem x Taxa de Inflação: 1980-1989	94
Figura 13- Inflação (IGP-DI) x Velocidade da Moeda: 1980-1989	98
Figura 14- Senhoriagem x Imposto Inflacionário: 1980-1989	99
Figura 15- Diagrama de Fases Dívida Interna x Inflação	110
Figura 16- Diagrama de Fases com Elevação do Sup. Comercial	111

1. INTRODUÇÃO.

Durante a década de 80, o Brasil se deparou com a estagnação econômica e teve uma aceleração permanente nas suas taxas de inflação. Chegando, em fevereiro de 1990, ao nível de 73% a.m. (medido pelo IPC). O objetivo desta dissertação é analisar as causas dessa crise econômica, que levou o país rumo à hiperinflação.

A causa fundamental, da crise, é o 'desequilíbrio financeiro e estrutural do setor público, provocado principalmente pelo seu elevado nível de endividamento. O maior sintoma do desequilíbrio é a dificuldade de financiamento do déficit público, que só é feito de forma traumática: com a elevação da taxa de juros interna, com criação de "moeda indexada" e gerando tensões inflacionárias.

A gênese do processo que levou o setor público ao desequilíbrio se encontra no modelo de desenvolvimento econômico adotado durante a década de 70. A contração de um elevado passivo externo acabou complementando os recursos internos disponíveis ao investimento e viabilizando, desta forma, a obtenção de altas taxas de crescimento econômico. Entretanto, em meados da década, a dívida externa passou a

se concentrar, cada vez mais, nas mãos do setor público, de forma que este arcasse, em 1979, com cerca de 70% da dívida externa total. O elevado endividamento e a estatização da dívida deixaram o setor público extremamente vulnerável à conjuntura internacional, de maneira que os choques exógenos pudessem afetar profundamente o equilíbrio da economia brasileira. O primeiro choque do petróleo e a elevação das taxas de juros internacionais aceleraram a inflação e afetaram as contas externas. Entretanto, a persistência em não se ajustar a economia, após o segundo choque de petróleo, em 1979, acabou iniciando a crise, que culmina com a ruptura do sistema financeiro internacional, e acabou levando o governo às portas do F.M.I.. A partir desse momento, iniciou-se a desestabilização do setor público, que impedido de diminuir suas necessidades de financiamento, é obrigado a buscar crédito interno.

Como o governo é o grande devedor em moeda estrangeira e incapaz de gerar poupanças para a cobertura do serviço da dívida, é obrigado a obter as divisas do setor exportador via imposto inflacionário e através da substituição de dívida externa por interna. Pelas limitações de arrecadação do imposto inflacionário e da obtenção de dinheiro novo, há uma rápida elevação do endividamento interno. A velocidade do crescimento e o tamanho da dívida interna acabam elevando o patamar das taxas de juros reais e onerando as contas públicas. Com isto, as despesas

financeiras passam a assumir um papel preponderante na composição do déficit público e tornam estreitas as margens de manobra para a política econômica do governo. A elevação das taxas de juros acaba deprimindo o investimento, e por sua vez, comprometendo o crescimento econômico. Este último é também afetado pela interrupção do fluxo voluntário de crédito externo, em 1982, que obrigou o início da transferência de recursos ao exterior reduzindo a poupança interna disponível ao investimento.

O desequilíbrio do setor público, manifestado pela dificuldade em se financiar o déficit público, apresenta dois componentes : um de fluxo (receita x despesas) e um de estoque (o volume de dívida externa e interna). Os dois são interligados de uma tal maneira que um acaba alimentando o outro de forma cada vez mais contundente. Dívida e déficit acabam representando um papel decisivo na dinâmica da inflação, já que estimulam fortemente as tensões inflacionárias.

O trabalho estará centrado nas relações entre dívida (externa e interna), déficit público, inflação e crescimento econômico. Desta forma o trabalho se dividirá em mais 4 partes: a primeira estudará a forma e as implicações da estratégia de desenvolvimento econômico via dívida externa; a segunda se preocupará com o desequilíbrio financeiro e estrutural do setor público, no que tange ao déficit

público, à capacidade de poupança do governo e ao tamanho excessivo da dívida; a terceira interpretará o processo inflacionário brasileiro, durante a década de 80, levando-se em conta as características estruturais da nossa economia : uma alta dívida pública (externa e interna), a ausência de um entendimento social (inflação de conflito) e com a indexação formal e informal dos rendimentos (inflação inercial). Encerrando a dissertação, resumiremos as principais conclusões acerca da crise econômica brasileira.

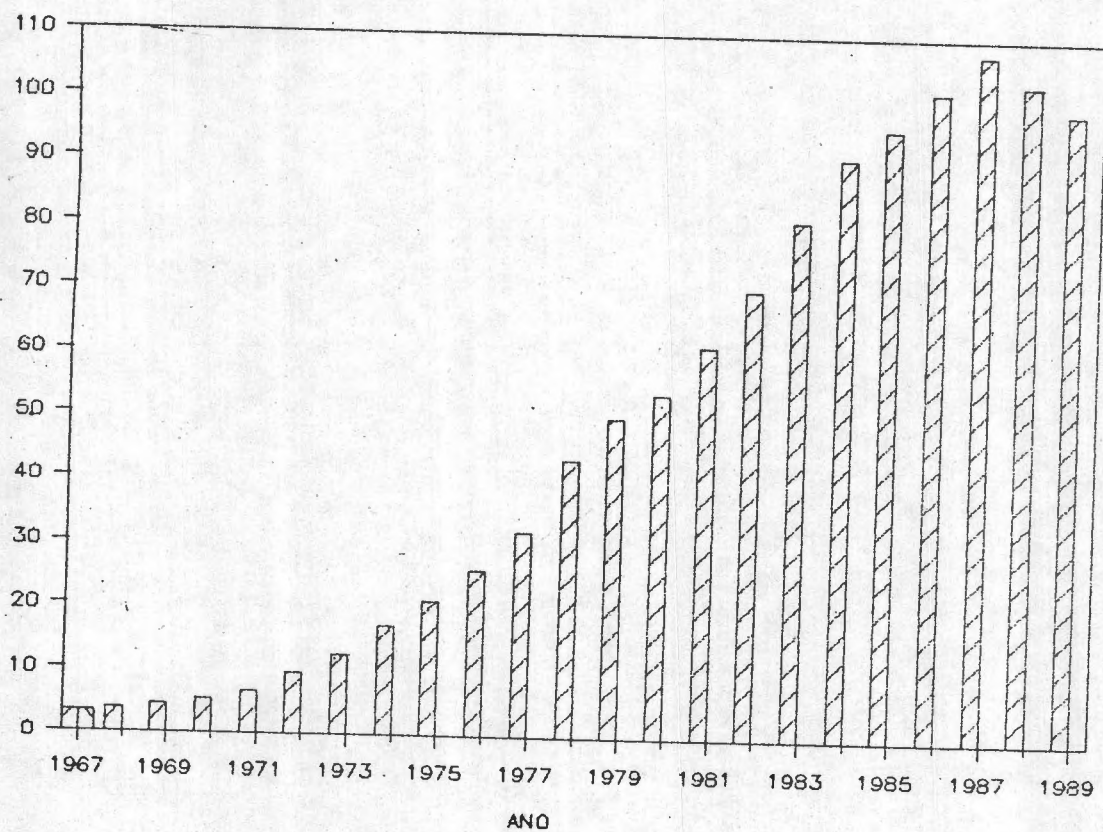
2. A DÍVIDA EXTERNA.

A causa fundamental da crise econômica brasileira, durante a década de 80, foi o desequilíbrio financeiro estrutural do setor público. Este, por sua vez, tem como origem fundamental o crescimento excessivo da dívida externa, a partir da década de 70 (ver figura 1).

É necessário, dessa forma, que se compreenda a política de endividamento adotada sobretudo a partir do II PND, quando houve um aumento da presença do setor estatal da economia. Embora seja inegável que essa intervenção tenha levado à instalação de um moderno e completo parque industrial, ela só foi conseguida através da contração de um elevado passivo externo público. A estatização da dívida externa (ver tabela 2) acabou induzindo a um forte crescimento da dívida interna e ao desequilíbrio financeiro e estrutural do setor público.

Este item estará preocupado em analisar a forma com que se desenvolveu a estratégia de endividamento, as circunstâncias que a envolveram e, por fim, as implicações desta sobre a crise econômica brasileira dos anos 80.

FIGURA 1
DÍVIDA EXTERNA BRUTA
DE MEDIO E LONGO PRAZOS:
1967-1989



Fonte : Banco Central.

2.1 CRESCIMENTO VIA ENDIVIDAMENTO EXTERNO: A MATEMÁTICA.

Inicialmente, é necessário que se compreenda a dinâmica da dívida externa. Como se sabe a absorção de capitais externos é um meio de se complementar os recursos domésticos, de modo a se elevar a formação de capital fixo e, com isso, acelerar o crescimento econômico. No curto prazo se tem a elevação da taxa de investimento. No longo prazo, entretanto, o endividamento exercerá pressão sobre a balança de pagamentos, e dessa forma, poderá impedir o crescimento, caso o serviço da dívida comprometa a poupança interna disponível ao investimento.

A dinâmica da dívida estará atrelada à capacidade do devedor gerar fundos para o pagamento dos juros e amortizações. A lógica para uma política de entrada de capitais é canalizar os recursos para projetos de investimentos, que gerem no futuro exportações adicionais e reduções nas importações, que compensem algebricamente a transferência de recursos referentes ao serviço da dívida.

Admitindo-se que o nível de reservas internacionais de um país não varie, pode-se definir uma equação para a dívida externa : ¹

$$D' = i \cdot D - T_r \quad (1)$$

Com:

D' = derivada em relação ao tempo da dívida externa
ou $D' = dD/dt$.

i = taxa nominal de juros sobre o estoque da dívida.

D = estoque da dívida externa.

T_r = transferência líquida de recursos reais para o exterior. ²

Se X equivaler às exportações e se fizermos $N = T_r / X$ e $d = D / X$, temos a equação 1 transformada em :

$$(D' / D) = i - (N / d) \quad (2)$$

Diferenciando-se, em relação ao tempo, a expressão $D = d \cdot X$, chega-se à :

$$(D' / D) = (d' / d) + x \quad (3)$$

¹. O modelo é baseado em Simonsen, R. H. e Cysne, R. (1989:70-76).

². A transferência de recursos reais para o exterior é igual ao saldo comercial das exportações e importações de bens e serviços de não fatores.

Com:

$x = (X' / X)$ ou a taxa de crescimento das exportações.

Substituindo-se 3. em 2, encontra-se uma equação da dinâmica da dívida:

$$d' = (i^* - x) \cdot d - N \quad (4)$$

A relação dívida/exportações (d) tenderá a se estabilizar ($d' = 0$), quando a transferência de recursos reais para o exterior, expressa como proporção do estoque da dívida, for igual a diferença entre a taxa de juros internacional e a taxa de crescimento das exportações, ou $T/D = (i^* - x)$. A relação dívida/exportações (d) crescerá quando a diferença entre a taxa de juros internacional e a taxa de crescimento das exportações for maior que a proporção da transferência de recursos reais em relação ao estoque da dívida.

Ao examinar a equação 4, verifica-se que a trajetória do crescimento da dívida fica sujeita à variáveis exógenas, que são determinadas pela conjuntura internacional, pois a taxa de juros dos empréstimos e o volume das exportações estão sujeitos às condições da economia internacional.

A formulação acima, é inspirada na teoria do ciclo de endividamento ³, onde o país deveria passar por estágios sucessivos, como se segue:

O CICLO DE ENDIVIDAMENTO				
EST	TIPIFICAÇÃO	T _c	D	D'
1	D. Jovem	-	+	+
2	D. Interm.	+	+	+
3	D. Maduro	+	+	-
4	C. Jovem	+	-	-
5	C. Interm.	-	-	-
6	C. Maduro	-	-	+

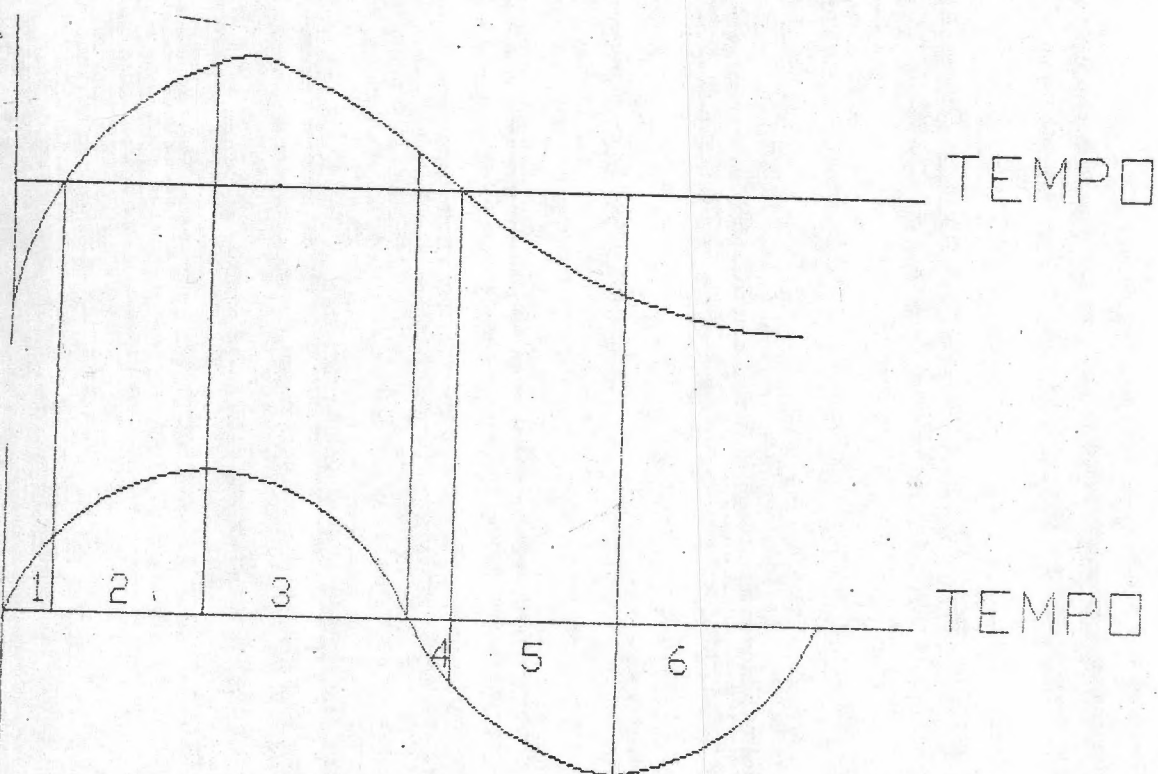
No primeiro estágio há insuficiência de poupança e o ingresso de capital externo deve cobrir o hiato de recursos (déficit nas transações de bens e serviços de não fatores) e o pagamento do serviço da dívida que, por sua vez, tem seu estoque elevado. No segundo estágio, os saldos positivos são remetidos ao exterior, entretanto ainda não cobrindo o serviço da dívida, que continua se elevando, porém de uma forma menos acelerada. No terceiro estágio, quando não há problemas mais significativos nas contas externas, o excedente de recursos enviados ao exterior passa superar as

³ Ver Avramovic, D. (1964).

amortizações e os juros, reduzindo dessa forma o volume da dívida. A partir do momento que o acúmulo de saldos positivos se tornar contínuo, o país atinge o quarto estágio e passa a ser credor internacional. No quinto estágio, o país volta a apresentar um hiato de recursos negativo, porém com um saldo inferior à renda recebida pelos ativos possuídos no exterior. No sexto estágio, o saldo do hiato de recursos torna-se tão elevado, que obriga o país a se desfazer dos seus ativos (ver Figura 2).

Qual seria a capacidade de endividamento de um país, ou até onde um país pode absorver recursos líquidos do exterior, importando bens e serviços além do que exporta? - Essa questão é de grande relevância aos credores internacionais que têm suas preocupações focalizadas nos "devedores jovens", que ainda são incapazes de transferir recursos. Seria importante, então, encontrar um indicador para se avaliar a credibilidade de um país devedor. A confiança dos investidores internacionais depende de fatores, como potencial de crescimento da produção e das exportações, estabilidade das instituições políticas e qualidade da administração pública. Entretanto o melhor parâmetro, para se avaliar o crédito, seria a relação dívida/exportações, que geralmente representará uma situação favorável quando for menor que 2, duvidosa quando se encontrar entre 2 e 4 e crítica quando ultrapassar a 4.

FIGURA 2
OS ESTÁGIOS
DO CICLO DA DÍVIDA



Sumarizando, esta parte, procurou delimitar as circunstâncias e implicações teóricas, que envolvem a estratégia de financiamento do desenvolvimento econômico, através de endividamento externo. A análise da dinâmica da dívida nos permitiu avaliar o papel relevante que o diferencial entre a taxa de juros internacionais e a taxa de crescimento das exportações ($i^* - x$) exerce sobre a dinâmica da dívida, já que teremos o crescimento da relação dívida/exportações (d), quando este diferencial superar a transferência de recursos em relação ao estoque da dívida.

2.2 A DÍVIDA EXTERNA NOS ANOS SETENTA.

A seção anterior forneceu subsídios para a interpretação da política de endividamento, adotada pelo Brasil durante a década de 70. Pela equação da dinâmica da dívida, verifica-se que a estabilidade da mesma depende de fatores exógenos, tais como:

- Da variação das taxas de juros média sobre o estoque da dívida, ou mais precisamente na variação nas taxas básicas de juros (*Libor* e *Prime-Rate*), pois a maior parte da dívida externa brasileira de médio e longo prazos está contratada à taxa de juros flutuante, isto é, reajustável periodicamente. Em consequência, a flutuação nas taxas básicas afeta não apenas os novos empréstimos, mas também o custo da maior parte da dívida realizada no passado.
- Da evolução favorável da balança comercial, principalmente no que se refere ao volume das exportações, estas por sua vez dependem da expansão do comércio mundial e do comportamento dos termos de troca do país.*

Com base nestes fatores, é importante compreender a lógica inerente à política governamental de acúmulo de estoque da dívida e compreender as implicações dessa estratégia. Para tal, dividiremos a análise do período de 1967-1979, em dois períodos, a saber:

*. Representa uma relação entre os preços das exportações e o das importações de um determinado país.

- Do primeiro impulso do endividamento externo : 1967-1973.
- Da política do II FND : 1974-1979.

Período 1967-1973.

O primeiro grande salto no estoque da dívida externa ocorreu nesse período, e seguiu paralelamente ao ciclo expansivo da economia. À primeira vista, o endividamento externo complementaria os recursos internos de forma a viabilizar as altas taxas de crescimento econômico. Entretanto uma análise apurada da conta de balanço de pagamentos concluiu que a aceleração do endividamento externo não foi motivada pela necessidade de poupanças externas e nem por estrangulamento na balança comercial e de serviços ⁵. Na realidade, o período apresentou uma conjugação entre o ciclo expansivo da economia e do comércio mundial com a grande liquidez do mercado financeiro internacional. Esta provocada pelo acúmulo de Euro-dólares provenientes do pagamento da dívida, do déficit norte-americano em conta corrente e na conta de capital de longo prazo, da fuga de capitais nos E.U.A. e da pressão especulativa sobre o dólar. Assim, pode-se afirmar que a aceleração do crescimento da dívida externa foi motivada mais pela busca de relações internacionais do que pela restrições externas ao crescimento econômico. Sem dúvida,

⁵ Ver Cruz, P.D. (1984).

era um momento favorável, à contração de empréstimos novos, pois o excesso de liquidez no mercado de Euro-dólares propiciava a redução das taxas interbancárias e a elevação dos prazos médios de maturação dos empréstimos.⁶ Pode-se ainda afirmar que a política adotada foi uma estratégia para fornecer formas de crédito financeiro de longo prazo, de modo a facilitar a acumulação de capital das empresas. Esse crédito até então não era obtido através do setor financeiro privado. Através da Lei 4.131 e da Resolução 63 internacionalizou-se o crédito de longo prazo ao setor privado.⁷

Talvez a principal contribuição externa desse primeiro impulso de endividamento foi atender a demanda de crédito durante o ciclo expansivo e conduzir a uma profunda transformação na estrutura de financiamento da economia. Paralelamente, criou-se uma dependência crescente em relação aos bancos comerciais estrangeiros e elevou-se a relação serviço da dívida-exportações.⁸

⁶. Malan, P. e Wells, J. (1973) fazem uma análise minuciosa da relação entre a dívida externa brasileira, o mercado de Euro-dólares e o "milagre econômico".

