

Administrando o financiamento do déficit público*

Maxwell J. Fry**

Déficits do setor público são um fato corriqueiro na maioria dos países em desenvolvimento, particularmente na América Latina e no Caribe. Este artigo começa analisando os efeitos macroeconômicos do financiamento do déficit. Em seguida, se volta para a relação entre o setor financeiro e políticas auxiliares perseguidas em conjunto com o financiamento do déficit. Algumas políticas criam um forte aperto de crédito sobre o setor privado, que é desnecessário, enquanto outras apresentam efeitos menos danosos. Após examinar a tomada de recursos externos como uma fonte de financiamento do déficit, analisa as maneiras de usar as reservas compulsórias para financiar o déficit governamental, minimizando, ao mesmo tempo, a redução do crédito disponível ao setor privado. Ao final, o artigo mostra alguns princípios para o financiamento menos ineficiente do déficit.

1. Introdução; 2. Contrastando políticas e estratégias; 3. Produção e base instalada; 4. Mercado interno versus mercado externo; 5. Estrutura da indústria; 6. Perspectivas futuras; 7. Conclusões.

1. Introdução

Em geral, desequilíbrios de curto prazo ou temporários num orçamento governamental não causam nenhuma preocupação especial; de fato, um desequilíbrio em termos anuais pode ser benéfico. Poucos iriam questionar o ponto de vista de que estabilizadores automáticos, que produzem déficits em épocas de recessão e superávits em épocas de *boom* sejam apropriados. Desde 1980, entretanto, os déficits governamentais ou do setor público têm aumentado quase que continuamente, em quase toda parte. De um lado da equação, está o inexorável aumento no bem-estar e no chamado dispêndio, e, de outro, a revolta tributária. O

* O autor agradece a Tyler Cowen, Hiro Lee, Giovanna Mossetti, Stergios Skaperdas, e a um árbitro anônimo pelos comentários sobre os rascunhos anteriores deste trabalho. Os gráficos foram produzidos por micro TSP. Este trabalho foi preparado para uma mesa-redonda sobre sistemas e políticas financeiras organizada pelo Instituto de Desenvolvimento Econômico do Banco Mundial em Punta del Este, Uruguai, 3-7 de dezembro de 1988. Os resultados, interpretações e conclusões expressos neste documento são exclusivamente do autor e não devem ser atribuídos, de nenhum modo, ao Banco Mundial, às organizações afiliadas, ou aos membros do seu Conselho de Diretores Executivos ou aos países que eles representam.

** Do Centro de Desenvolvimento Financeiro da Universidade de Birmingham.

R. Bras. Econ.	Rio de Janeiro	v. 43	nº 4	p. 591-616	out./dez. 1989
----------------	----------------	-------	------	------------	----------------

problema dos déficits governamentais surge com déficits de longo prazo (déficits que ocorrem quando a economia está a pleno emprego); e é para estes déficits que este trabalho está voltado.

Os déficits governamentais, no mundo todo, foram, em média, de 3,4% do produto interno bruto (PIB), durante o período de 1976-80 (*International financial statistics yearbook*, 1988, p. 156-7). Este percentual aumentou para 4,8% no período 1980-85. O aumento foi consideravelmente mais elevado na América Latina e no Caribe: de 2,2% em 1976-80, para 5,9% em 1981-85. A principal consequência, para o mundo como um todo, foi um aumento substancial na taxa de juros, já que o governo competiu com o setor privado por um volume de poupança em declínio em termos mundiais. Nos países em desenvolvimento, uma forte aceleração das taxas de inflação, de 28% em 1976-80, para 45% em 1981-85, também acompanhou os déficits crescentes. Na América Latina e no Caribe, a taxa anual de inflação aumentou de 50% em 1976-80, para 120% em 1981-85. Em 1987, a inflação na América Latina e no Caribe foi, em média, igual a 126% ao ano. A relação entre déficits governamentais e inflação nos países em desenvolvimento não é coincidência.