⁷. A RES. 63 autoriza a contratação de empréstimos externos por instituições financeiras para a repasse no mercado interno. Já a LEI 4.131 permite que empresas não financeiras obtenham empréstimos externos junto a bancos comerciais estrangeiros.

⁸. Em 1973 cerca de 73,3% da entrada líquida de capitais era composta por empréstimos em moeda estrangeira. Enquanto que a relação serviço da dívida-exportações passava de 29,2% em 1969 para 39,4% em 1972.

Estudos ainda demonstram que essa primeira onda de endividamento foi extremamente elevada se comparada ao déficit acumulado de comércio e serviços (exclusive juros) e chegam a conclusão, após deduzir o ingresso líquido de capital de risco, que o endividamento superou as necessidades reais em pelo menos US\$ 7 bi.*

O quadro final desta primeira fase nos indicava uma situação, onde o país se apresentava vulnerável aos possíveis choques exógenos, principalmente pelo crescimento excessivo da dívida e pela dependência aos bancos estrangeiros.

Período 1974-1979.

Neste período, surgem os primeiros choques externos, que abalaram a teoria do ciclo da dívida. Com isso, a relação dívida/exportações, que se mantinha ligeiramente acima de 2 (ver Tabela 1), se eleva com a quadruplicação do preço do barril do petróleo, com a deterioração dos termos de troca, com a elevação dos juros internacionais e com a retração do comércio mundial.

* Montante determinado por Malan, P. e Wells, J. (1973).

TABELA 1 A Dinâmica da Dívida Externa - 1971-1989.

ANO	TRANSFERÊNCIAS DE RECURSOS *	LIBOR %	CRESCIMENTO EXPORT. (%)	D/X	CRESCIMENTO DÍVIDA (%)
1971	- 0,9	7,0	7,4	2,3	24,5
1972	- 1,0	6,0	37,9	2,4	43,9
1973	- 1,0	9,3	55,0	2,0	32,6
1974	- 6,2	11,2	29,0	2,2	36,5
1975	- 5,0	7,8	8,8	2,4	23,3
1976	- 3,8	6,2	16,1	2,6	22,6
1977	- 1,1	6,4	19,8	2,6	23,1
1978	- 3,3	9,2	5,0	3,4	7,8
1979	- 5,2	12,2	10,7	3,3	14,7
1980	- 5,8	14,0	32,2	2,7	7,8
1981	- 1,5	16,8	15,9	2,6	14,1
1982	- 3,4	13,6	-13,3	3,5	14,3
1983	5,1	9,9	8,4	3,7	15,8
1984	12,0	11,2	23,3	3,4	12,1
1985	11,4	8,7	-5,2	3,7	5,3
1986	6,7	6,9	-12,9	4,5	5,3
1987	10,2	7,3	17,5	4,1	5,6
1988	15,8	8,1	29,0	3,0	-4,6
1989	11,5	9,3	1,8	2,9	-3,2

* a transferência de recursos está expressa em US\$ bi.

Fonte : Banco Central.

Com isso, há a queima das reservas internacionais acumuladas no período anterior e a aceleração do crescimento da dívida, entretanto agora em condições muito desfavoráveis no que tange a prazos, *spreads* e taxas de juros.

Admitindo que o desequilíbrio fosse transitório e estrutural, o governo manteve a política econômica, de modo que essa orientasse o crescimento da economia, através de um programa de substituição das importações em setores estratégicos, o II PND.¹⁰

De forma a superar estes entraves houve, no período, medidas que visavam ampliar o fluxo de empréstimos externos para viabilizar o programa. Entre elas a eliminação de controles, a criação de incentivos adicionais a contração de empréstimos externos, utilização da política de crédito e juros internos que estimulasse as empresas a buscar recursos no exterior e a participação crescente do setor público na captação de recursos ¹¹. A partir de 1975, inicia-se a estatização da dívida externa, que é feita mediante a elevação da participação do setor público nos empréstimos obtidos em moeda estrangeira (ver Tabela 2) e pela transferência para o Banco Central de parte significativa da

¹⁰. Castro, A.B. e Souza, F.E.P. (1985: 27-47) fazem uma análise da estratégia de política econômica adotada a partir de 1974.

¹¹. A captação de empréstimos pelas empresas públicas foi motivada pela redução da possibilidade das mesmas se autofinanciarem, principalmente pela contenção de preços e tarifas e pela limitação da atuação das empresas estatais no mercado acionário e de crédito.

dívida que estava nas mãos do setor privado, via Res. 432 e Circ. 230.¹²

Esta era a situação que vigorava até 1978, quando a relação dívida/exportações atingiu 3,4. Entretanto a política de endividamento foi mantida em 1979, mesmo com os desequilíbrios da balança comercial provocados pelo segundo choque de petróleo, pela elevação da inflação mundial e pela conjuntura recessiva que se abateu sobre a economia mundial.

¹². Para estimular a absorção de empréstimos externos, o governo permitiu que os repasses de créditos através da RES 63 fossem realizados em prazos inferiores aos da operação externa correspondente. Para não haver risco cambial a CIRC 230 autorizou às instituições financeiras a depositar no Banco Central as parcelas de recursos não repassadas, sendo remuneradas nas mesmas condições do crédito externo. Já a RES 432 estendeu essa facilidade de hedge cambial às empresas não financeiras que obtiveram recursos através da LEI 4.131.

TABELA 2 : Empréstimos em Moeda Estrangeira (Res 4.131):
 Estrutura de Ingressos Brutos Anuais- 1972-1981.

ANO	SETOR PÚBLICO		SETOR PRIVADO	
	US\$(BI)	%	US\$(BI)	%
1972	0,6	24,9	1,9	75,1
1973	1,1	39,7	1,7	60,3
1974	1,1	35,3	2,0	64,7
1975	1,9	50,4	1,9	49,6
1976	2,0	51,1	1,9	48,9
1977	2,5	51,5	2,4	48,5
1978	5,3	60,2	3,5	39,8
1979	6,6	76,8	2,0	23,2
1980	3,7	76,6	1,1	23,4
1981	5,3	69,6	2,2	30,4

Fonte : Cruz, Paulo Davidoff. *Dívida Externa e Política Econômica*. São Paulo, Ed. Brasiliense, 1984, p.100.

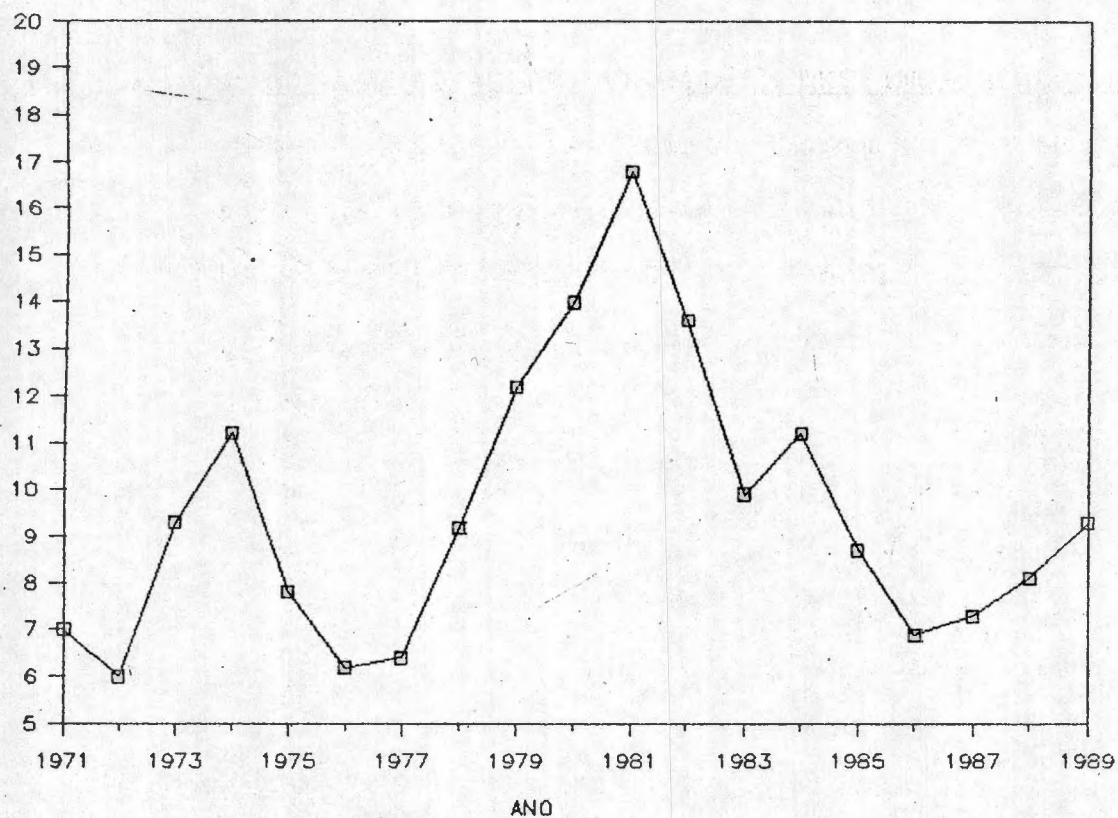
2.3 O SURGIMENTO DA CRISE

As modificações no cenário internacional, a partir de 1979, como o segundo choque do petróleo ¹³, a elevação da inflação mundial e a recessão econômica que se deflagaram ao final da década de 70 exerceram uma carga muito pesada à estabilidade econômica no Brasil. Em 1979, era inexorável a mudança na política econômica; o ministro Mário Henrique Simonsen propunha medidas de ajuste, tais como: a redução do déficit público e do seu financiamento através de endividamento interno, a desvalorização real da moeda e a redução da taxa de crescimento econômico. Entretanto, tais medidas foram consideradas recessivas e motivaram a queda do próprio ministro, que foi substituído por Antonio Delfin Neto. Durante os anos de 1979 e 1980, o novo ministro manteve uma política de expansão econômica, com prioridade aos gastos e com a expansão de crédito para facilitar investimentos na agricultura e no setor energético.

O crescimento do endividamento externo encontrava, naquele momento além do novo choque do petróleo, a elevação da inflação mundial, a elevação das taxas de juros reais e nominais (ver Figura 3) no mercado financeiro.

¹³. O preço do barril de petróleo passa de US\$ 12,23 em 1978 para US\$ 29,98 em 1980.

FIGURA 3
EVOLUÇÃO DA TAXA DE JUROS
INTERNACIONAL (LIBOR) :
1971-1989



Fonte : Banco Central.

TABELA 3- Participação do Serviço da Dívida no Ingresso de Capitais - 1973-1981.

EMPRESTIMOS EXTERNOS BRUTOS E SERVIÇO DA DÍVIDA EXTERNA NO BRASIL : 1973-1981 (US\$ Milhões)					
ANO	JUROS	AMORTIZAÇÕES	SERVIÇO	EMPRESTIMOS	SERV/EMP
1973	840	1673	2513	4304	58,4%
1974	1370	1920	3290	7455	44,1%
1975	1863	2185	4048	7672	52,8%
1976	2091	3009	5100	9104	56,0%
1977	2462	4135	6597	8861	74,4%
1978	3344	5439	8783	15641	56,2%
1979	5348	6541	11889	12594	94,4%
1980	7457	6705	14162	14879	95,2%
1981	10305	7514	17819	18882	94,4%

Fonte : Batista Jr., Paulo Nogueira, *Mito e Realidade na dívida externa brasileira*. Rio de Janeiro, Ed. Paz e Terra, Rio de Janeiro, 1983, p.102.

Todos esses contratempos mudaram os cenários e acabaram criando uma onda protecionista que derrubou o preço das *commodities*. Por causa disso, o volume das exportações não foi capaz de impedir o desequilíbrio nas contas correntes. Nesse período passa a haver o recrudescimento do peso da parcela das despesas financeiras com juros e amortizações em relação ao ingresso de capitais (ver Tabela 3). O endividamento, que inicialmente seria o elemento estimulador do crescimento econômico, surgia agora como um elemento gerador de constrangimentos externos.

O ajuste se tornou compulsório ao final de 1980, porém veio tardiamente, pois a dívida pública já era elevadíssima (ver Tabela 4) e produzia um desequilíbrio no setor público. O programa de ajustamento, durante 1981 e 1983, consistiu-se de: redução do déficit público mediante corte dos gastos de custeio, investimento e transferência, aumento na carga tributária, do controle da oferta monetária com o controle sobre o crédito bancário, da elevação da taxa de juros interna e também com uma maxidesvalorização do câmbio real. Todas estas medidas reverteram significativamente o desequilíbrio na balança comercial (ver Figura 4), mas mediante a redução abrupta do crescimento econômico, que cai de 7,2% em 1980, para -1,6% em 1981.

Todos esses contratemplos mudaram os cenários e acabaram criando uma onda protecionista que derrubou o preço das commodities. Por causa disso, o volume das exportações não foi capaz de impedir o desequilíbrio nas contas correntes. Nesse período passa a haver o recrudescimento do peso da parcela das despesas financeiras com juros e amortizações em relação ao ingresso de capitais (ver Tabela 3). O endividamento, que inicialmente seria o elemento estimulador do crescimento econômico, surgia agora como um elemento gerador de constrangimentos externos.

O ajuste se tornou compulsório ao final de 1980, porém veio tardiamente, pois a dívida pública já era elevadíssima (ver Tabela 4) e produzia um desequilíbrio no setor público. O programa de ajustamento, durante 1981 e 1983, consistiu-se de: redução do déficit público mediante corte dos gastos de custeio, investimento e transferência, aumento na carga tributária, do controle da oferta monetária com o controle sobre o crédito bancário, da elevação da taxa de juros interna e também com uma maxidesvalorização do câmbio real. Todas estas medidas reverteram significativamente o desequilíbrio na balança comercial (ver Figura 4), mas mediante a redução abrupta do crescimento econômico, que caiu de 7,2% em 1980, para -1,6% em 1981.

TABELA 4: Composição da Dívida Líquida do Setor Público
(DLSP) - Em US\$ Bil - 1981-1989.

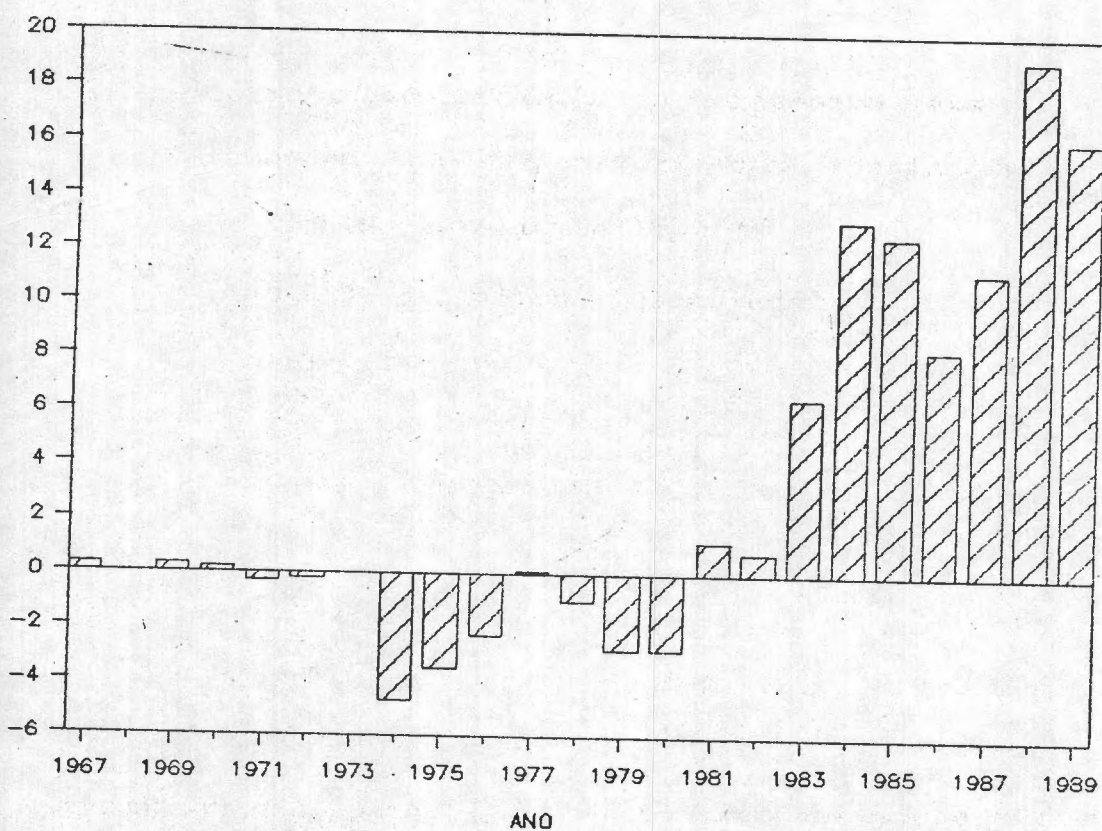
ANO	DLSP	D. EXTERNA	D. INTERNA
1981	67,1	37,2	29,9
1982	86,6	48,1	38,5
1983	96,8	62,0	34,8
1984	105,5	63,1	42,4
1985	119,0	69,9	49,1
1986	140,2	81,8	58,4
1987	152,8	92,0	60,9
1988	149,0	81,3	67,7
*1989	188,5	87,7	100,8

Fonte : Banco Central.

* dados preliminares.

Obs: os montantes da dívida incluem a administração direta, Banco Central, autarquias e empresas estatais.

FIGURA 4
EVOLUÇÃO DO SALDO DA
BALANÇA COMERCIAL
(EM US\$BIL) : 1967-1989



Fonte : Banco Central.

A influência dos fatores exógenos sobre o crescimento da dívida é vista na Tabela 5, que mostra o impacto dos choques externos sobre a dívida, ao comparar o seu crescimento real com o que poderia ter ocorrido caso não existissem os choques. A análise desenvolvida por Cardoso e Fishlow (1989) demonstra que a deterioração da conta corrente e o crescimento da dívida podem ser explicados através, principalmente, da excessiva taxa de juros real, do desempenho não satisfatório das exportações e dos preços reais de petróleo mais altos ¹⁴. O quadro demonstra que cerca de 75% da dívida acumulada no período pode ser explicada pelo ambiente externo desfavorável.

O crescimento da dívida dos países do terceiro mundo, a partir da década de 70, passou a ameaçar o capital dos bancos internacionais. Além do exposure aos devedores duvidosos, também a legislação bancária dos E.U.A. reduzia o capital dos bancos, pois os obrigava a manterem reservas de contingência para os empréstimos efetuados aos países subdesenvolvidos. Como os bancos não possuíam reservas em volume adequado, os empréstimos teriam que ser classificados como créditos em liquidação, o que reduzia substancialmente os seus lucros.

¹⁴. Não computa o impacto da redução dos preços das commodities e dos juros sobre a dívida extra decorrente dos choques.

TABELA 5: Contribuição dos choques externos para o crescimento da Dívida Externa.

(US\$ B1) - 1978-1982

ANO	PETROLEO	EXPORTAÇÃO	JUROS	TOTAL	DIV. LIQ.
1978	—	—	—	—	36,2
1979	1,8	—	0,3	2,1	46,4
1980	5,7	0,6	1,1	7,4	57,7
1981	7,1	1,4	2,5	11,0	68,0
1982	6,1	2,4	5,9	14,4	83,5

Fonte : Cardoso, Eliana e Fishlow, Albert., *A Macroeconomia da Dívida Externa*, São Paulo, Brasiliense, 1989, p.41.

Obs. Os cálculos estão baseados no preço do petróleo de 1978, as taxas de juros reais de 1978 (em termos do deflator americano ou IPC) e a performance das exportações estão baseadas nas variações de uma regressão das exportações.

Por esse motivo, entre 1980 e 1981, os bancos comerciais começaram a reduzir o fluxo de recursos financeiros para os países devedores. Quando surge a crise do sistema financeiro internacional ¹⁵, com a moratória do México em 1982, há o cessamento do fluxo de créditos para o Brasil. Assim, houve perdas substanciais no volume de reservas e a transferência de recursos financeiros ao exterior, que acabou levando o país às portas do F.M.I. . Isso levou a negociação dos ajustes econômicos, de modo que se reescalonassem as amortizações do principal da dívida externa devido aos bancos comerciais estrangeiros e se reformulassem os contratos referentes ao Clube de Paris. ¹⁶ Pelas limitações do reescalonamento foi necessário um esforço para se produzir superávits comerciais que financiassem a transferência de recursos para o exterior.

Como o governo era o grande devedor em moeda estrangeira e incapaz de gerar poupança para a cobertura do serviço da dívida, foi obrigado a obter as divisas do setor exportador via colocação líquida de títulos públicos federais, já que havia limitações para arrecadação de imposto inflacionário.

A obtenção das divisas mediante ao endividamento interno, nada mais era que um dispositivo de substituição da

¹⁵. Payer, C. (1988) *análise as prováveis causas da crise*.

¹⁶. Para ver como a reestruturação da dívida externa se processou consultar Cavalcanti, C. B. (1988 : 41-59).

divida externa por divida interna ¹⁷. Este processo, ocorrido entre 1983 e 1986, pode ser compreendido quando examinamos a reestruturação da divida externa. Existiam duas razões, para que a intermediação fosse feita pelo Banco Central. A primeira foi que a linha de financiamento ampliado (*extended financing facility*) do F.M.I. envolvia uma operação de crédito (*tranches*) com a troca de moedas entre o Fundo e o Banco Central do Brasil. A segunda foi a própria necessidade institucional do envolvimento do Banco Central na obtenção de dinheiro novo e no reescalonamento das amortizações do principal. A renegociação envolveu basicamente três espécies de acordos: o primeiro (projetos 1 e A) consistia da obtenção de novos recursos (dinheiro novo), o segundo (projetos 2 e B) envolvia o reescalonamento das amortizações do principal dos empréstimos contratados aos bancos credores. Por fim, o terceiro prorrogava as linhas comerciais de curto prazo (projetos 3 e C) e as linhas interbancárias de bancos brasileiros no exterior (projetos 4 e D).

O dinheiro novo e as amortizações devidas pagas em cruzeiros ficavam depositadas em contas especiais no Banco Central em nome do credor externo, que poderia renegociá-los internamente (*relending*), desde que respeitassem prazos e condições estipuladas no acordo efetuado anteriormente.

¹⁷. Tal substituição pode ser vista utilizando-se os dados da Tabela 4, quando a participação da divida externa na divida liquida do setor público cai de 64,0% em 1983 para 46,5% em 1989.

Entretanto, caso desejassem os bancos poderiam deixar seus depósitos sob responsabilidade do Banco Central, que seria o mutuário final.

Com a absorção dos depósitos e obrigações em moeda estrangeira, o Banco Central passou a contar com uma fonte de recursos a serem aplicados no refinanciamento parcial da dívida externa do setor público. Na intermediação do processo, quando operações ativas não eram compatíveis com as passivas em moeda estrangeira decorrentes da reestruturação da dívida, ocorria a substituição da dívida externa por interna.

A substituição pode ser vista através do exame das etapas do refinanciamento da dívida externa do setor público. A partir da crise do sistema financeiro internacional, em 1982, só se pode reciclar a dívida externa do setor público através dos empréstimos oficiais (BID, BIRD e agências governamentais) e da renegociação da dívida. O acesso aos recursos da renegociação da dívida era realizado por duas formas: *relending* e Aviso MF-30.

O *relending* é o repasse dos recursos dos projetos 1(A) e 2(B). Essas operações deveriam corresponder à formalização, junto ao mutuário final, do acordo de reestruturação da dívida negociado entre os bancos credores e o Banco Central.

O Aviso MF-30 é um instrumento para antecipar recursos às empresas públicas que não dispõem de recursos externos para liquidar débitos em moeda estrangeira. Este empréstimo-ponte era concedido pelo Banco do Brasil e permitia as empresas públicas a fazerem o depósito no Banco Central da parcela da amortização. Tais empréstimos poderiam ser liquidados posteriormente através do *relending*, com a formalização do reescalonamento.

Todavia, todo esse processo viabilizou apenas o refinanciamento do principal. Como os devedores públicos não eram capazes de gerar superávits orçamentários e muito menos de receberem dinheiro novo, demandavam os empréstimos-ponte para pagarem os juros das dívidas. Sendo limitada a oferta de depósitos de amortizações, iniciou-se uma forte pressão sobre as contas do Banco Central que, desta forma, foi obrigado a elevar o seu endividamento interno.

A partir de 1982, em acordo com o Federal Reserve, Tesouro Americano e o F.M.I., estabelecem a estratégia de se rolar a dívida ("empurrar com a barriga"), pois se acreditava na transitoriedade da crise, e conseqüentemente, na volta natural dos fluxos de recursos externos para o país¹⁸. Trabalhos como o de Cline (1984) faziam estimativas e

¹⁸ Entre outros que tinham esta crença estava o ministro da Fazenda Delfim Neto que chegou a proferir a célebre frase: "As dívidas não são pagas são roladas."

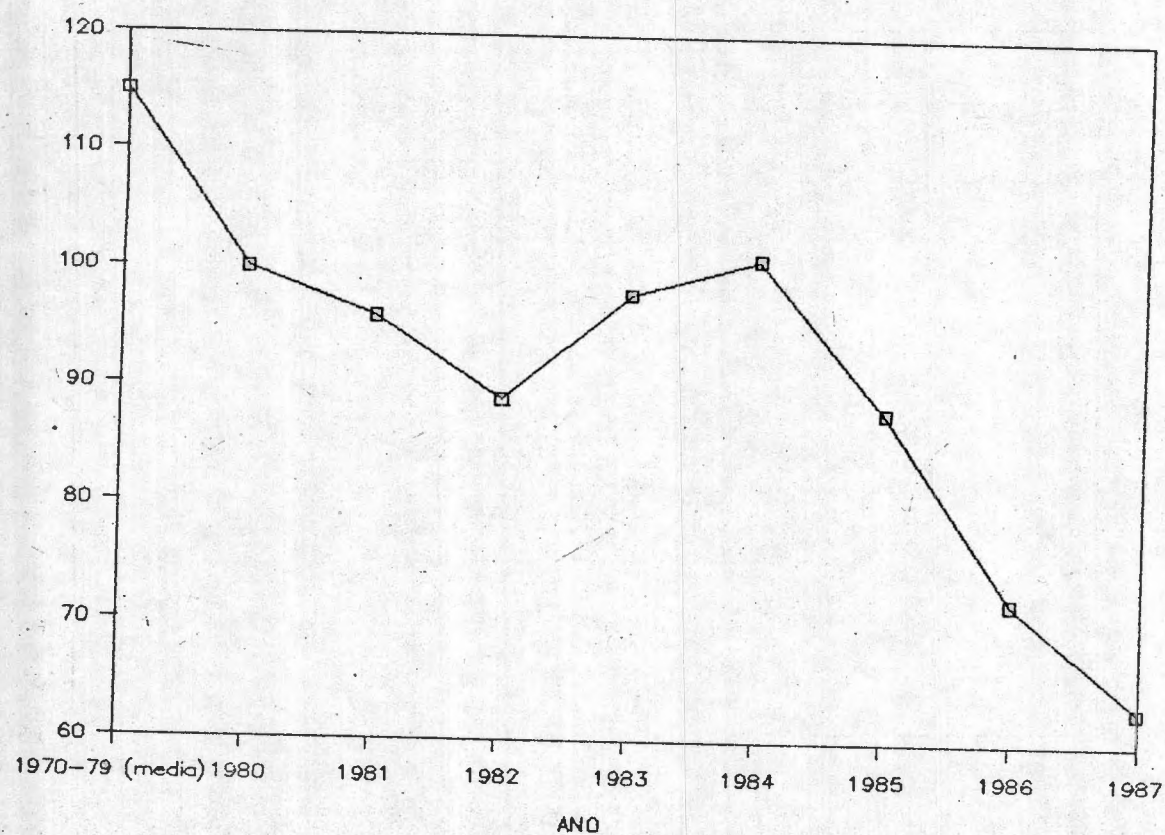
previsões otimistas para a recuperação da posição merecedora de crédito externo para o Brasil. Todavia, a realidade veio a refutar essa estratégia, pois: não houve a queda esperada nas taxas de juros reais internacionais (devido a persistência de elevados déficits orçamentários nos E.U.A) ; a queda ocorrida nos preços reais commodities, no início dos anos 80, foi irreversível (ver. Figura 5); houve o problema da transferência de recursos que exigiu um esforço no orçamento para servir as dívidas ao invés de rolá-las, pressionando a inflação; o superávit comercial foi conseguido às custas da redução do investimento; criando problemas para o crescimento sustentado.

Finalizando, a crise do sistema financeiro internacional, em 1982, veio a selar a crise da economia brasileira, tendo como sintomas a aceleração da inflação¹⁹ e a estagnação econômica. Na realidade os ajustes, para sanear a conta de balanço de pagamentos acabaram alimentando a crise interna, principalmente pelo fato do setor público ser o maior detentor da dívida em moeda estrangeira (ver Figura 6), enquanto as reservas eram obtidas em sua maioria pelo setor privado. Dessa forma o setor público é obrigado a se endividar internamente, para a cobertura do serviço da

¹⁹ Os estágios da inflação, até aí, foram os seguintes: o primeiro ocorrido em 1974 quando a taxa anual, de acordo com o IGP/DI, passou de 15,5 do ano anterior para 34,6%. O segundo ocorrido em 1978 quando o mesmo índice passou de 40,8% para 110,2% em 1980. E finalmente em 1983 chegando a 211,0%.

divida externa. A velocidade do crescimento da divida interna, acaba elevando o patamar das taxas de juros e consequentemente onerando as contas públicas, com as despesas financeiras assumindo uma papel preponderante no déficit público. O processo acabou tomando autonomia o que impediu o governo de conseguir gerar poupanças para o pagamento da divida externa. Criou-se assim um circulo vicioso entre divida, déficit e inflação que tem sido o nó gordio da crise brasileira.

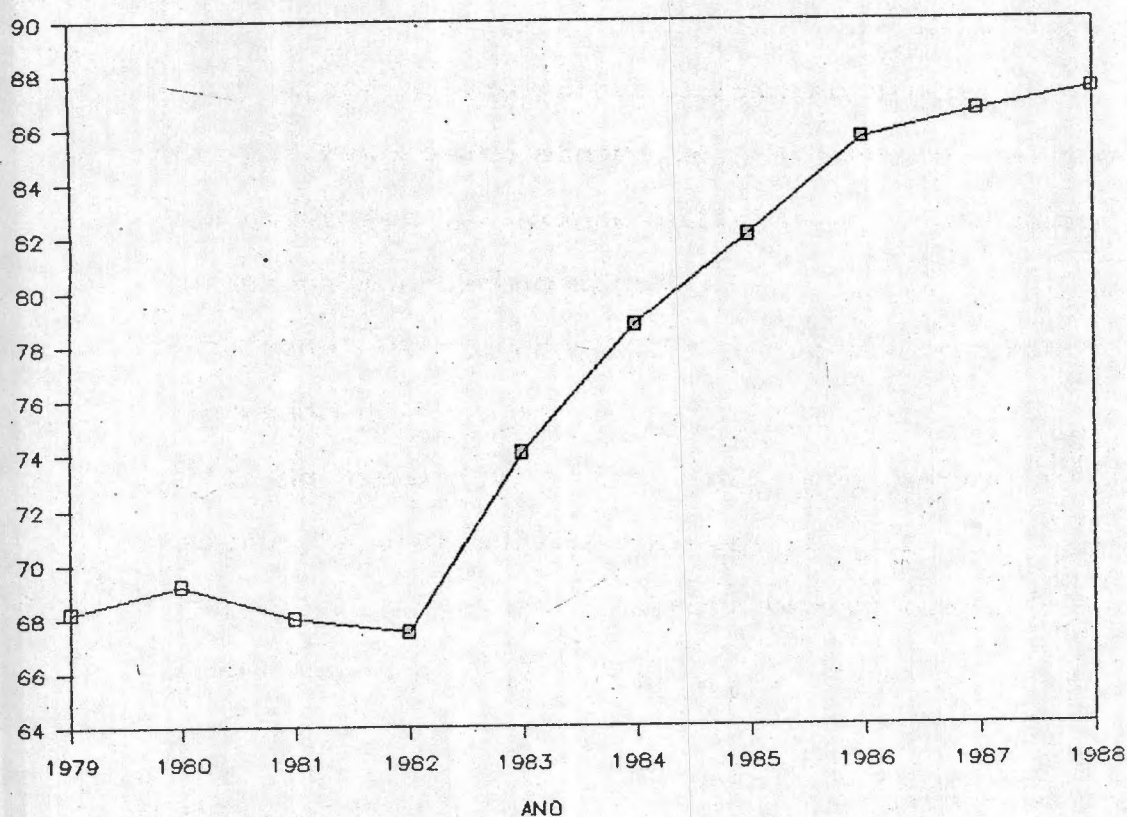
FIGURA 5
PREÇOS REAIS DAS
COMMODITIES: 1980-1987
(1980 = 100)



Fontes: F.H.I. e C.E.P.A.L.

Obs: Preços medidos em termos de preços de exportação das manufaturas de países industrializados.

FIGURA 6
DÍVIDA PÚBLICA EXTERNA
EM RELACÃO À DÍVIDA
EXTERNA TOTAL 1979-1988



Fonte: Banco Central.

2.4. O PROBLEMA DA TRANSFERENCIA DE RECURSOS.

A reversão dos fluxos reais de recursos, iniciada com a crise do sistema financeiro internacional, em 1982, levou prematuramente o Brasil à condição de exportador líquido de recursos reais. A remessa ao exterior de parte expressiva das exportações e do produto interno bruto tem implicações sérias ao desempenho econômico, afetando negativamente as contas externas, a taxa de inflação, as finanças públicas e os agregados macroeconômicos.

A transferência de recursos para o exterior, pode ser interpretada de duas formas :

1) do ponto de vista das contas externas ou da transferência de recursos financeiros.

2) do ponto de vista macroeconômico ou da transferência de recursos reais.

Pela identidade básica do balanço de pagamentos tem-se a variação das reservas internacionais como o valor da diferença entre a transferência de recursos reais e financeiros, ou:

$$Var(R) = T_r - (J - Nm) \quad (5)$$

Onde :

$V_{ar}(R)$ = variação das reservas internacionais.

T_F = transferência de recursos reais.

J = juros, lucros e outros serviços de fatores enviados ao exterior.

Mm = dinheiro novo (empréstimos e investimentos diretos).

A produção interna da economia menos o consumo corresponde ao investimento acrescido da remessa de recursos reais para o exterior, ou seja :

$$Y = G = I + T_F \quad (6)$$

Onde:

Y = produto interno bruto.

C = consumo (inclusive variação de estoques).

I = investimento (formação bruta de capital fixo).

Já a poupança interna (S) é a parcela não consumida do produto interno bruto, ou :

$$S = Y - C \quad (7)$$

Substituindo-se 7 em 6, chega-se a :

$$I = S = T_p \quad (8)$$

O efeito do investimento sobre a capacidade produtiva é medido pelo nível de produção potencial da economia. Admitindo-se uma relação capital-produto seja constante :

$$(K/Y_p) = c \quad (9)$$

Onde Y_p é a capacidade produtiva ou fluxo de produção potencial por ano, K é o estoque de capital e c a relação capital/produto. Diferenciando-se a relação acima em relação ao tempo e dividindo-se por Y_p , chega-se à :

$$(1/Y_p) \cdot (dY_p / dt) = (1/c) \cdot (dK / dt) \cdot (1/Y_p)$$

que equivale a

$$n_p = (1/c) \cdot I_p \quad (10)$$

Onde :

n_p = taxa de crescimento potencial de longo prazo.

I_p = taxa de investimento (formação bruta de capital fixo) em relação produto potencial.

Reordenando-se 10 e fazendo algumas alterações :

$$I_d = n_d \cdot c \quad (11)$$

Onde :

n_d = taxa de crescimento desejado.

I_d = taxa de investimento em relação ao PIB para se financiar n_d .

Se dividirmos a equação 8 por Y e combinando-a com 11, onde as letras minúsculas indicam proporções em relação ao PIB :

$$n_d = (s - t_c) / c \quad (12)$$

A expressão acima ajuda a compreender alguns problemas centrais ou como o crescimento autosustentado está relacionado diretamente com a poupança interna e indiretamente com a transferência real de recursos e da relação capital-produto.

TABELA 6: Indicadores Macroeconômicos - 1979-1989

ANO	CRESC.ECON/PIB	INVEST/PIB	TRANSF/PIB	FOUF/PIB
1979	6,8	23,0	-2,1	18,3
1980	9,2	22,5	-2,2	17,9
1981	-4,4	21,0	-0,4	18,0
1982	0,7	20,4	-0,7	15,3
1983	-3,4	16,1	2,4	13,2
1984	5,0	15,5	5,6	15,0
1985	8,3	16,7	5,1	16,9
1986	7,5	18,5	2,6	17,3
1987	3,6	19,7	3,0	21,8
1988	0,0	17,0	5,0	24,5
1989	3,6	-	4,6	-

Fonte : Banco Central e IBOPE.

Como se vê, pela Tabela 6, a partir de 1983 há o início da transferência de recursos para o exterior que reduziu o nível de investimento em relação ao FIB em torno de 6% (de 23% para 16%). A remessa maciça de recursos, a partir daí, imprimiu restrições duras ao desenvolvimento econômico ²⁰ :

- reduzindo a capacidade de importação, prejudicando a modernização e a competitividade do setor industrial.
- criando problemas financeiros ao setor público, que necessita absorver os saldos comerciais positivos, através do crescimento da dívida pública e pela expansão da base monetária, ²¹
- reduzindo os recursos disponíveis ao investimento e, em decorrência comprometendo o potencial de crescimento da economia.
- reduzindo a oferta de alguns produtos no mercado doméstico, cria movimentos especulativos nos estoques e produz impactos inflacionários.

Entre 1984 e 1986, o Brasil obteve expressivas taxas de crescimento econômico, ainda que com transferências reais em torno de 5% do FIB, num primeiro momento chegando a sugerir que o problema das transferências externas estivesse resolvido, pois a economia teria condições de gerar excedentes na balança comercial, sendo o problema agora

²⁰ Batista Jr, P.N. (1987) detalha pormenorizadamente os custos da transferência de recursos para o exterior.

²¹ Ver Cardoso, E. e Reis, J.E. (1986).

apenas o do equilíbrio interno ²². Entretanto esta recuperação se baseou apenas na utilização da capacidade ociosa acumulada durante o período recessivo.

Com a queda da capacidade ociosa, e com o nível de investimento deprimido poderia-se concluir que não seria possível a perpetuação do crescimento a longo prazo, com taxas compatíveis aos padrões históricos (em torno de 7%).

A equação 12, nos dá subsídios para analisar o crescimento económico em países com elevada dívida externa, permitindo uma separação clara entre os determinantes da acumulação de capital que estão amplamente controlados por política económica (poupança interna e relação capital/produto), e aqueles que estão sob controle externo (transferência de recursos).

No que se refere a política doméstica, pode-se dizer que há, devido aos sofríveis indicadores sócio-económicos, impossibilidade de elevação na taxa de poupança interna. No

²². Este argumento foi utilizado por Castro, A.B.C. e Souza, F.E.P. (1985:8) : " ... Em 1974 a economia brasileira foi levada a ingressar num largo período de marcha forçada. De início ela se traduz, basicamente, na sustentação de taxas de investimento excepcionalmente elevadas, não obstante as dificuldades trazidas pela crise. Mais adiante, e já então em pleno período recessivo, os resultados da marcha forçada começam a surgir sob a forma de (surpreendente) melhoria no Balanço de Pagamentos - atribuída em regra, equivocadamente, à política económica dos anos 80. A retomada do crescimento, sob o impacto dinamizador do saldo comercial, seria o próximo efeito das mudanças direta ou indiretamente promovidas pela marcha forçada. "

curto prazo é muito inviável que haja alteração na relação capital/produto, já que esta depende da capacidade ociosa da economia, da ampliação da capacidade produtiva e do prazo de maturação dos investimentos. Assim a grande fonte da taxa de crescimento do produto seria a redução da transferência de recursos ao exterior.

Como exercício, pode-se ter pela equação 12, para se obter um crescimento sustentado de 7,5% aa, com uma poupança de 22% do PIB e para uma relação capital-produto igual a 3, a transferência para sustentar o crescimento a longo prazo deveria ser de 0,5% do PIB. Como a remessa tem sido superior, é inegável que a mesma tem tido um peso preponderante na estagnação econômica brasileira.

Apesar do país estar transferindo cerca de 5% do PIB, a taxa de crescimento deveria se situar em torno de 5,7%. O que não é comprovado pelo desempenho obtido pela economia do país, durante os últimos anos. Qual seria a razão?