Um déficit no setor público necessariamente compete, direta ou indiretamente, por recursos escassos para investimentos, a menos que o país tenha a oportunidade de tomar recursos externos, de modo ilimitado. Portanto, um dado nível do déficit governamental requer preocupações com seu impacto sobre a oferta agregada de recursos. Um déficit governamental mais elevado, concomitante a um conjunto de outras políticas governamentais típicas que desestimulam a poupança, pode tanto reduzir o total de recursos disponíveis para investimentos, como também implicar a apropriação de uma parcela maior do estoque já minguante, comprimindo, desse modo, duplamente os investimentos privados. Políticas apropriadas podem, no entanto, melhorar a mobilização e a alocação dos recursos domésticos no agregado, embora inevitavelmente desloquem algum investimento privado. As políticas devem, portanto, ser dirigidas à minimização do impacto negativo do déficit financeiro sobre o estoque agregado de recursos para investimentos. Além disso, também devem ser orientados à minimização de distorções na alocação de tais recursos.

O impacto negativo de um déficit governamental sustentável e bem gerenciado pode, naturalmente, ser de segunda ordem em comparação ao impacto negativo de um déficit insustentável. Aqui, a sustentabilidade é definida como a relação entre déficit governamental e produto nacional bruto (PNB), que pode ser mantida, indefinidamente, sem acelerar a inflação. Uma vez que o público avalia que um certo déficit governamental não é sustentável no sentido apresentado, as expectativas alteradas podem provocar instabilidades que enfraquecem a economia. Isto depende muito da credibilidade do governo. Uma história de déficits irresponsáveis e seguidos por hiperinflação e colapso econômico torna o déficit seguinte mais suscetível a outro retorno à hiperinflação.

É no setor financeiro que as necessidades de recursos pelo setor público competem diretamente com a demanda de créditos do setor privado. Políticas governamentais relacionadas ao financiamento do seu déficit afetam diretamente o setor financeiro. Portanto, o foco deste trabalho é a relação entre o financiamento do déficit e as políticas para o setor financeiro.

2. Estrutura analítica

Os investimentos públicos e privados são financiados a partir de três fontes: a poupança pública, a privada e a externa. A poupança externa se manifesta como um déficit na conta corrente do país; o investimento doméstico é igual à poupança nacional mais o déficit em conta corrente, i.e., a poupança externa. A disponibilidade de poupança externa permite que o investimento doméstico exceda a poupança nacional. *Ceteris paribus*, portanto, a poupança externa eleva a taxa de crescimento econômico.

A maioria dos países em desenvolvimento se depara com uma curva de oferta de poupança externa com inclinação positiva. Entretanto, a taxa de juros à qual a poupança externa começa a ser afetada, para qualquer ano em particular, depende da posição da dívida externa herdada de empréstimos passados. Em outras palavras, a curva de oferta de recursos externos apresenta inclinação positiva, e para um determinado ano, a pequena alteração na dívida externa, em função da tomada de recursos deste ano, vai se situar em um segmento relativamente plano da curva de oferta de recursos.¹

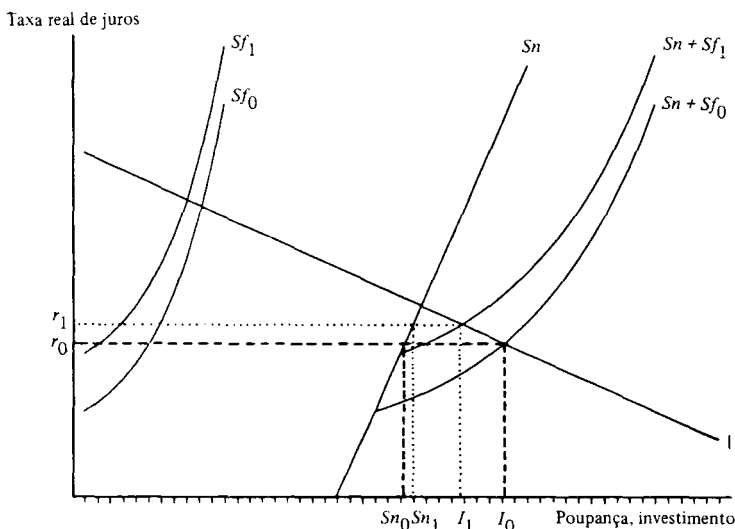
Esta relação entre poupança, investimento e conta corrente é ilustrada na figura 1. Ao custo efetivo da tomada de recursos externos r_0 , o investimento doméstico I_0 , excede a poupança nacional, Sn_0 . Por conseguinte, a poupança externa, Sf_0 , é positiva, e o país apresenta déficit em conta corrente no seu balanço de pagamentos igual a $I_0 - Sn_0$. A acumulação de dívida no ano 0 aumenta a função poupança externa para Sf_1 , ao custo de tomada de recursos r_1 , no ano 1. Neste caso, a acumulação de dívida externa reduz o investimento doméstico e eleva a poupança nacional através de um prêmio de risco, específico ao país, mais elevado, que é traduzido em taxas de juros domésticas mais elevadas. O déficit em conta corrente cai, até alcançar um equilíbrio em estado permanente, com uma relação constante dívida/PNB.