A deterioração das contas públicas, pelo ajuste econômico e pela necessidade de saldos positivos na balança comercial, que acabou elevando o nível de endividamento e a taxa de inflação. Com isso, deprimiu-se o investimento privado e distorceu-se o sentido da relação capital/produto. A própria situação incerta da economia acaba desorganizando-a, através da distorção na alocação dos fatores de produção, da alimentação da especulação e do conflito distributivo.

3. O DESEQUILÍBRIO FINANCEIRO DO SETOR PÚBLICO.

" Com a crise da dívida reduziu-se drasticamente o acesso do setor público brasileiro àquela que vinha sendo a sua principal fonte de financiamento desde os anos 70. O colapso do crédito externo, combinado com a inviabilidade prática de reduzir com a mesma velocidade e na mesma medida, as necessidades globais de financiamento público, isto é, há uma rápida e desestabilizadora substituição de crédito externo por fontes internas de financiamento. Este processo reforçou a aceleração inflacionária e conduziu à um acentuado crescimento da dívida interna."

Batista Jr., P.N. (1989:71)

As palavras de Batista Jr. resumem perfeitamente o processo que elevou significativamente a dívida do setor público, gerando o seu desequilíbrio financeiro e ameaçando a própria continuidade do pagamento da dívida interna. Este item tentará descrever a crise fiscal que enfrenta o setor público, que indubitavelmente tem sido a maior causa para a crise da economia brasileira durante a década de 80.

A crise fiscal é o desequilíbrio financeiro estrutural do setor público, que não consegue se financiar, apresenta duas dimensões :

- 1) uma de fluxo (receitas versus despesas) ou a do déficit público.
- 2) uma de estoque que é caracterizada pelo excessivo volume da dívida pública interna e externa.

Este item abordará o desequilíbrio financeiro e estrutural do setor público. Para tal estará subdividido em duas partes: a primeira trabalhará com o déficit público e com a capacidade de poupança do setor público (componente fluxo). Já a segunda, examinará as consequências do elevado nível de endividamento (componente estoque).

3.1 A DIMENSAO FLUXO

3.1.1. CONCEITOS DE DEFICIT PUBLICO

Como se afirmou acima, o déficit público é uma das dimensões da crise fiscal que assola a nossa economia. O déficit representa a contabilização das despesas e receitas do governo, todavia existem inúmeros conceitos de déficit público. Surge então, uma questão ou a da avaliação do melhor o conceito de déficit público para a realidade brasileira.

Esta questão tem sido tema das mais calorosas discussões acerca da economia brasileira, principalmente nas metas a serem alcançadas durante os planos de estabilização. Por isso, é de extrema importância a compreensão dos conceitos e das implicações dos mesmos sobre a teoria econômica.

Todos os conceitos partem da identidade que representa a restrição orçamentária do governo, entretanto numa realidade inflacionária, como a brasileira, é inexorável que se deflacione corretamente os itens que compõem a restrição, pois só assim ter-se-á o déficit correto em termos reais. Antes de se iniciar a análise, é importante também que se

tenha em mente que qualquer conceito utilizado apenas representará relações *ex-post*, isto é, a contabilização de receitas e despesas realizadas do período considerado e jamais expressará qualquer relação de causalidade entre os componentes da identidade.

A restrição orçamentária do governo relaciona as despesas e as receitas do setor público. De uma forma simples e considerando um modelo contínuo :

$$G = T + i.DT = M' + DT' \quad (13)$$

Onde: as despesas do governo (G) se dividem entre gastos diretos e transferências ao setor privado. Os gastos diretos, por sua vez, se dividem entre investimento (formação de capital fixo) e gastos em consumo (compras de bens e serviços e gastos com pessoal)..

Os encargos financeiros sobre a dívida pública ($i.DT$) representam as despesas que o governo tem com a sua dívida total (interna e externa).

Todas as despesas devem ser cobertas mediante a tributação (T) e/ou expansão da base monetária (M') e/ou elevação do estoque da dívida pública (DT').²³

²³. $DT' = dDT/dt$ e $M' = dM/dt$.

Dividindo-se a equação 13 pelo índice geral de preços (P), obtém-se o déficit em termos reais: ²⁴

$$(G/P) = (T/P) + 1 \cdot (DT/P) = (M^*/P) + (DT^*/P) \quad (14)$$

Admitindo-se que o déficit seja financiado apenas por expansão monetária: ²⁵

$$(M^*/P) = (M/P)^* + p \cdot (M/P) \quad (15)$$

Onde p é a taxa de inflação.

A equação 15 nos dá a receita total ²⁶ obtida pelo governo, graças ao seu monopólio da emissão de moeda legal. Como se pode ver, o montante apurado depende da quantidade de moeda demandada pelo setor privado e apresenta dois componentes:

- um que mede a variação do estoque real de moeda demandada pelo setor privado ou $(M/P)^*$.

²⁴. O lado esquerdo da equação aponta o impacto do governo sobre o nível de demanda agregada, já o lado direito dá indícios para a análise da influência do governo sobre a riqueza do setor privado.

²⁵. A equação 15 foi obtida da seguinte forma:

$$d(M/P)/dt = M^*/P - (M/P) \cdot (dP/dt) \cdot (1/P)$$

Como $p = (dP/dt) \cdot (1/P)$, reordenando-se:

$$(M^*/P) = (M/P)^* + p \cdot (M/P)$$

²⁶. Essa receita é denominada *senhoriagem real*.

- um outro que mede a reposição do valor do estoque de moeda (denominado imposto inflacionário) ou $p \cdot (M/P)$.

Uma análise desatenta da equação 15 indicaria que uma maior taxa de inflação levaria a uma maior receita para o governo, entretanto isso só ocorrerá quando os agentes econômicos mantiverem o saldo dos seus encaixes reais ou a sua demanda real por moeda. Como se sabe, a elevação da inflação aumenta o custo de oportunidade em se reter moeda. Assim, a demanda por moeda depende da taxa de inflação e os agentes econômicos tenderão a diminuir os seus encaixes reais sempre que a taxa de inflação se elevar. Quando demanda por moeda cair pode-se ter a queda da receita de senhoriagem arrecadada.²⁷

A outra forma de financiamento dos gastos do governo é mediante o aumento da dívida pública, ou :

$$(DT'/P) = (DT/P)' + p \cdot (DT/P) \quad (16)$$

A primeira parcela do lado direito, da equação acima, representa a variação real do estoque da dívida interna

²⁷. A análise clássica do financiamento do déficit do governo é feita por Cagan, P. (1956), quando descreveu a dinâmica das hiperinflações. No artigo Cagan determina que a demanda por moeda dependia da expectativa inflacionária dos agentes econômicos. Com base neste trabalho foram realizadas no Brasil algumas estimativas da equação de demanda por moeda, entre estas : Cardoso, E. (1981) e Dall'acqua, F. (1989). Há uma análise, nesse trabalho, do modelo de Cagan na seção referente a dinâmica da inflação.

pública e a segunda a desvalorização do mesmo durante o período. Todavia como o governo tem que pagar juros nominais (i) sobre o estoque da dívida (DT), nem sempre a mesma terá o seu montante real reduzido pela inflação. O efeito total da inflação sobre o estoque de dívida real (A) será :

$$A = (i - p) \cdot (DT/P) \quad (17)$$

Como se vê, o efeito dependerá da diferença entre a taxa de juros nominal paga e inflação do período (i-p) ou melhor só haverá desvalorização do estoque da dívida real quando a taxa de juros real for negativa (i < p).

Substituindo-se as equações 15 e 16 na 14 :

$$(B/P) = (T/P) + (i-p) \cdot (DT/P) = (M/P)' + (DT/P)' + p \cdot (M/P) \quad (18)$$

Dividindo-se a equação acima, pelo produto real (y) e assumindo que não há crescimento real na economia, pode-se obter todos os conceitos de déficit público como porcentagem do PIB. Isto não prejudicará a interpretação dos resultados, já que a divisão é consistente, pois tanto o déficit como o PIB representam variáveis de fluxo.

Déficit Primário (d_p) representa a diferença entre os gastos não financeiros e a receita do setor público :

$$d_p = g - t \quad (19)$$

Onde as letras minúsculas representam proporções do PIB.

Déficit Nominal (d_n) ou Necessidade de Financiamento do Setor Público (nfsp) é o conceito tradicionalmente utilizado pelo F.M.I. :

$$d_n = g - t + i \cdot dt = m' + p \cdot m + dt' + p \cdot dt \quad (20)$$

Com $m' = (M/F)' / y$ e $dt' = (DT/P)' / y$.

O déficit nominal varia diretamente com a taxa de inflação (via taxa de juros nominal), independentemente de qualquer aumento efetivo nos gastos, da taxa de juros real e da queda de arrecadação tributária.

Déficit Operacional (d_o) é o conceito que não incorpora, nos gastos do governo, a parcela referente à correção monetária do estoque da dívida :

$$d_o = g - t + (i - p) \cdot dt = (M/F)' / y + p \cdot m + (DT/F)' / y \quad (21)$$

Déficit Real (d_r) é o conceito que incorpora nas receitas públicas o termo referente ao imposto inflacionário:

$$d_r = g - t + (i-p).dt - p.m = m' + dt \quad (22)$$

DEFICIT PÚBLICO : CRÍTICAS.

A maior controvérsia entre os conceitos apresentados é encontrada na discussão entre déficit nominal e déficit operacional. O conceito operacional, como se viu, exclui a parcela da correção monetária e cambial dos juros nominais, incidente sobre a dívida pública. Economicamente, significa dizer que o custo da inflação é automaticamente financiado pela desvalorização da dívida. O pressuposto básico, desse raciocínio, é que essa correção seja idêntica à inflação. Entretanto, há mais uma hipótese implícita; ou melhor, a de que economia se encontre num equilíbrio estacionário.

Esta hipótese geralmente não é válida no Brasil por causa da aceleração inflacionária e das características do mercado financeiro, onde a remuneração dos títulos públicos²⁹ está atrelada à taxa de inflação passada e onde os índices oficiais da correção monetária e cambial estão

²⁹: Os títulos públicos mais negociados, a partir de janeiro de 1975, foram pós-fixados (indexados), sequencialmente: ORTN, OTN, LEC e LFT. Só a partir do Plano Collor que se começou a utilizar apenas os títulos pré-fixados (LTN).

sempre defasados ²⁹. Nesse contexto pode-se ter uma super- ou sub-correção para a dívida, o que poderia comprometer o conceito de déficit operacional.³⁰

O conceito operacional tem sido refutado pelo F.M.I., como no texto :

" o déficit operacional pode subestimar seriamente as consequências monetárias e sobre a demanda agregada das operações de financiamento do governo. Qualquer que seja a definição do déficit, os requisitos totais de empréstimos em termos nominais, têm que ser financiados e este financiamento tem que ser monitorado num programa para controlar a expansão total do crédito doméstico. "

Fundo Monetário Internacional (1987 :27)

O conceito de déficit nominal é defendido com base no argumento de que os agentes privados teriam em algum grau de

²⁹. O último indexador utilizado foi o IPC do IBGE, que consiste da média de preços coletados entre o dia 16 do mês anterior, até o dia 15 do mês vigente. Exemplificando a taxa de inflação, para o mês t , medida pelo IPC corresponde a : $p_t = (IPC(16/t \text{ a } 15/t-1) / IPC(16/t-1 \text{ a } 15/t-2)) - 1$. Esta expressão corresponde na realidade a inflação do período $t-1$. Assim qualquer indexação a esse índice será sempre defasada.

³⁰. Esse problema ficou evidenciado durante 1989 quando houve uma forte aceleração inflacionária, que deveria subvalorizar o estoque da dívida. Entretanto os agentes econômicos tomadores, ao perceberem o fenômeno, passaram a exigir maiores compensações e a incorporar a expectativa futura de inflação na taxa nominal de juros desejada. Ao proceder desta forma a taxa real de juros (overnight), em 1989, passaria a ser 8,9%, ao invés do inefectivo 34,4%.

ilusão monetária dos juros nominais do estoque da dívida. A correção monetária poderia ser encarada como riqueza/renda real e não como uma reposição feita pelo governo da riqueza real, em títulos, corroída pela inflação. Assim os agentes privados poderiam elevar os seus gastos e, dessa forma pressionar a demanda agregada. Os argumentos em defesa do déficit nominal podem ser rejeitados facilmente. Pois a identidade que o determina é incapaz de captar o impacto macroeconômico dos gastos do governo e da ilusão monetária dos agentes privados. Uma outra crítica encontra-se no fato de que a possível ilusão monetária do estoque da dívida real, só ocorrerá após o financiamento do déficit.

Pela exposição acima para um contexto inflacionário, como o caso do Brasil, o melhor conceito a ser considerado é o do déficit real, pois isola na equação os fluxos de receita e dispêndio do setor público dos estoques de dívida (títulos e moeda). Quando o mesmo estiver zerado, o governo não estará pressionando a demanda uma vez que estará suprindo o setor privado de moeda apenas na medida necessária para acomodar a inflação preexistente.

3.1.2 A CAPACIDADE DE POUPANÇA DO SETOR PÚBLICO.

A capacidade de poupança do setor público é uma outra forma de se medir a componente de fluxo da crise fiscal. Entretanto, essa medida de desequilíbrio financeiro não pode ser comparada com o déficit público, já que as contas nacionais, no Brasil, excluem do setor público as empresas estatais.

A poupança do governo (S_g) é igual à arrecadação tributária do governo (T), menos a despesa corrente do governo, que correspondem aos gastos diretos (pagamentos de salários e compras de bens e serviços) e os encargos financeiros (juros da dívida interna e externa). Sendo G os gastos totais do governo e I_g o investimento público, tem-se:

$$S_g = T - (G - I_g) \quad (22)$$

A capacidade de poupança do setor público é um indicador de poupança e/ou rentabilidade. Mede, basicamente, a viabilidade de autofinanciamento dos investimentos públicos sem que se recorra ao endividamento público.

Assim, quando o governo não conseguir manter o nível de poupança desejado, será obrigado a lançar mão de recursos adicionais do setor privado para realização dos investimentos públicos (via endividamento). As despesas realizadas sem recursos próprios comprometerão a poupança pública futura e conseqüentemente a capacidade de investimento, principalmente pelo fato de que os investimentos governamentais, por sua própria natureza, não produzem retornos financeiros suficientes para cobrir os encargos do financiamento.

3.1.3. A EVOLUÇÃO DAS CONTAS PÚBLICAS NA DÉCADA DE 80.

A tabela 7 permite uma avaliação do péssimo desempenho das contas públicas, principalmente do déficit público e da poupança pública, durante a década de 80. Entre os indicadores :

- tem-se uma acentuada redução do déficit operacional, principalmente a partir da implementação do plano de estabilização do F.M.I., em 1983. Entretanto, a tendência é revertida em 1985, quando o novo governo empossado passa a atender, de forma populista, as pressões sociais emergentes com a transição democrática.

- a partir de 1985, o governo passa a elevar as despesas com pessoal e com a compra de bens e serviços (este último passa de 2,9% entre 1980-84 para 3,7% do PIB entre 1985-1988).

- há uma queda da arrecadação bruta, que é extremamente baixa se comparada com a dos países industrializados (cerca de 22% contra 30 e 40% do PIB).

- há uma expressiva redução na poupança pública, que obrigou o governo a endividar-se internamente e acabou aumentando pesadamente as despesas financeiras do setor público.

- há uma expressiva redução da arrecadação tributária real, motivada pelo elevado nível inflacionário e pela defasagem temporal, entre o fato gerador e o recolhimento do tributo (efeito Oliveira-Tanzi). ³¹

³¹. Ver Tanzi, V. (1977). Para o Brasil ver Barbosa, F.H. (1987), onde se investiga o efeito da inflação sobre a arrecadação tributária e chega a fazer estimativas de equações para impostos.

TABELA 7 : Contas Públicas (em % Do PIB) - 1979-1989.

ANO	CARGA TRIBUT.	DESP. PESS.	JUROS *	FOUP.	D. OPER. *
1979	24,3	6,9	-	3,8	8,3
1980	24,2	6,2	-	2,2	6,7
1981	24,6	6,5	-	2,3	6,0
1982	26,2	7,3	-	1,8	7,3
1983	24,7	6,5	6,7	0,6	4,4
1984	21,6	5,6	7,2	0,8	2,7
1985	22,0	6,8	6,9	0,3	4,3
1986	24,3	7,0	5,1	1,9	3,6
1987	22,6	7,7	4,6	-1,2	5,5
1988	22,1	7,8	5,6	-1,9	4,3
1989	-	-	12,3	-	12,4(6,9 **)

Fonte : Banco Central.

* estas colunas incluem as empresas estatais.

** o déficit operacional é calculado deduzindo-se a correção monetária e cambial da dívida no período. Calcula-se como referência a variação do IPC do período. Entretanto com a forte aceleração inflacionária ocorrida, durante o ano de 1989, o Banco Central utilizou o conceito $IPC(t+1)$, já que este efetivamente representa a inflação do período t. Assim o déficit operacional seria igual a 6,9% e não 12,4% do PIB.

3.2 A DIMENSAO ESTOQUE.

3.2.1 A INSTABILIDADE DA DIVIDA PUBLICA INTERNA.

A seção anterior mostrou a deterioração das contas públicas, durante a década de 80 e apontou como uma das causas a acentuada elevação das despesas financeiras. O crescimento da dívida passa a ter componente autónomo que pode tornar insustentável a dívida pública, que já é elevada. Isto, certamente pode levar à insolvência governamental e à hiperinflação.

Desta forma é necessário, que se determine as condições para que a trajetória da dívida seja estável. Para tal utilizaremos as fontes de financiamento, na restrição orçamentária do governo, como variações contínuas :

$$DP + i.B + i*.E.D = M' + B' + E.(D'-R') \quad (23)$$

Onde :

DP é o déficit primário, i.B são os juros pagos sobre a dívida interna, i*.E.D são os juros pagos sobre a dívida externa, E é a taxa de câmbio nominal, M' é a variação da

base monetária, B' é a variação da dívida interna e R' é a variação no nível de reservas internacionais.

Se W for o resultado das operações do governo com o exterior, temos :

$$W = i \cdot E \cdot D + E \cdot (R' - D') \quad (24)$$

Substituindo-se 24 em 23 :

$$DF + i \cdot E + W = M' + B' \quad (25)$$

Deflacionando-se a equação 25 :

$$(DF/P) + i \cdot (E/P) + (W/P) = (M'/P) + (B'/P) \quad (26)$$

Sendo P o nível de preços. Pela equação 15 :

$$(M'/P) = (M/P)' + (M/P) \cdot p$$

Analogamente :

$$(B'/P) = (B/P)' + (B/P) \cdot p$$

Com p igual a taxa de inflação.

Admitindo-se que a política monetária seja passiva ³², ou seja, o governo só consegue expandir a moeda ao mesmo ritmo da inflação :

$$(M/P)' = 0$$

Sendo r a taxa de juros real, pode-se calcular a taxa nominal de juros como $i = r + p$ ³³ e utilizando-se as definições acima, tem-se :

$$(B/P)' = (D/P) + (W/P) + r \cdot (B/P) - (M/P) \cdot p \quad (27)$$

Dividindo-se a equação acima pelo produto real (y) e designando-se as proporções em relação ao produto com letras minúsculas :

$$(B/P)' / y = d_p + w + r - p \cdot m \quad (28)$$

³². Os economistas estruturalistas acreditam, que a oferta monetária seja passiva, ou seja, o Banco Central expande a base monetária apenas para manter a quantidade real de moeda constante, de modo a impedir uma crise de liquidez. Assim a expansão monetária simplesmente acompanha a elevação dos preços e é um fator sancionador da inflação como definem Eresser Pereira, L.C. e Nakano, Y. (1984).

³³. Isto não seria perfeitamente válido se utilizássemos um modelo discreto, pois corresponderia a uma aproximação. Caso feita, desprezar-se-ia o termo cruzado $r \cdot p$, que geralmente apresenta reduzida magnitude em países com economias estabilizadas. Entretanto, para países com elevado nível inflacionário, esta aproximação poderá apresentar problemas. Assim, deve-se tomar cuidados na formulação de modelos empíricos. Como aqui, a nossa atenção é apenas teórica, a aproximação não distorcerá as conclusões.

Mas $[(B/P)/y]' = (B/P)'/y - (B/P) \cdot (y'/y)$; com (y'/y) igual à taxa real de crescimento da economia (n). Assim :

$$(B/P)'/y = b' + b \cdot n \quad (29)$$

Substituindo-se 29 em 28 :

$$b' = (r-n) \cdot b + d_p + w - p \cdot m \quad (30)$$

A equação acima, nos possibilita algumas conclusões :

- a dívida pública crescerá quando a diferença entre a taxa real de juros e a taxa de crescimento real da economia for positiva.
- o crescimento da dívida pública interna está relacionado com o valor do déficit primário(d_p) e com o resultado das operações do governo com o exterior(w).
- o crescimento estará inversamente relacionado à arrecadação do imposto inflacionário.

A equação 30 é uma diferencial de primeira ordem, que possui a seguinte solução ³⁴ :

$$b(t) = [b(0) - q/(n-r)] \cdot e^{-(n-r)t} + q/(n-r) \quad (31)$$

Onde e é um número que equivale aproximadamente a 2,718. Com $q = d_p + w - p \cdot m$ e t expressa a variável

³⁴ Para se compreender a resolução de modelos dinâmicos ver George, D.A.G. (1988 :82-112).

tempo. Já $q/(n-r)$ é o valor de longo prazo (steady-state) da razão dívida/PIB. Entretanto o equilíbrio de longo prazo só será atingido, quando o crescimento real da economia for maior que a taxa real de juros, ou quando $n > r$.

A equação 30 nos permite determinar a dinâmica do endividamento em relação à taxa de inflação. Assim não haverá crescimento do estoque da dívida pública ($b' = 0$), quando o governo conseguir financiar o seu déficit ($d_p + w$), através do imposto inflacionário. Para isto, teremos uma taxa de inflação de equilíbrio :

$$p^* = \{[(r-n) \cdot b^* + d_p + w]/m\} \quad (32)$$

Onde (b^*, p^*) é a combinação do estoque de dívida pública interna e da taxa de inflação que faz $b' = 0$. Isto pode ser visto através de um diagrama de fases (Figura 7).

Como a taxa real de juros tem sido, em geral, muito superior a taxa de crescimento da economia, a curva $b' = 0$ terá declividade positiva. Pontos acima da curva mostram que a receita proveniente do imposto inflacionário é maior que as necessidades de financiamento do governo. Assim, a dívida pública diminui ao longo do tempo. Pontos abaixo refletem uma situação inversa, ou seja, o imposto inflacionário é incapaz de cobrir totalmente o déficit. Desta forma, é necessária a expansão da dívida.

A figura 8, nos dá indícios da trajetória extremamente explosiva do endividamento público, durante os anos de 1988 e 1989, quando a taxa real de juros esteve muito acima a taxa de crescimento econômico. Através da mesma, pode se ver que a política monetária restritiva adotada com vistas o controle da inflação poderia levar à insolvência do setor público, ao repúdio da dívida e muito provavelmente à hiperinflação.

FIGURA 2
DIAGRAMA DE FASES
DA DÍVIDA PÚBLICA INTERNA

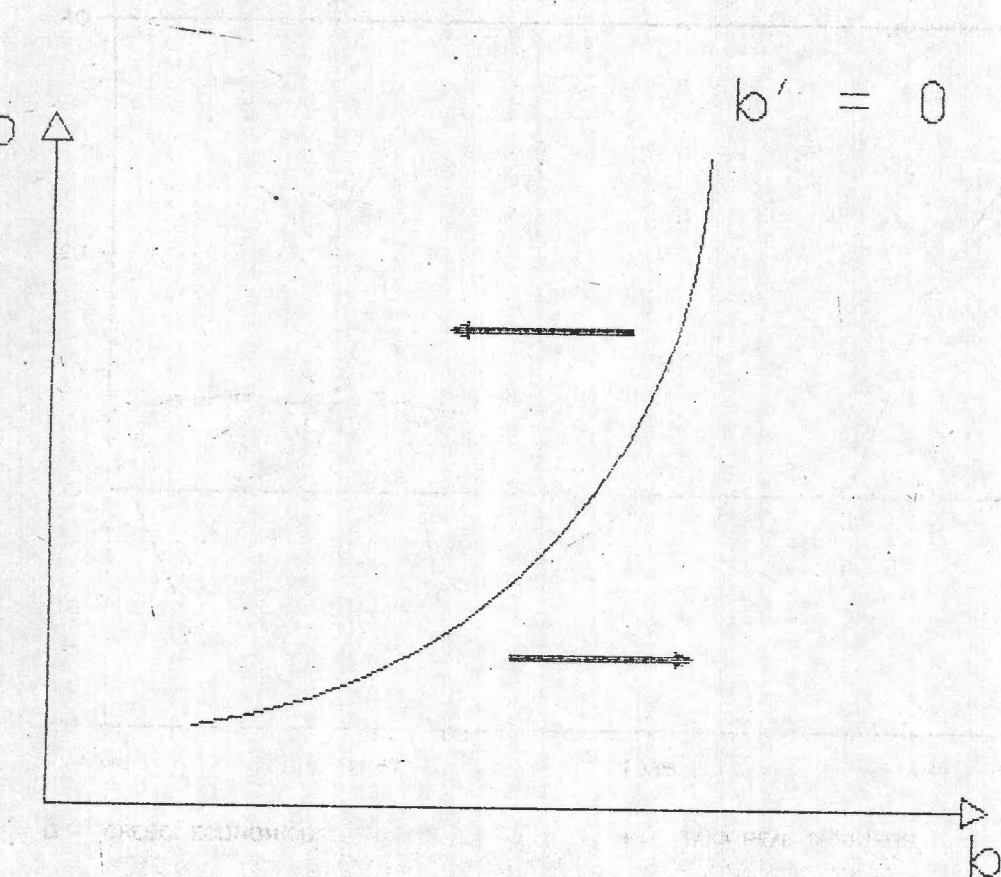
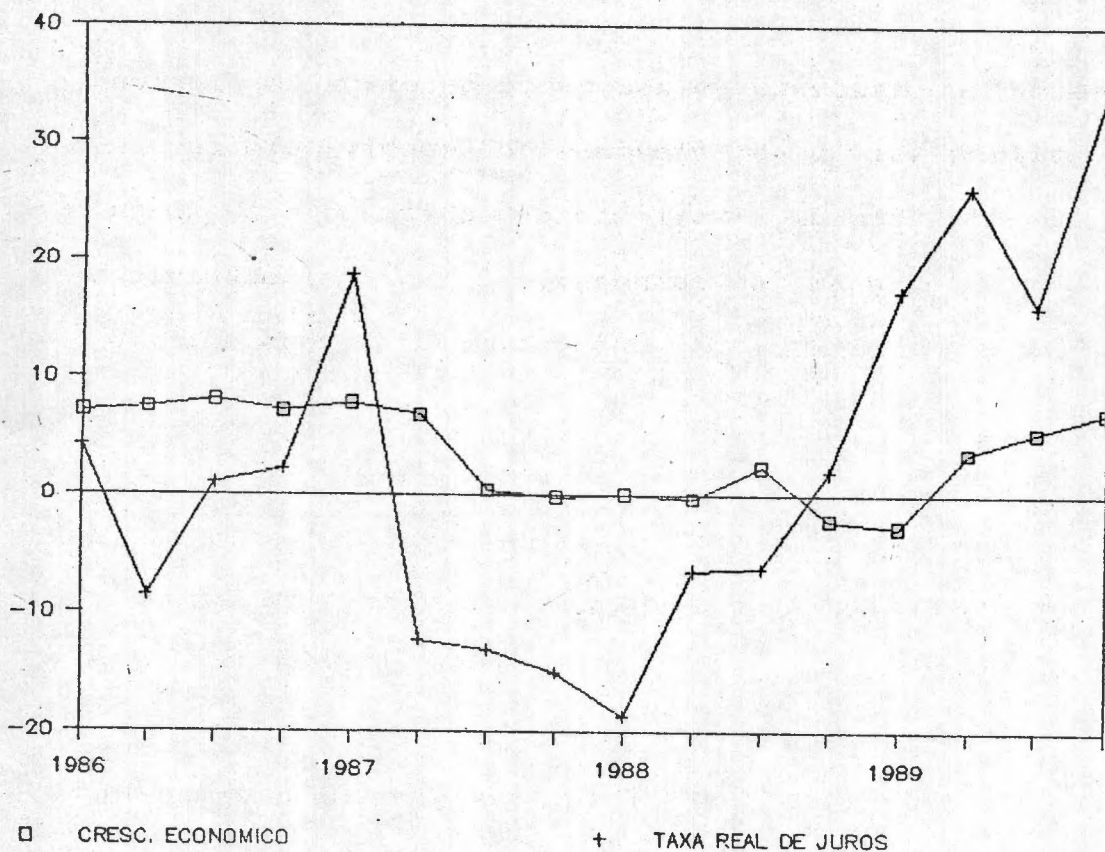


FIGURA B
TAXA REAL DE JUROS (r)
X TAXA DE CRESCIMENTO
ECONOMICO (n) - 1986-1989



Fontes: Banco Central, Conjuntura Econômica e Taxa de Juros no Brasil, São Paulo, Análise Editora, 1989.

Obs: as taxas representam as variações acumuladas em 12 meses. A taxa real de juros foi calculada pelo deflacionamento das taxas de financiamento dos títulos públicos (overnight), tendo o IGP-DI da FGV como deflator.

3.2.2 O ESTREITAMENTO NA EXECUÇÃO DA POLÍTICA ECONÔMICA.

O alto grau de endividamento acumulado pelo governo nos últimos anos tem dificultado o ajuste das contas públicas. Assim qualquer tentativa de redução do déficit público mediante o corte de despesas e elevação de receitas, tem pequena efetividade no controle da dívida pública. Aqui se procurará especificar a maneira como este elevado nível de endividamento tem restringido a margem de manobra de política econômica do governo.

A principal razão é o aumento da despesa corrente de juros que, por sua vez, é função direta da taxa média de juros incidente sobre a dívida e do tamanho da mesma. Como tanto a forma da rolagem da dívida, quanto o custo do seu financiamento dependem das expectativas dos agentes privados, o governo terá dificuldades em manter as rédeas da dinâmica da dívida pública, o que comprometerá a execução da política econômica.

Para se compreender o estreitamento da margem de manobra do governo, deve-se fazer uma análise baseada na

restrição orçamentária, porém agora através de um modelo discreto.³⁵

$$DP + i.B_{-1} + i^*.E.D_{-1} = Var(C) + Var(B) + E.Var(D) \quad (33)$$

No primeiro membro da identidade temos : DP igual ao déficit primário do setor público, $i.B_{-1}$ igual aos juros pagos sobre a dívida interna, $i^*.D_{-1}$ igual aos juros pagos sobre a dívida externa (E é a taxa nominal de câmbio). Já o segundo membro apresenta algumas modificações, sendo : $Var(C)$ a criação doméstica de crédito, $Var(B)$ a captação de recursos internos, $Var(D)$ é a captação de recursos externos.³⁶

A restrição das autoridades monetárias, por sua vez, pode ser escrita como :

$$Var(C) = Var(M) - E.Var(R) \quad (34)$$

Onde $Var(R)$ é a variação de reservas internacionais.

As contas externas são representadas por :

$$E.Var(R) = E.NX - i^*.E.D_{-1} + E.[Var(D) + Var(I_m)] \quad (35)$$

³⁵ O modelo é semelhante ao utilizado por Cardoso, E. e Reis, E.J. (1986); Braga, C.A.P., Melch, J.H. e André, P.T. A. (1987) ; Batista Jr, P.N. (1989).

³⁶ $Var(I) = I - I_{-1}$, sendo I uma variável aleatória.

Onde NX é o saldo na balança comercial de bens e serviços e I_e é o investimento externo líquido.

Definido-se :

$p = [(P/P_{-1}) - 1]$ é a taxa de inflação (P é o índice de preços).

$j = [(E/E_{-1}) - 1]$ é a taxa de desvalorização cambial.

$r = [(1+i)/(1+p) - 1]$ é a taxa real de juros.

Para se prosseguir a análise, utiliza-se algumas hipóteses simplificadoras, que refletem a realidade na evolução das contas externas do Brasil. Admite-se o pagamento dos juros da dívida externa como igual ao saldo da balança comercial adicionado aos investimentos externos e à variação do estoque da dívida :

$$E \cdot NX + E \cdot [V_{ar}(D) + V_{ar}(I^*)] = i^* \cdot E \cdot D_{-1} \quad (36)$$

Na realidade, este equilíbrio se traduz em :

$$E \cdot V_{ar}(R) = 0 \quad (37)$$

Substituindo-se 37, 36, 35 e 34 em 33 :

$$DP + i \cdot B_{-1} + i^* \cdot E \cdot D_{-1} = V_{ar}(M) + V_{ar}(B) + E \cdot V_{ar}(D) \quad (38)$$

Deflacionando-se a equação 36 e utilizando-se as definições acima :

$$\frac{DP}{P} + r \cdot \frac{B_{-1}}{P_{-1}} + \{ [(1+i^*)(1+j)/(1+p)] - 1 \} \cdot \frac{E_{-1} \cdot D_{-1}}{P_{-1}} = \quad (39)$$

$$V_{ar}(M)/P + (B/P - B_{-1}/P_{-1}) + E \cdot D/P - E_{-1} \cdot D_{-1}/P_{-1}$$

A equação 39, nos diz que o déficit nominal é financiado pela receita de senhoriagem ou através de contração de dívida externa ou interna. Dividindo-se a equação 39 por y , pode-se ter as variáveis como proporção do PIB ($Y = P \cdot y$), com $d = E \cdot D/Y$ e $b = B/Y$. Sendo n a taxa de crescimento real da economia ou $n = (y/y_{-1}) - 1$.

$$d_p + [r - n/(1+n)] \cdot b_{-1} + \{ [(1+i^*)(1+j)/(1+p)(1+n)] - 1 \} \cdot d_{-1} = \quad (40)$$

$$V_{ar}(M)/Y + V_{ar}(b) + V_{ar}(d)$$

A equação 40, permite tirar algumas conclusões, acerca do déficit orçamentário. Este será maior :

-quanto maior for a diferença entre a taxa de juros real média interna e a taxa de crescimento do produto real.

-quanto maior for a diferença entre a taxa de juros sobre a dívida externa e a taxa de crescimento do produto real.

-quando a política cambial for mais agressiva ($j > p$).

Este déficit, porém, seria financiado através da receita de senhoriagem ($V_{ar}(M)/P$) e/ou da expansão da dívida ($V_{ar}(b)$ e $V_{ar}(d)$).

Admitindo-se que a desvalorização cambial acompanhe a taxa de inflação interna e que a relação dívida/PIB permaneça constante ($V_{ar}(b)$ e $V_{ar}(d)$ iguais à zero), tem-se :

$$s_p = [r-n/(1+n)] \cdot b_{-1} + [(i*-n)/(1+n)] \cdot e_{-1} \cdot d_{-1} - V_{ar}(M)/P \cdot y \quad (41)$$

Onde s_p é o superávit primário necessário para a estabilização da relação dívida/PIB.

Através das equações acima, pode-se ter uma idéia do ajuste fiscal a ser efetuado, para que a relação dívida/produto permanecesse constante, em 1989. Sabendo-se que :

- o crescimento do produto real, em 1989, foi de 3,6%.
- a relação dívida/produto, em 1988, foi de 29,1% para dívida externa e 25,5% para a dívida interna.
- a receita de senhoriagem, em 1989, foi de 1,27% do PIB. ³⁷

³⁷ A receita de senhoriagem, em 1989, foi calculada da seguinte forma :

$$V_{ar}(M)/P \cdot y = m - ((m_{-1}/(1+n)) + p \cdot m_{-1}/((1+p) \cdot (1+n)))$$

Com $m_{-1} = 1,39\%$, $m = 1,37\%$ do PIB (média anual), $n = 3,6\%$ e $p = 1764,87\%$ (IPC). Fonte Banco Central.

- os juros reais sobre a dívida interna e externa foram em média 34,4% e 9,3%aa respectivamente.³⁸

Pelas contas do Banco Central sabe-se que o superávit primário de 1989 foi de 0,08% do PIB e com os dados acima, na equação 41, chega-se à conclusão de que o ajuste fiscal deveria ser, aproximadamente, de 8,0% do PIB, o que seria impraticável numa economia com tanta carência em investimentos públicos.

A presença de uma dívida pública elevada acaba, pelas condições expostas acima, reduzindo a margem de manobra das políticas monetária, cambial e fiscal. Assim uma política monetária restritiva, com a elevação da taxa de juros interna, interferirá negativamente sobre a situação financeira do setor público. Além disso, como o setor público não exporta volumes significativos, desvalorizações reais das taxas de câmbio, quando não acompanhadas por uma redução dos subsídios e incentivos à exportação e à substituição de importações, acabam alimentando o déficit público. Políticas fiscais convencionais, com uma combinação de cortes de despesas e aumento nas receitas, como foi visto, são de difícil implementação e na prática apenas geram recessão e comprometem a receita pública.

³⁸ Os juros reais da dívida interna foram calculados pelo rendimento do overnight descontando-se o IPC. Já os juros externos foram calculados pela média da LIEOR em 1989. Em 1988, a dívida externa representava 29,1% do PIB e a dívida interna 25,5% do PIB.

4. A DINÂMICA DA INFLAÇÃO.

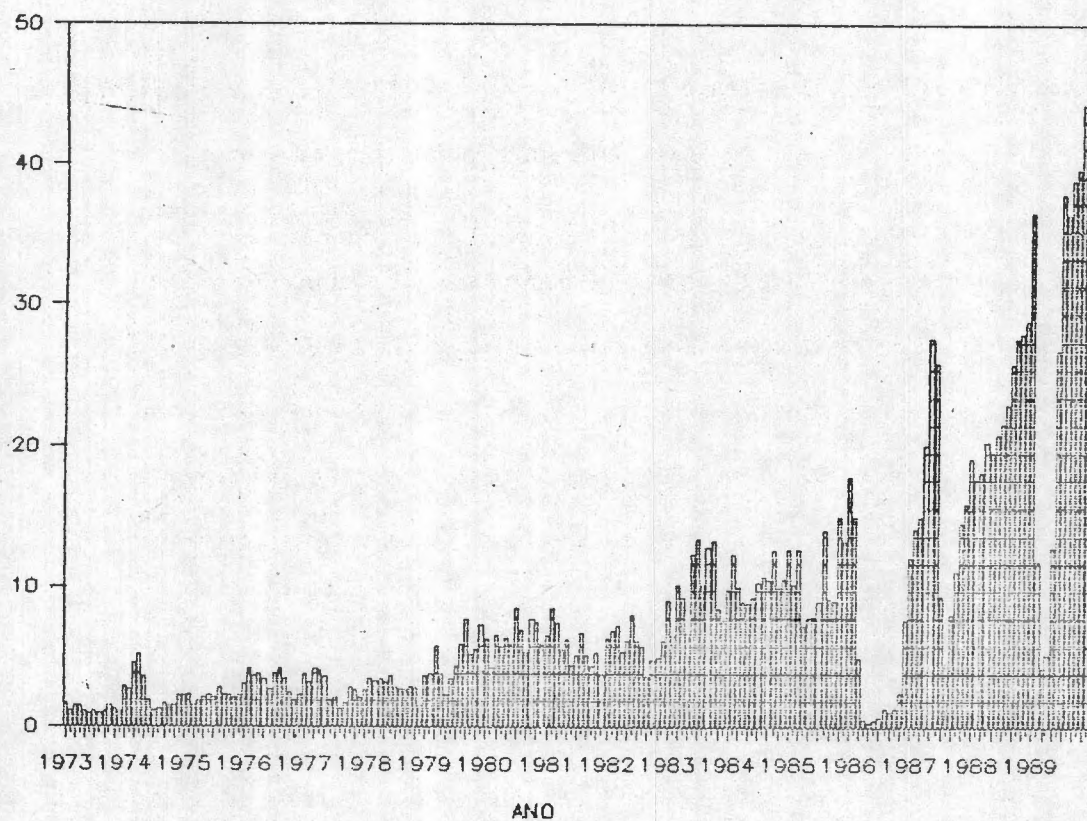
4.1 A EVOLUÇÃO

Este Item está preocupado com a dinâmica da inflação no Brasil, assim inicialmente será apresentada uma descrição da sua evolução e depois será desenvolvido um modelo para a análise da mesma. A partir de meados da década de 70, no Brasil, houve a elevação do patamar inflacionário (ver Figura 9). Vários planos de estabilização foram efetuados, mas infelizmente nenhum logrou.