A figura 1 encobre três outros importantes elos entre poupança, investimento e o déficit em conta corrente. O primeiro e o segundo são os níveis das dívidas governamentais interna e externa acumuladas em decorrência de déficits anteriores, e que podem por si afetar as posições das funções poupança nacional e investimentos domésticos na figura 1, pelas razões explicadas abaixo. O terceiro: a função investimento pode também ser influenciada pelos influxos de capital, através de seus efeitos sobre a taxa real de câmbio. Especificamente, o influxo de capital valoriza a taxa real de câmbio, tornando as importações mais baratas; importações mais baratas podem estimular o investimento doméstico.

Um aumento do déficit do setor público pode decorrer tanto de um aumento do investimento público, quanto da redução da poupança pública. Na figura 1, isto implica um deslocamento para a direita da curva de investimento ou um deslocamento à esquerda da curva de poupança. Em cada caso, a elasticidade juros da poupança nacional e externa determina a extensão pela qual o déficit governamental mais elevado é financiado domesticamente ou externamente. Quanto maior a proporção financiada pela poupança externa, menor o efeito sobre a taxa interna de juros. Quanto maior a elasticidade do investimento,

¹ Este segmento, entretanto, poderia ser a uma taxa de juros infinita, refletindo, desse modo, total racionamento de crédito.

Figura 1
Investimento doméstico, poupança nacional
e o déficit em conta corrente



maior a proporção do déficit governamental mais elevado que desloca o investimento do setor privado. Neste caso, nenhuma poupança interna ou externa adicional é necessária para financiar o déficit governamental.

Esta simples estrutura analítica mostra que a extensão pela qual um aumento no déficit governamental é financiado por poupança externa ou privada não depende da fonte direta dos empréstimos do governo. Se o governo toma emprestado todos os seus recursos adicionais no exterior, os emprestadores estrangeiros reduzem seus empréstimos ao setor privado. Se o governo toma emprestado todos os seus recursos adicionais no mercado interno, a pressão para cima sobre a taxa de juros faz com que os tomadores de empréstimos do setor privado recorram ao exterior.

Na realidade, na prática a tomada de recursos governamental e privada não são substitutos perfeitos. Entretanto, quando os governos dos países em desenvolvimento garantem os empréstimos externos para o setor privado, a substituição é certamente elevada. Domesticamente, poucos governos de países em desenvolvimento dispõem de muita demanda por seus títulos pelo setor privado não-bancário. O setor bancário tem que substituir ativos do setor privado por ativos do setor público, a menos que eles possam atrair mais depósitos. Os tomadores de recursos do setor privado, oprimidos neste processo, podem recorrer a empréstimos externos ou simplesmente cancelar seus projetos de investimentos.

Bela Balassa (1988, p. 4) verifica que, em média, um aumento no déficit orçamentário nos países em desenvolvimento eleva o déficit em conta corrente em 75% do déficit, aumentando, independentemente da fonte direta de financiamento. Em outras palavras, 75% destes déficits têm sido financiados direta ou indiretamente por poupança externa. Balassa também nota uma forte correlação

positiva entre a dívida externa dos países em desenvolvimento e déficits governamentais acumulados.