A primeira elevação do patamar da inflação ocorreu em 1974, quando a taxa anual (medida pelo IGP-DI) saltou de 15,5 % para 34,6 %, tendo como principal razão o choque de oferta do petróleo.

O segundo choque do petróleo, em 1979, a redução à metade do intervalo de indexação dos salários e contratos de aluguéis, a maxidesvalorização do cruzeiro e a manutenção de uma política voltada ao crescimento econômico explicam o salto da inflação para 100 % aa, tal patamar foi sustentado até 1982, ainda que o governo exercesse uma política monetária restritiva e efetuasse cortes no déficit público.

FIGURA 9
TAXA DE INFLAÇÃO MENSAL
(IGP-DI - FGV) = 1973-1989



Fonte : Conjuntura Econômica.

Ao final de 1982, sob a égide do F.M.I., articulou-se um programa de ajustamento externo e de estabilização econômica. O plano fixava metas monetárias e visava eliminar o déficit público, entretanto após uma desvalorização cambial real de 30 % (fevereiro de 1983), tais metas tiveram que ser revistas, já que as anteriores tornaram-se impossíveis de serem cumpridas. Todavia a aceleração da inflação para 211 % aa em 1983 (pelo IGP-DI) tornou inúteis as metas nominais de expansão monetária.

Este nível foi mantido até 1985, entretanto com a redemocratização do país surgiram fortes reivindicações da classe trabalhadora, que agravaram o conflito distributivo e pressionaram a taxa de inflação. Desta forma, em fevereiro de 1986, o governo foi obrigado a implementar um programa de estabilização: o denominado Plano Cruzado.

O Plano Cruzado continha como principais medidas : a introdução de uma nova moeda (cruzado); a desindexação da economia; o congelamento generalizado de preços (por tempo indeterminado); conversão dos salários, aluguéis e prestações do SFH (utilizando-se o valor real médio dos últimos seis meses); utilização de uma tablita para conversão das obrigações contratuais; fixação da taxa de câmbio e um abono salarial de 8 % a todos trabalhadores. O plano tinha como pressupostos básicos a inexistência de pressões aceleracionistas, como : confortabilidade no lado

externo, déficit público zerado e ausência de pressões que visassem a alteração, por parte de trabalhadores e empresários, na distribuição da renda. O plano durou cerca de nove meses, mas logo a inflação voltou a recrudescer explosivamente. Ainda que as intenções iniciais previssessem a utilização de instrumentos fiscais e monetários, houve a prática de uma política econômica populista ³⁹ com uma forte elevação do salário real, valorização cambial, elevação do déficit fiscal e um desequilíbrio nos preços relativos. Com isso tivemos a deterioração do nível de reservas internacionais e a decretação da moratória ⁴⁰, a reversão dos ganhos salariais reais e do crescimento econômico.

Em meados de 1987, o país executou o Plano Bresser, que visava a estabilidade econômica, através da redução do déficit fiscal e da dívida externa e com uma política de rendas (congelamento). O plano continha medidas de natureza fiscal, como a recomposição dos preços e tarifas públicas, a separação do Tesouro Nacional e o Banco do Brasil e a unificação dos orçamentos monetário e fiscal. O rechaçamento de novas medidas que visavam o controle do déficit público por parte do governo obrigou a uma nova troca no Ministério da Fazenda.

³⁹. Para entender o que vem a ser uma política econômica populista, ver Sachs, J. (1988).

⁴⁰. Ver em Batista Jr., P.H. (1988) as razões que levaram o governo à suspender os pagamentos dos juros da dívida externa.

O novo ministro tentou reduzir gradualmente o déficit público, principalmente através de uma política monetária apertada e com a manutenção de uma elevada taxa de juros real. Entretanto tal conduta não funcionou e o que foi pior, deteriorou ainda mais as contas públicas. Como consequência, a inflação manteve uma aceleração positiva, chegando ao nível de 30 % am. Assim, no início de 1989, é implementado o Plano Verão que continha as seguintes medidas: uma nova reforma monetária; congelamento de preços; conversão dos salários com base do salário médio em OTN (durante o ano de 1988); desindexação da economia e a desvalorização cambial (17 %). Novamente o plano fracassou e a taxa de inflação chegou à atingir 73 % am (medido pelo IPC), caracterizando um processo hiperinflacionário, embora não existisse a dolarização total da economia e nem uma crise no abastecimento.⁴²

Este item tentará caracterizar a dinâmica do processo inflacionário brasileiro, atentando inicialmente às interpretações monetarista e estruturalista. Após esta análise montar-se-á um modelo que interprete a dinâmica inflacionária, onde há uma alta dívida pública externa, a ausência de um entendimento social (inflação de conflito) e a indexação formal e informal dos rendimentos (inflação inercial).

⁴²: Bresser Pereira, L.C. (1990) analisa sob o ponto de vista estruturalista o processo hiperinflacionário que a economia brasileira teria enfrentado.

4.2 A VISÃO MONETARISTA

A cadeia da análise monetarista é alicerçada em três elos : o déficit fiscal comanda a expansão monetária, esta por sua vez alimenta as expectativas inflacionárias e que por sua vez determinam o curso da inflação.

O modelo monetarista de financiamento inflacionário do déficit fiscal foi desenvolvido por Cagan (1956) analisando a forma e as condições que envolvem o financiamento do déficit público via expansão monetária e as suas implicações sobre a dinâmica inflacionária.

O modelo despreza a possibilidade do setor público se financiar, por intermédio de endividamento público:

$$DF = (M' / P) \quad (42)$$

Onde :

DF = déficit fiscal real.

M' / P = receita de senhoriagem.

A equação acima determina que o déficit fiscal é financiado através da receita de senhoriagem, que por sua vez, pode ser decomposta em arrecadação de imposto inflacionário e na expansão da base monetária real :

$$DF = (M/P)' + p_*(M/P) \quad (43)$$

O modelo é completado por mais duas expressões : uma que determina as expectativas inflacionárias ⁴² e a outra que estima a demanda por moeda, ou respectivamente :

$$p_*' = b_*(p - p_*) \quad (44)$$

$$(M/P) = c_* \cdot e^{-a_* \cdot p_*} \quad (45)$$

Com :

p_* = taxa de inflação esperada.

p_*' = variação nas expectativas inflacionárias (dp_*/dt).

(M/P) = demanda real por moeda.

a_* , b_* , c_* = constantes positivas.

e = número que equivale aproximadamente a 2,718.

Reordenando-se 45 e 44 em 43, chega-se a :

$$[(1/b) - a] \cdot p_*' + p_* = [DF / (c_* \cdot e^{-a_* \cdot p_*})] \quad (46)$$

⁴² Para se compreender as implicações das mudanças na formação das expectativas inflacionárias sobre a análise monetarista da hiperinflação, ver Evans, J.L. e Yarrow, G.K. (1980).

A equação 46 descreve a trajetória da taxa de inflação esperada. Admitindo-se que a taxa efetiva de inflação seja a igual à esperada ($p=p^*$), pode-se ter a função f que representa a arrecadação de imposto inflacionário :

$$f \equiv \left\{ \frac{M}{B} \right\} : B \equiv .B : E : e^{-a \cdot p} \quad (47)$$

A função f terá o ponto de máxima arrecadação quando $p = 1/a$ e valerá $c/(a \cdot e)$. Graficamente (Figura 10), obtêm-se os possíveis resultados :

1. quando $DF < c/(a \cdot e)$, tem-se duas taxas de inflação de equilíbrio.
2. quando $DF = c/(a \cdot e)$, haverá apenas uma taxa de inflação de equilíbrio.
3. quando $DF > c/(a \cdot e)$, não há taxa de inflação de equilíbrio.

O terceiro caso é o exemplo de uma rota hiperinflacionária, já que o imposto inflacionário é insuficiente para a cobertura do déficit fiscal.

Voltando à dinâmica da taxa de inflação esperada, pode-se obter a condição de estabilidade de Cagan : ⁴³

⁴³ A condição de estabilidade é obtida quando a solução homogênea da equação diferencial, da trajetória da taxa de inflação esperada, tender a zero no longo prazo.

$$a.b < 1 \quad (48)$$

Pode-se ver ainda, que quando o imposto inflacionário for superior ao déficit, p^* será negativo e a taxa de inflação convergirá para p_{*1} sempre que a taxa de inflação esperada for inferior à p_{*2} . Caso contrário, a taxa esperada de inflação crescerá indefinidamente caracterizando, desta forma, um processo hiperinflacionário.

Pelo que foi apresentado, pode-se concluir que o modelo monetarista está fundamentalmente baseado na hipótese de que o financiamento do déficit é feito via expansão monetária, deixando de lado a possibilidade de financiamento dos déficits fiscais por endividamento público. A curva g do Figura 11 sumariza o modelo monetarista e representa uma expressão que iguala a participação do déficit fiscal no produto à taxa de inflação dividida pela velocidade de circulação da moeda (v) :

$$df = p/v \quad (49)$$

Examinando-se a equação 49, poderia-se afirmar que a recente aceleração inflacionária, verificada durante a

***. Dividindo-se ambos lados da identidade $M^*/P = DF$ pela renda real (y) e multiplicando-se e dividindo-se por M o lado direito da identidade, temos :

$$(DF/y) = (M^*/M) \cdot (M/P \cdot y) \text{ ou } df = p/v, \text{ com:}$$

v = velocidade da moeda e a taxa de inflação $p = (M^*/M)$.

década de 80, estaria relacionada com números crescentes para receita de senhoriagem. Entretanto, a evidência empírica não tem confirmado isso.

Assim, é de extrema valia testar a hipótese monetarista, para tal investigaremos o comportamento da variação do estoque da base monetária, no Brasil, como proporção do PIB em relação à variação nas taxas de inflação.



FIGURA 10
A DINÂMICA INFLACIONÁRIA
DA ANÁLISE MONETARISTA

$M/P, p$

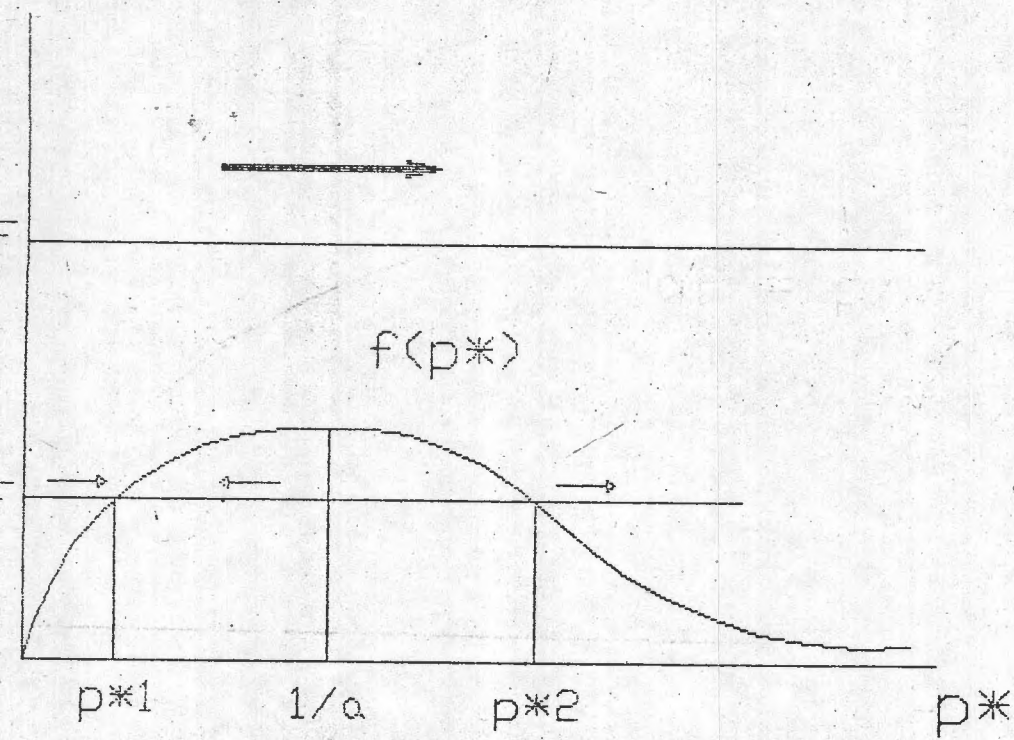
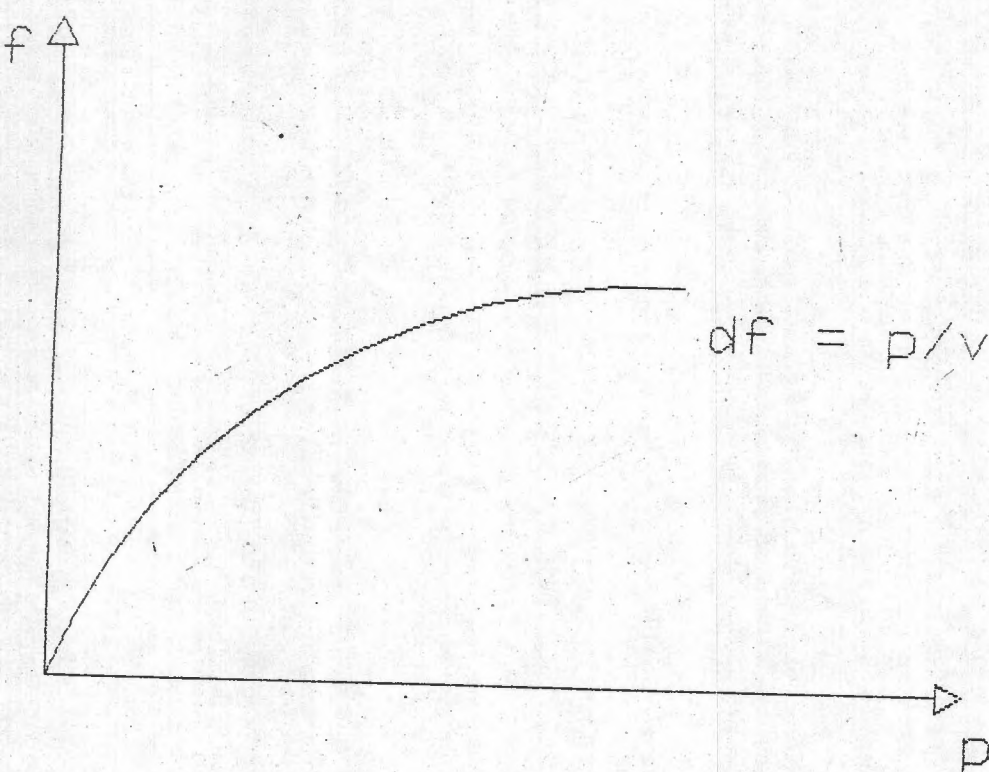


FIGURA 1.1
EL MODELO MONETARISTA DE
FINANCIAMIENTO INFLACIONARIO



Por questão de coerência utilizaremos na simulação dados mensurados em termos médios. Foram analisadas as variações trimestrais médias do estoque da base monetária, como porcentagem do PIB, entre 1980 e 1989. O valor do produto nominal trimestral foi obtido do produto real fornecido pelo IBGE. O índice de preços utilizado foi a variação mensal por trimestre do IGP-DI fornecido pela FGV.

A Tabela 8 apresenta as taxas médias de inflação medidas pelo IGP-DI, no período considerado e a receita do governo com a emissão de moeda mensurada pela diferença entre os estoques médios da base monetária nos trimestres t e $t-1$, como porcentagem do PIB trimestral. Estes dados estão plotados na Figura 11, que tem no eixo vertical a receita com a emissão monetária e no eixo horizontal, as taxas médias de inflação no trimestre.

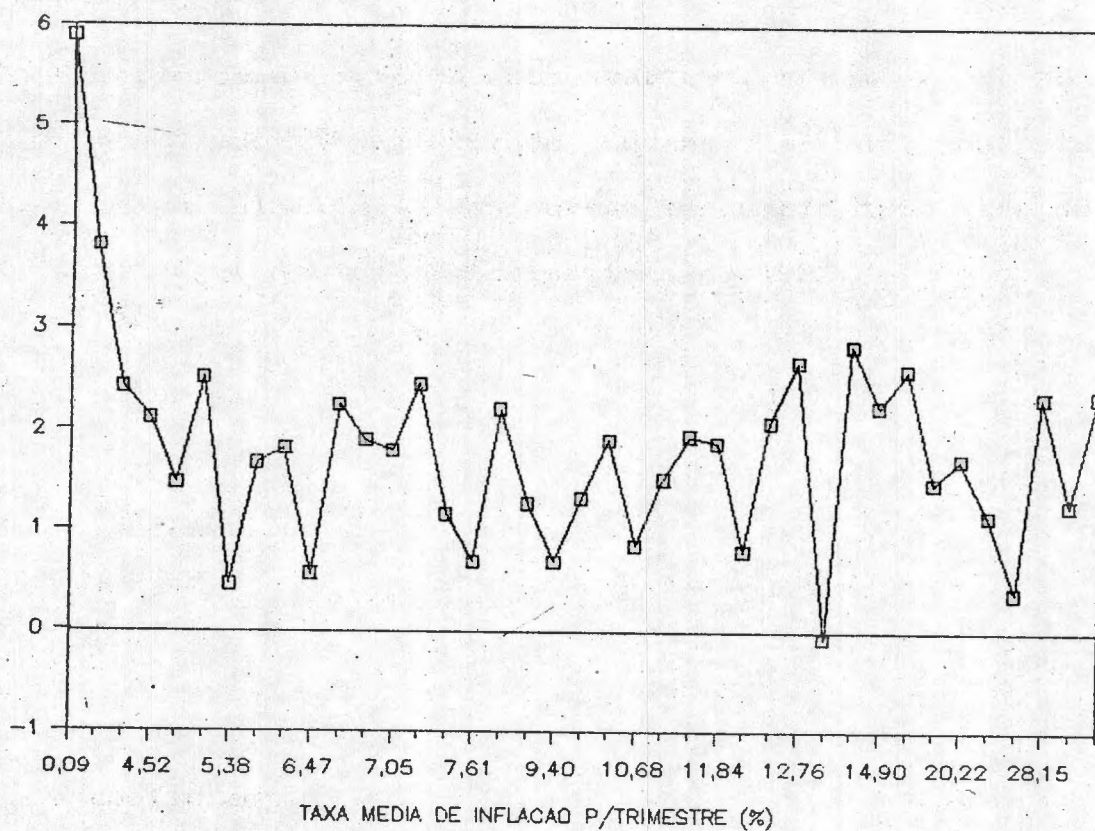
O gráfico sugere que não há correlação entre as variáveis ou que não há alterações significativas na variação da base monetária, exceto para taxas de inflação mensal média inferiores a 5,4%. Isto indica que a senhoriagem do governo é uma variável aleatória (*white-noise*) e independente da taxa de inflação, mesmo para taxas extremamente elevadas.

Tabela 8: Inflação e Receita de Senhoriagem (% do PIB)-
1980- 1989

TRIMESTRE		MEDIA DE INFLAÇÃO (% a.m.)	RECEITA DE SENHORIAGEM (% do PIB)
1980	I	5,68	-
	II	6,04	1,81
	III	6,82	1,89
	IV	7,05	1,79
1981	I	7,43	1,16
	II	5,38	0,46
	III	5,63	1,67
	IV	4,52	2,11
1982	I	6,78	2,25
	II	6,47	0,56
	III	5,19	1,47
	IV	5,30	2,51
1983	I	8,55	2,20
	II	9,40	0,69
	III	12,07	0,79
	IV	9,75	1,32
1984	I	10,68	0,85
	II	9,02	1,26
	III	10,48	1,90
	IV	11,00	1,93
1985	I	11,84	1,87
	II	7,61	0,69
	III	10,68	1,50
	IV	12,40	2,07
1986	I	12,76	2,67
	II	0,09	5,89
	III	1,02	3,82
	IV	3,80	2,42
1987	I	13,71	-0,07
	II	24,51	0,38
	III	7,28	2,45
	IV	13,83	2,84
1988	I	18,32	1,46
	II	20,22	1,70
	III	23,40	1,14
	IV	28,15	2,32
1989	I	17,53	2,59
	II	14,90	2,23
	III	37,76	1,25
	IV	44,45	2,34

Fonte: Banco Central e Conjuntura Econômica.

FIGURA 12
 RECEITA DE SENHORIAGEM (EM %
 DO PIB) X TAXA DE INFLAÇÃO
 (IGP-DI)



Fonte : Banco Central.

O teste consistiu da análise de uma regressão onde a emissão de moeda, em porcentagem do PIB, é a variável endógena. Já a taxa de inflação e uma constante serão as variáveis exógenas. A regressão foi estimada pelo método dos mínimos quadrado ordinários, numa amostra onde foram excluídas 6 observações, correspondentes a taxas de inflação inferiores à 5,4%, 3 observações referem-se ao período de vigência do Plano Cruzado, quando a inflação reduziu-se substancialmente, e as outras ao quarto trimestre de 1981 e aos terceiro e quarto trimestres de 1982.

O resultado obtido foi :

$$\text{Senhor}_t = 0,0145 (4,08) + 0,0095 (0,65) \cdot p_t$$

Com :

- 31 graus de liberdade.
- coeficiente r^2 igual à 0,0135.
- a estatística de Durbin-Watson igual à 1,92.
- os valores entre parênteses iguais às estatísticas t de Student.

A análise da regressão indica, que a variação da base monetária seguiu um processo do tipo *white-noise*, onde :

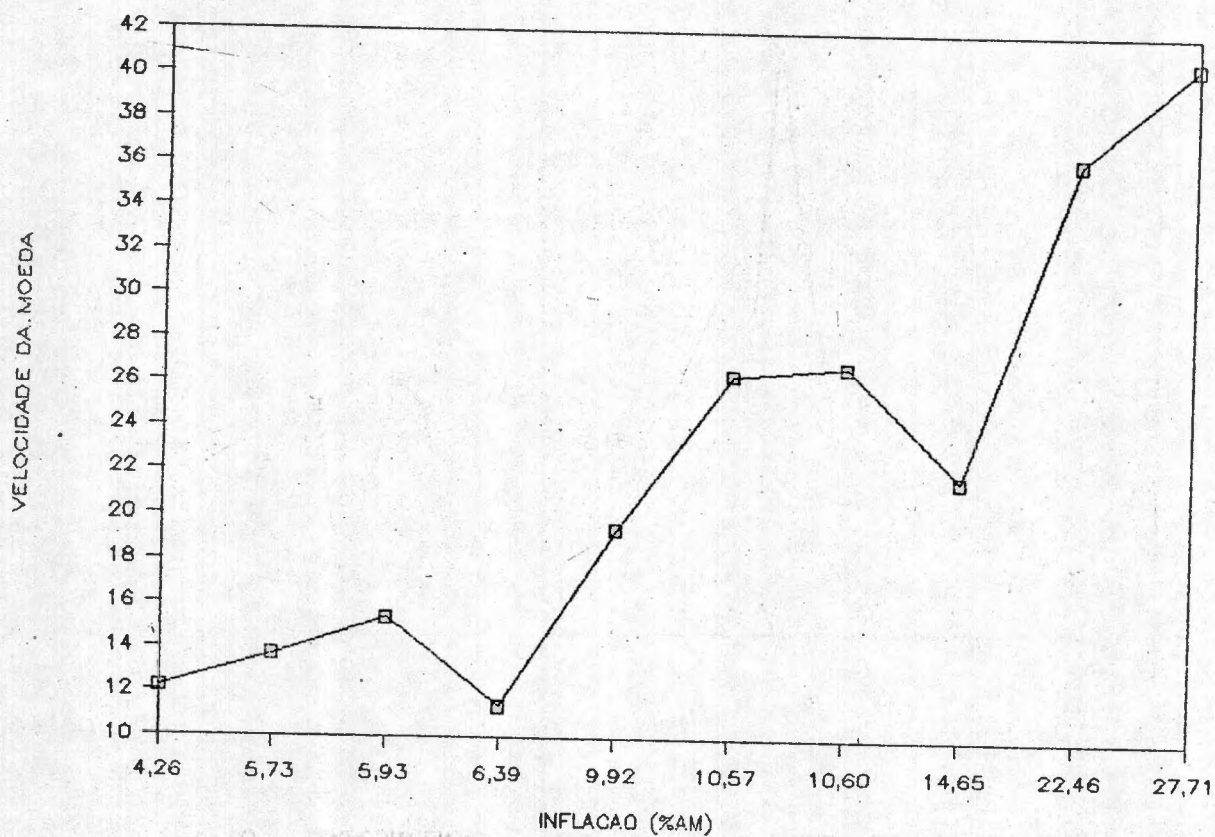
- a constante apresenta o valor médio receita do governo em senhoriagem. A constante vale 1,45% do PIB, e é estatisticamente significativa.
- o coeficiente da variável que representa a inflação é estatisticamente insignificante.
- o coeficiente r^2 baixo nos indica que não há uma alta correlação entre a taxa de inflação e a receita de senhoriagem.
- a estatística de Durbin-Watson é próxima de 2, o que indica a não existência de autocorrelação serial.

A análise indica que a receita média, com senhoriagem, equivale a 1,45% do PIB e não apresenta correlação com a inflação, o que no primeiro instante poderia permitir a refutação do modelo de senhoriagem. Entretanto, ainda que se considere a receita de senhoriagem como constante, pode-se ter uma aceleração da inflação, pois para um mesmo déficit pode-se ter múltiplos equilíbrios. Assim a aceleração da inflação ocorreria através do deslocamento de um equilíbrio com baixa inflação para um equilíbrio com alta inflação (ver figura 10).

Na verdade, o modelo é inapropriado pois a hipótese de preços perfeitamente flexíveis implica (feitos os ajustamentos adequados em relação ao crescimento real da renda real) que a senhoriagem e o imposto inflacionário sejam sempre iguais (exceto quando houver variação da demanda de moeda devido a um crescimento da renda real)⁴⁵. Todavia a evidência empírica mostra que um aumento da inflação eleva a arrecadação do imposto inflacionário, mas também aumenta a velocidade de circulação da moeda e reduz a senhoriagem (ver Figuras 13 e 14). Desta forma o modelo de senhoriagem não funciona para a explicação da aceleração inflacionária no Brasil. A principal razão seria a exclusão dos déficits financiados através da expansão da dívida pública, assim qualquer modelo que deseje interpretar a dinâmica inflacionária brasileira deverá incorporar a influência do mercado financeiro.

⁴⁵ "Por causa da hipótese: que a taxa de inflação é igual à taxa de expansão monetária.

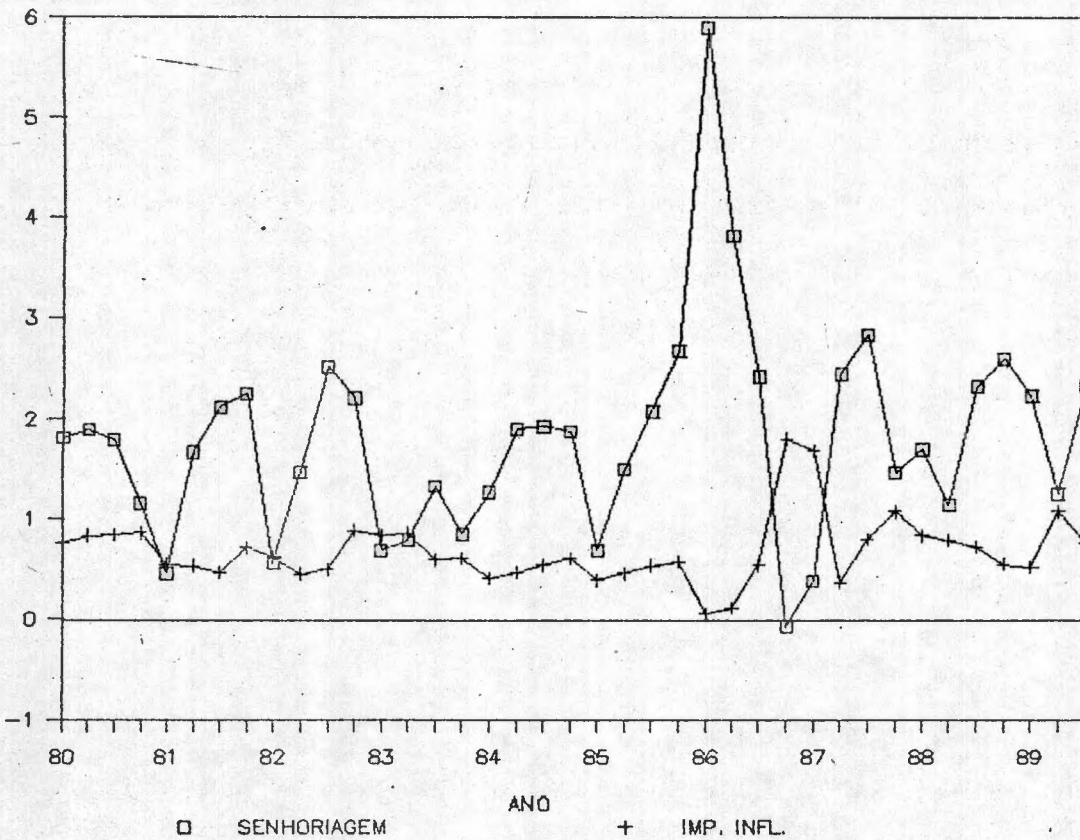
FIGURA 13
INFLAÇÃO (IGP-DI)
X VELOCIDADE DA MOEDA:
1980-1989



Fonte : Banco Central.

Obs: a taxa mensal da inflação é calculada pela média composta.

FIGURA 14
SENHORIAGEM
E IMPOSTO INFLACIONÁRIO (% DO
PIB) : 1980-1989



Fonte : Banco Central.

4.3 A VISÃO ESTRUTURALISTA.

"Inflation is a sign that a capitalist economy is trying to sweep class conflict over distribution of product under the rug."

Taylor, L. (1983:205)

A citação acima caracteriza a importância do conflito distributivo na visão estruturalista ⁴⁶, que veio contrapor a teoria monetarista e que teve como maior mérito a concepção da hipótese da tendência inercial nas economias com inflação crônica.

Como já foi dito, a experiência ortodoxa nos planos de estabilização foi totalmente inócua no que tange à inflação e se limitou a uma leve e passageira redução da inflação e às custas de um forte declínio da atividade econômica e da elevação do desemprego. ⁴⁷

⁴⁶. O que é exposto, na realidade, é uma teoria neo-estruturalista que incorpora o conflito distributivo e o caráter autônomo da inflação (inflação inercial) à idéia de que o processo inflacionário é estrutural. Dentro do grupo desta escola encontramos Arida, P., Bacha, E., Lara Resende, A. e Lopes, F. da FUC(RJ) e Bresser Pereira, L.C. e Nakano, Y. da FGV(SP).

⁴⁷. Kiguel, M.A. e Liviatan, N. (1988) analisam a experiência das políticas ortodoxas de estabilização, em alguns países da América Latina. Segundo eles, cortes no déficit público são insuficientes para o sucesso dos programas.

A maior causa da sustentação da inflação é a rigidez de preços e salários ⁴⁸ que têm como maior fonte o conflito distributivo entre os agentes econômicos, que no curto prazo não aceitariam reduzir suas participações na renda e alimentariam a aceleração dos preços. Já no longo prazo, quando a economia operasse em plena capacidade produtiva, a aceleração da inflação se daria com a elevação da margem de lucro dos capitalistas (*mark-up*) e seria a forma que a economia encontraria para a obtenção da poupança necessária à ampliação do ritmo de crescimento.

Como se viu pela análise monetarista, o curso da inflação é regido pelas expectativas dos agentes econômicos sobre o comportamento do déficit público e da expansão da base monetária. Bastaria, para o controle da inflação, apenas uma sinalização nas políticas monetária e fiscal, de modo que os agentes econômicos mudassem suas perspectivas.

Para os estruturalistas a inflação é um processo que tem como elemento emulador o conflito distributivo e como âncora a inflação passada. A inflação passada seria um fenômeno real que exerce influência sobre a distribuição da renda e compele os agentes econômicos a corrigirem seus preços com a maior rapidez possível, de modo que se

⁴⁸ Taylor, J. (1978) foi pioneiro na introdução, em modelos macroeconômicos, da rigidez dos salários nominais devido aos contratos de trabalho. Para estudar a rigidez de preços, devido à competição monopolística, ver HANKIN, N.O. (1985).

equilibre os preços relativos (via taxas de lucro), caso contrário poderão perder uma fatia na distribuição da renda. Como os reajustes de preços são dessincronizados ao longo do tempo há a dificuldade de compreensão da distribuição da renda, que só pode ser entendida pelo valor real médio (num determinado período) de cada agente econômico. Apenas políticas monetárias e fiscais não funcionariam na redução da inflação, a não ser a custos elevados, já que não desatam os mecanismos de mercado que automatizam o componente inercial da inflação.

Utilizando-se a nomenclatura de Bresser Pereira e Nakano (1984), as implicações do conflito distributivo sobre a inflação são denominadas como fatores mantenedores e criam a rigidez de preços e salários. Prossequindo na análise desses autores, há elementos que podem provocar a aceleração da inflação. Isto pode ser visto na equação de formação dos preços de produção :

$$p = a.(w' - q') + b.s' + m' \quad (50)$$

Onde p representa a taxa de inflação, w' a variação na taxa de salários, q' a variação na produtividade, s' a variação no preço das matérias primas⁴⁹, m' a variação do mark-up, por fim a e b são os coeficientes técnicos.

⁴⁹. Considera-se aqui um só tipo de insumo, que é produzido domesticamente. Caso introduzirmos matérias primas importadas, teria-se que computar a variação dos preços das mesmas em moeda estrangeira e/ou a variação cambial.

Como se pode ver, pela equação 50, a inflação é o resultado de um conflito distributivo. Sua aceleração dependeria do aumento dos *mark-ups* ⁵⁰, dos custos dos insumos primários e do aumento do salário real acima da produtividade.

O terceiro e último mecanismo que atua sobre a inflação, é o fator que a sanciona, ou mais particularmente a expansão monetária, que não seria o ponto de partida de inflação, mas sim sua culminação. Esta idéia foi desenvolvida por Rangel (1963), quando admitiu uma eventual variação autônoma no nível de preços de alguns produtos em setores oligopolistas. Assim, a identidade de trocas se transforma em $M.v < P.y$. Sendo : M o estoque de base monetária, v a velocidade de circulação da moeda, P o índice de preços e y a renda real. Admitida a constância na velocidade de circulação da moeda (como os monetaristas), o aumento no índice geral de preços levará a um desequilíbrio, que será caracterizado por uma temporária retirada de parte da produção do mercado e pela acumulação de estoques, que reduziria a atividade econômica, e possivelmente poderia levar a depressão. Assim, de forma a evitar a redução da atividade, o governo é obrigado a praticar uma política monetária passiva.

⁵⁰. No curto prazo é costumeiramente admitido que o *mark-up* seja fixo, entretanto Tavares, M.C e Belluzzo, L.G.M. (1986) e Kandir, A. (1989) afirmam que essa condição não é válida em situações de alta instabilidade. Pois nessas situações os *mark-ups* desejados pelos capitalistas têm um papel crucial no processo de acumulação de capital.

atividade, o governo é obrigado a praticar uma política monetária passiva.

Dentro das hipóteses assumidas, a mais contestada é a da oferta passiva da moeda ou a de que o Banco Central expande a base monetária apenas de forma a acomodar a quantidade real de moeda, de modo a impedir uma crise de liquidez e acompanhando dessa forma a elevação dos preços. A maior razão para essa controvérsia é a não comprovação em estudos econométricos ⁵¹. Assim uma melhor caracterização da política monetária pode ser vista em :

"... seria mais plausível que a política monetária fosse endógena, com a oferta de moeda respondendo à demanda de crédito gerada pela inércia inflacionária, seja àquela gerada pela necessidade de financiamento bancário do déficit bancário do déficit operacional do governo."

Bacha, E. (1987:11).

⁵¹ Ver Barbosa, F. H. e Pereira, P. L. V. (1987).

4.4 UMA INTERPRETAÇÃO DO PROCESSO INFLACIONÁRIO.

A interpretação do processo inflacionário brasileiro merece uma atenção toda especial, principalmente pelas características da sua economia, onde há uma alta dívida pública externa, a ausência de um entendimento social e a indexação dos rendimentos. As inúmeras experiências na implementação nos planos de estabilização nos deram algumas lições, a saber:

1) que o conflito distributivo, entre os agentes econômicos, cria rigidez de preços e salários e impede que haja a queda da inflação, a não ser a custos elevados. Para a redução da inflação seria necessária uma política de rendas que desatasse os mecanismos de mercado que automatizam o componente inercial da inflação e que não existissem pressões aceleracionistas.

2) que, apesar dos modelos dos monetaristas não comprovarem a correlação entre senhoriagem e inflação, não se pode desprezar o papel do déficit fiscal na dinâmica inflacionária. Assim é necessário que se atente ao papel da dívida pública no financiamento dos déficits fiscais.

Com base nessas lições, desenvolveremos um modelo que interprete o processo inflacionário ⁵². Retomando-se a restrição orçamentária do governo (equação 23) :

$$DP + i.B + i*.E.D = M' + B' + E.(D' - R') \quad (51)$$

Onde: DP é o déficit primário, i.B são os juros pagos sobre a dívida interna, i*.E.D os pagos pela dívida externa ⁵³, E é a taxa de câmbio nominal, M' é a expansão da base monetária, B' é a variação da dívida interna, D' é a variação da dívida externa e R' a variação nas reservas internacionais.

Entretanto :

$$R' = NX - i*.D + D' \quad (52)$$

Onde NX são as exportações líquidas. Reordenando-se as equações acima:

$$DP + E.NX + i.B = M' + B' \quad (53)$$

Dividindo-se a equação 53 pela renda nominal (Y) e definindo-se :

⁵². O modelo é baseado no trabalho de Cardoso, E. (1991).

⁵³. Consideraremos a dívida externa, como sendo totalmente pública.

$$DP/Y = dp \quad E_{MX}/Y = n_m \quad M/Y = m \quad R/Y = b \\ M'/M = U \quad R'/R = V$$

Obtém-se :

$$dp + n_m + i.b = m.U + b.V \quad (54)$$

Admitindo que a demanda por moeda varie inversamente com a taxa de inflação (p) tem-se :

$$m = a_0 - a_1.p \quad (55)$$

onde a_0 e a_1 são constantes positivas.

Já a demanda por títulos públicos varia positivamente com a taxa real de juros ($i-p$) por eles paga :

$$b = c_0 + c_1.(i-p) \quad (56)$$

Pelas razões já expostas nas seções anteriores, consideraremos a política monetária como endógena, ou o governo acomoda a expansão da base monetária à taxa de inflação, quando esta é estável e reduz a expansão da base monetária quando a inflação se acelera ($p' > 0$):

$$U = p - z.p' \quad (57)$$

Onde z é uma constante positiva.

A taxa de crescimento da dívida interna é endógena. Substituindo-se 57 e 55 em 54, obtemos a equação que descreve o comportamento da dívida interna real ao longo do tempo :

$$\dot{V} - \bar{p} = (1-p) + (1/b) \cdot [dp + n_x - (a_0 - a_1 \cdot p) \cdot (p - z \cdot p')] \quad (58)$$

No que tange a dinâmica da inflação, admitiremos que os preços não são perfeitamente flexíveis, existindo inércia inflacionária. A taxa de inflação responde lentamente à variação no nível de atividade da economia, assim a inflação se aceleraria quando a demanda agregada exceder o produto de pleno emprego, ou a inflação aumentaria sempre que a taxa real de juros $(i-p)$ fosse inferior a de pleno emprego (r_p) :

$$p' = f\{r_p(dp, n_x) - [i(m) - p]\} \quad (59)$$

$$\text{com } r_p(dp, n_x) \text{ e } i(m)$$

A taxa real de juros de pleno emprego (r_p) é uma função positiva dos gastos públicos (dp) e das exportações líquidas (n_x) , enquanto que a taxa de juros nominal (i) é uma função negativa em relação a base monetária (m) .

Podemos representar o modelo graficamente (figura 15). A curva $V-p=0$, mostra a curva onde o equilíbrio é estável, no que se refere ao crescimento real da dívida:

$$V = \dot{p} = 0 \quad \text{com } b = -A_0 \cdot p^2 + A_1 \cdot p + A_2 \quad (60)$$

Com :

$$A_0 = a_1/(i-p)$$

$$A_1 = a_0 + a_1 \cdot z \cdot f[r_p - (i-p)]/(i-p)$$

$$A_2 = [dp + n_k + a_0 \cdot z \cdot f[r_p - (i-p)]]/(i-p)$$

A curva $p=0$, mostra a taxa de inflação em função da relação dívida/ produto para um equilíbrio estacionário:

$$r_p - p = i = (b_0 - c_0 - c_1 \cdot p)/c_1 \quad (61)$$

Há dois pontos de equilíbrio, o de alta inflação (T) é instável, onde qualquer perturbação pode tornar a trajetória da inflação explosiva, e um de baixa inflação (S) que pode ser estável. A trajetória ao redor do equilíbrio de inflação baixa exibe oscilações como no modelo de teia de aranha.

FIGURA 15
DIAGRAMA DE FASES
DIVIDA INTERNA X INFLADO

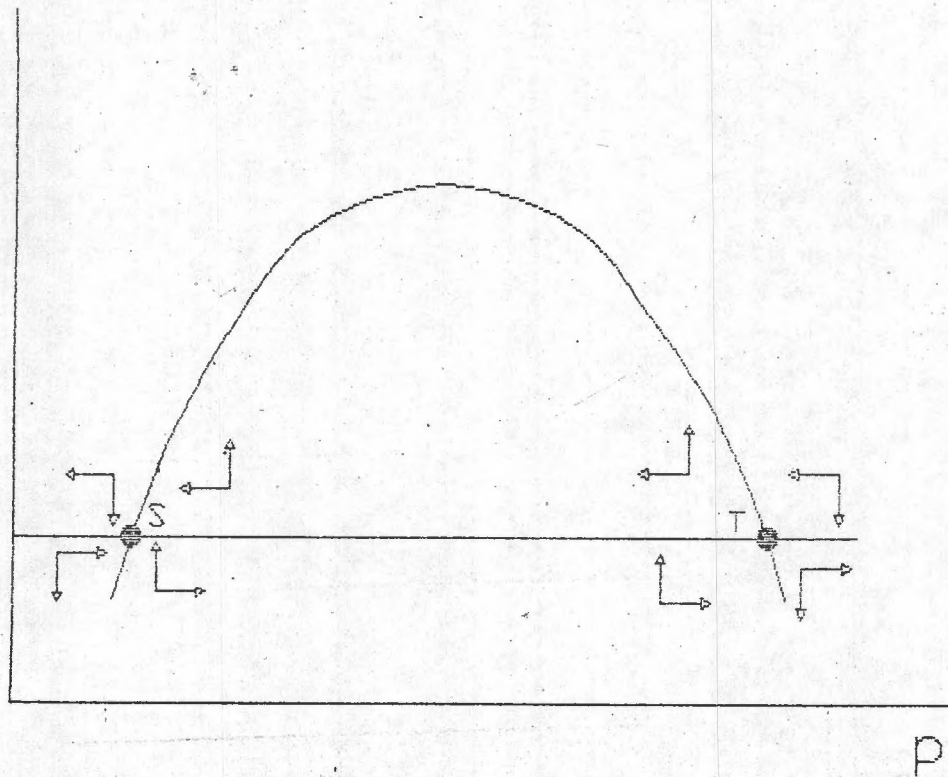
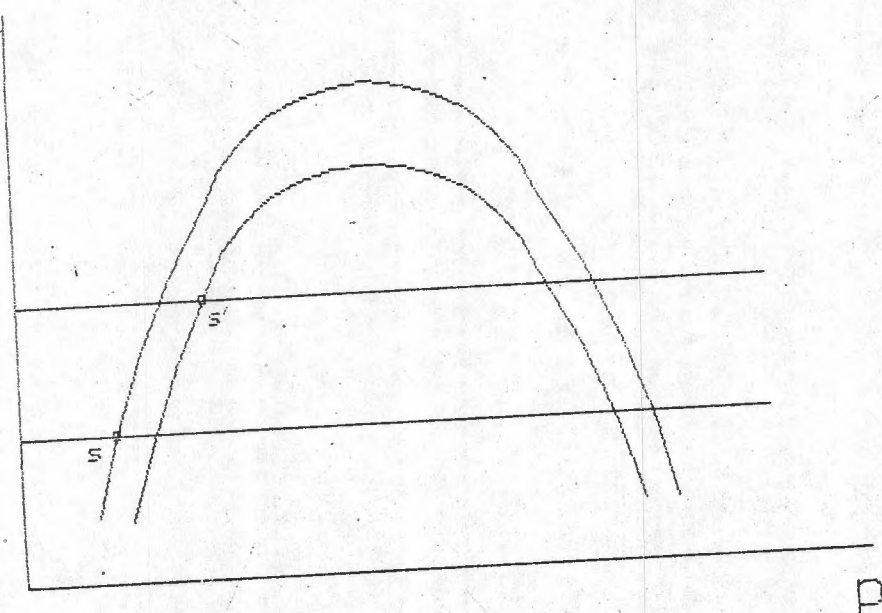


FIGURA 16
DIAGRAMA DE FASES
COM ELEVACAO DO SUP.
COMERCIAL



Quando, em 1982, se irromperam os fluxos de crédito internacionais, as políticas implementadas para o ajuste das contas externas, principalmente a desvalorização cambial, acabaram aumentando o superávit comercial (NX). Com o aumento das exportações líquidas, houve um deslocamento na curva de restrição orçamentária para baixo, como indica a figura 16. Por outro lado, o aumento do superávit comercial requer uma taxa real de juros de pleno emprego mais alta e esta, por sua vez, implica em uma relação dívida/produto mais alta. A economia se desloca de um equilíbrio inicial (S) para um novo equilíbrio (S') com uma inflação e uma razão dívida/produto mais elevadas. Inicialmente, a taxa de inflação cresce antes que a taxa de juros nominal, consequentemente estimulando a atividade econômica e acelerando a inflação. Entretanto, gradualmente a taxa de juros nominal excede a inflação, aumentando a taxa real de juros e a dívida interna.

O aumento do déficit público gera os mesmos resultados acima. Assim no Brasil, a partir de 1984, a conjugação entre a elevação dos superávits comerciais e dos déficits fiscais acabaram acelerando a taxa de inflação e implicando em um rápido crescimento da razão da dívida interna/produto. A prática de altas taxas de juros na condução da dívida pública, principalmente durante 1989, agravaram ainda mais o problema. A política monetária restritiva praticada acabou acelerando a inflação e elevando ainda mais as despesas

financeiras com a dívida pública, podendo até levar ao repúdio da dívida. Este último seria efetuado através da fuga dos investidores, para mercados especulativos (Black e Bolsas). Assim o governo encontrava-se preso por uma armadilha, pois só conseguia rolar a dívida pública através de moeda indexada (refinanciando-a diariamente) e só tendo uma arma para combater as ondas especulativas, ou através da prática de uma política monetária restritiva. Entretanto, tais políticas acabaram impulsionando a economia ao caminho da hiperinflação.

5. CONCLUSÃO

O objetivo desta dissertação foi de examinar a crise econômica brasileira, durante a década de 80, para tal nos a análise é baseada em três pontos, a saber:

1) O papel da dívida externa, no que tange à política de endividamento adotada e as suas implicações na crise fiscal do Estado.

2) A crise fiscal, ou o desequilíbrio financeiro estrutural do setor público, é manifestada principalmente pela dificuldade de financiamento do déficit, que só é obtido através de traumática.

3) A dinâmica inflacionária assumida por uma economia com uma alta dívida pública, e onde há fortes conflitos distributivos entre os agentes econômicos e rigidez de preços e salários.

A contração da dívida externa, durante a década de 70, permitiu a obtenção de expressivas taxas de crescimento econômico. Entretanto o rumo tomado pela política de endividamento acabou levando à crise fiscal do Estado. Dentro das razões, para que isso ocorresse, encontra-se a

estatização da dívida externa, a incapacidade do setor público gerar recursos para a cobertura do serviço e a substituição da dívida externa por interna. Adiciona-se a isto a reversão do fluxo de recursos reais entre o país e o exterior, que acabou deprimindo a formação bruta de capital e conduzindo a economia à estagnação.

O desequilíbrio estrutural e financeiro do setor público é caracterizado por duas dimensões, uma de fluxo (receita versus despesas) e uma outra de estoque (tamanho da dívida pública). A primeira nos mostra que há uma redução da poupança pública e uma crescente elevação nas despesas financeiras. Já a segunda nos indica : a) que o tamanho excessivo da dívida estreita a margem de manobra para a política econômica. b) o perigo da trajetória extremamente explosiva para a dívida pública interna, que poderia levar ao repúdio da mesma e à hiperinflação.

A dinâmica inflacionária, por sua vez, está atrelada às características particulares da economia brasileira, onde: a) quase a totalidade da dívida externa pertence ao setor público. b) o setor público não consegue gerar divisas suficientes para a cobertura do serviço da dívida. c) o Estado se encontra em crise fiscal, ou em um desequilíbrio estrutural e financeiro. d) está embutido no processo inflacionário um componente inercial e o conflito distributivo entre os agentes econômicos.

6. BIBLIOGRAFIA

- Arida, Pêrsio (1985). "Déficit, Dívida e Ajustamento : uma nota sobre o Caso Brasileiro", *Revista de Economia Política*, volume 5 (4), outubro-dezembro.
- Arida, Pêrsio e Lara Resende, André (1985). "Inflação Inercial e Reforma Monetária". Em *Inflação Zero : Brasil, Argentina e Israel*. Pêrsio Arida (organização). Rio de Janeiro, Editora Paz e Terra.
- Avramovic, Dragoslav (1964). *Economic Growth and External Debt*, Baltimore, The Johns Hopkins Press.
- Bacha, Edmar (1987). "Moeda, Inércia e Conflito". *Pesquisa e Planejamento Econômico*, volume 18 (1), abril.
- Bacha, Edmar (1990). "Crise da Dívida, transferências externas e taxa de crescimento dos países em desenvolvimento". *Revista Brasileira de Economia*, volume 44 (3), julho-setembro.

- Barbosa, Fernando de Holanda (1987). " Inflação, Indexação e Orçamento do Governo". *Revista Brasileira de Economia*, volume 41 (3), julho-setembro.
- Barbosa, Fernando de Holanda (1989). " As origens e consequências da inflação na América Latina". *Pesquisa de Planejamento Econômico*, volume 19 (3), dezembro.
- Barbosa, Fernando de Holanda e Valls Pereira, P.L. (1987). *O Insucesso do Plano Cruzado : A Evidência Empírica da Inflação 100% Inercial para o Brasil*. Rio de Janeiro, Escola de Pós-Graduação em Economia, Fundação Getúlio Vargas, (texto para discussão, 98).
- Bastos, C.F.M., Lopes, F.J.R. e Serrano, F. L.P. (1989). *Conceitos de Déficit Público*. Instituto de Economia Industrial do Rio de Janeiro, mimeo.
- Batista Jr, Paulo Nogueira (1983). *Mito e Realidade na Dívida Externa Brasileira*. Rio de Janeiro, Editora Paz e Terra.
- Batista Jr, Paulo Nogueira (1987). " Formação de Capital e Transferência de Recursos ao Exterior", *Revista de Economia Política*, volume 7 (1), janeiro-março.

Batista Jr., Paulo Nogueira (1988). *Da Crise Internacional à Moratória Brasileira*. Rio de Janeiro, Editora Paz e Terra.

Batista Jr., Paulo Nogueira (1989). "O Ajustamento das Contas Públicas na Presença de uma Dívida Elevada : Observações sobre o Caso Brasileiro", *Revista de Economia Política*, volume 9 (4), outubro-dezembro.

Bier, A.; Paulani, L.M.; Messenberg, R. (1987). *O Cruzado em conflito*. Rio de Janeiro, Editora Paz e Terra.

Bier, A.; Paulani, L.M.; Messenberg, R. (1989). "Hiperinflação: a economia no fio da navalha". Em José Márcio Rego (organizador) : *Aceleração Recente da Inflação*, São Paulo, Editora Biental.

Braga, C.A.P. ; Welch, J.H. e André, P.T.A. (1987). "O desequilíbrio do setor público : cenários alternativos", *Revista de Economia Política*, volume 7 (3), julho-setembro.

Bresser Pereira, Luiz Carlos (1988). "Da Crise Fiscal à Redução da Dívida". Em Luiz Carlos Bresser Pereira (organizador) : *Dívida Externa : Crise e Soluções*, São Paulo, Editora Brasiliense.

Bresser Pereira, Luiz Carlos (1989). " *The Perverse Macroeconomics of Debt, Deficit and Inflation in Brazil*". Trabalho apresentado no simpósio : " The Present and Future of the Pacific on Basic Economic - A comparison of Asia and Latin America". Institute of Developing Economies, Tokyo, July.

Bresser Pereira, Luiz Carlos (1990). *Da Inflação à Hiperinflação : uma abordagem estruturalista*. Do Departamento de Economia da Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, mimeo.

Bresser Pereira, L.C. e Nakano, Y. (1984). " Fatores aceleradores, mantenedores e sancionadores da inflação". *Revista de Economia Política*, volume 4 (10), janeiro-março.

Bruno, Michael (1989). "Econometrics and Design of Economic Reform". *Econometrica*, volume 57 (2), março.

Cagan, Phillip (1956). " The Monetary Dynamics of Hyperinflation". In Milton Friedman (organizador): *Studies in the Quantity Theory of Money*. Chicago, University Press.

- Cardoso, Eliana (1981). " Uma equação para a demanda de moeda no Brasil". *Pesquisa e Planejamento Econômico*, volume 11 (3), dezembro.
- Cardoso, Eliana (1983). " Indexação e acomodação monetária: um teste do processo inflacionário brasileiro". *Revista de Economia Brasileira*, volume 37 (1), janeiro-março.
- Cardoso, Eliana (1988a). " O Processo Inflacionário no Brasil e suas Relações com o Déficit e a Dívida do Setor Público". *Revista de Economia Política*, volume 8 (2), abril-junho.
- Cardoso, Eliana (1988b). "Senhoriagem e repressão: os ritmos monetários da América Latina". *Revista de Economia Brasileira*, volume 42 (4), outubro-dezembro.
- Cardoso, Eliana (1991). "De la Inercia a la Megainflación: El Brasil en los Años Ochenta". *El Trimestre Económico*, vol LVIII (1), numero 229, enero-marzo. Trabalho apresentado em Jerusalem, durante janeiro de 1990 na conferência "Lessons of Economic Stabilization and its Aftermath".
- Cardoso, E. e Reis, E.J. (1986). " Déficits, Dívidas e Inflação no Brasil". *Pesquisa e Planejamento Econômico*, volume 16 (3), dezembro.

- Cardoso, E. e Fishlow, A. (1989). *A Macroeconomia da Dívida Externa*. São Paulo, Editora Brasiliense.
- Cardoso, E. e Dornbusch, R. (1989). " Crises da Dívida Brasileira: passado e presente". Em Luiz Carlos Bresser Pereira (organizador) : *Dívida Externa: Crise e Soluções*. São Paulo, Editora Brasiliense.
- Castro, A. B. e Souza, F.E.P. (1985). *A Economia Brasileira em Marcha Forçada*. Rio de Janeiro, Editora Paz e Terra.
- Cavalcanti, Carlos Brandão (1988). *Transferência de Recursos ao Exterior e Substituição de Dívida Externa por Dívida Interna*. Dissertação de Mestrado apresentada ao Departamento de Economia da Universidade de Brasília (Prêmio BNDES).
- Cline, W. (1984). *International Debt*. Cambridge, MIT Press.
- Cruz, Paulo Davidoff (1984). *Dívida Externa e Política Econômica*. São Paulo, Editora Brasiliense.
- Dall'Acqua, Fernando (1989). " Imposto Inflacionário : uma análise para a Economia Brasileira". *Revista de Economia Política*, volume 9(3), outubro-dezembro.

- Evans, J.L. and Yarrow, G.K. (1981). "Some Implications of Alternative Expectations Hypotheses in the Monetary Analysis of Hyperinflation". *Oxford Economic Papers*, number 33.
- Fishlow, A. and Morley, S.A. (1987). "Déficits, Debt and Destabilization : The Perversity of High Interest Rates". *Journal of Development Economics*, 27.
- Friedman, Milton (1971). "Government Revenue from Inflation". *Journal of Political Economic*, 79.
- Fundo Monetário Internacional (1987). "Theoretical aspects of design of fund-supported adjustment programs : a study." Research Department of the International Monetary Fund.
- Gambiagi, Fabio (1989). "Alta inflação e fronteira de instabilidade : um modelo para a análise de trajetórias explosivas de inflação". *Revista Brasileira de Economia*, volume 43 (4), outubro.
- Gambiagi, F. e Valls Pereira, P.L. (1990). "Déficit público e inflação : o caso brasileiro". *Pesquisa e Planejamento Econômico*, volume 20 (1), abril.

- George, Donald A. R. (1988). *Mathematical Modelling for Economists*. Macmillan Education Ltd.
- Ize, A. and Ortiz, G. (1987). "Fiscal Rigidities, Public Debt and Capital Flight". *IMF Staff Papers*, June.
- Kandir, Antônio (1989). *A Dinâmica da Inflação: uma análise das relações entre inflação, fragilidade financeira do setor público, expectativas e margens de lucro*. São Paulo, Editora Nobel.
- Kiguel, M.A. and Liviatan, M. (1988). "Inflationary Rigidities and Orthodox Stabilization Policies: Lessons from Latin America". *The World Bank Economic Review*, volume 2 (3), september.
- Lucas, Robert E. (1980). "Methods and Problems in Business Cycle Theory". *Journal of Money, Credit and Banking*, November.
- Malan, F. e Wells, J. (1973). "Eurodólares, Dívida Externa e o Milagre Brasileiro". *Estudos Cebrap*, número 4, outubro-dezembro.

- Mankiw, N.G. (1985). "Small Menu Costs and Large Business Cycles : A Macroeconomic Model of Monopoly". *Quarterly Journal of Economics*, may.
- Marques, M.S.B. e Werlang, S.R.C. (1988). *Moratória Interna, Dívida Pública e Juros Reais*. Centro de Estudos Monetários e de Economia Internacional, Instituto Brasileiro de Economia, mimeo, outubro.
- Martone, Celso L. (1987). "Macroeconomic Policies, Debt Accumulation and Adjustment in Brasil, 1965-84". *World Bank Discussion Papers* : 8.
- Payer, Cheryl (1988). "As causas da crise da dívida". Em Luiz Carlos Bresser Pereira (organizador) : *Dívida Externa : crise e soluções*. São Paulo, Editora Brasiliense.
- Rangel, Ignácio (1963). *A Inflação Brasileira*. Rio de Janeiro, Editora Tempo Brasileiro.
- Reisen, Helmut (1989). "Public Debt, External Competitiveness and Fiscal Discipline in Developing Countries". *Princeton Studies in International Finance*, number 66.

- Rocha, Roberto Rezende (1987). *Juros e Inflação: uma análise da Equação de Fisher para o Brasil*. Rio de Janeiro, Editora da Fundação Getúlio Vargas.
- Rossi, José W. (1987). "A dívida pública no Brasil e a aritmética da instabilidade". *Pesquisa e Planejamento Econômico*, volume 17 (2), agosto.
- Saavedra-Rivano, Neantro (1987). "Taxa de Juros e Inflação de Custos". *Pesquisa e Planejamento Econômico*, volume 19 (2), agosto.
- Sachs, Jeffrey (1988). "Conflito social e políticas populistas na América Latina". *Revista de Economia Política*, volume 10 (1). Janeiro-março 1990. Trabalho apresentado ao seminário Markets, Institutions and Cooperation, Veneza, outubro 1988.
- Simonsen, M. H. e Cysne, R. P. (1989). *Macroeconomia*. Rio de Janeiro, Editora Ao Livro Técnico.

- Tanzi, Vito (1977). " Inflation Lags in Collection and Real Value of Tax Revenue". *IMF Staff Papers*.
- Tanzi, V., Blejer, M.I. and Teijeiro, M.O. (1988). " Inflation and Measurement of Fiscal Deficits". *IMF Staff Papers*.
- Taylor, J. (1978). " Staggered Wages Setting in a Macro Modelo". *American Economic Review*, may.
- Taylor, Lance (1983). *Structuralist Macroeconomics Applicable Models for the Third World*. New York, Basic Books Inc.
- Tavares, M.C. e Belluzzo, L.G. (1986). " Uma reflexão sobre a natureza da inflação contemporânea". Em José Márcio Rego (organizador): *Inflação Inercial, Teorias sobre a Inflação e o Plano Cruzado*. Rio de Janeiro, Editora Paz e Terra.
- Yoshino, J. e Lundberg, E. L. (1990). *Metodologias e Estimativas do Recente Déficit Público Brasileiro*. Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas, mimeo.

Zini Jr., Alvaro (1990). "O Brasil num Cruzamento: Dívida Externa e Exaustão Fiscal". *Revista de Economia Política*, volume 10 (1), janeiro-março.

COLEÇÃO
DE
ECONOMIA
DATA