As fontes de financiamento do déficit são fáceis de listar. Por um lado, o financiamento externo pode consistir de: a) doações na forma de moeda, bens ou ajuda para projetos; b) empréstimos concessórios de doadores nacionais e multinacionais, que são freqüentemente ligados a projetos particulares; c) empréstimos comerciais de fornecedores e bancos multinacionais; e d) atrasados. Por outro lado, o financiamento doméstico pode consistir de: a) tomada de recursos do setor privado não-bancário via venda de títulos no mercado aberto; b) vendas cativas de títulos ao setor privado não-bancário (contribuições de fundos de pensão, etc.); c) atrasados; e d) tomada de recursos do sistema bancário (Banco Central ou bancos comerciais) (Tanzi 1986, p. 140-6). Exceto pela tomada de recursos do sistema bancário, todas estas fontes são estritamente limitadas. Em geral, não se espera que elas forneçam financiamento para déficits que excedam 1 ou 2% do PNB.

Embora esta taxonomia possa fornecer uma estrutura contábil útil, ela não é apropriada a propósitos analíticos. Se o governo mudasse, tomando recursos externos em vez de internos, a tomada de recursos externos do país poderia permanecer inalterada. A elevação da tomada de recursos domésticos pode pressionar para cima a taxa doméstica de juros e persuadir mais firmas privadas a tomar empréstimos no exterior. O que é importante do ponto de vista econômico é como o método de financiamento afeta a oferta total de poupança (doméstica e externa) disponível ao país, e a eficiência com que esta poupança total é alocada para projetos de investimentos.

Algumas formas de financiamento do setor público são os impostos indiretos. Nestes casos, a análise da distorção tarifária deve ser observada. Outras maneiras de financiar o déficit do setor público são os empréstimos voluntários pelos setores privado e externo. Aqui, a análise apropriada é a do impacto da tomada de recursos do setor público sobre a disponibilidade de recursos para investimentos para o setor privado.

A classificação analítica mais relevante das fontes alternativas de financiamento do déficit se dá entre imposto inflacionário e todas as outras fontes. O imposto inflacionário se assemelha ao imposto convencional, no evitar a acumulação da dívida (em termos reais), ao passo que todas as outras fontes resultam no acúmulo de um estoque de dívida. De fato, a inflação é um imposto e sua receita reduz o déficit governamental calculado com base nos princípios contábeis econômicos. A consequência da elevação da dívida é aumentar o pagamento de juros, o qual, por sua vez, aumenta o déficit, a menos que os impostos sejam aumentados ou outras despesas governamentais, reduzidas. A escolha entre financiamentos compulsórios e voluntários levanta outro dilema. Pode-se esperar que o financiamento voluntário produza menos distorção do que o financiamento compulsório. Entretanto, um déficit sustentável financiado voluntariamente será muito menor do que um déficit sustentável financiado compulsoriamente. A razão para isso é que o financiamento compulsório, na forma de reservas compulsórias, e aquisição obrigatória de títulos governamentais com taxas de juros baixas por instituições financeiras, etc, é parte imposto, parte tomada de recur-

sos. O financiamento via impostos não aumenta a dívida, enquanto o financiamento voluntário aumenta.

Se a taxa real de juros sobre o financiamento voluntário é igual à taxa de crescimento econômico, a dívida em relação ao PNB aumentará indefinidamente, se os ganhos governamentais exceto juros excederem a receita governamental. O déficit sustentável, portanto, está limitado ao pagamento de juros sobre a dívida. *Ab initio*, nenhum déficit financiado por dívida é sustentável. Em termos mais práticos, o potencial para o financiamento voluntário de talvez 1% ou 2% do PNB pode simplesmente ser insuficiente para financiar o déficit. Quando a compulsão é usada, como no caso do imposto inflacionário, um limite muito mais elevado de cerca de 5% a 8% do PNB pode ser alcançado. Déficits que excedam 30% do PNB foram alcançados, mas somente com inflação em rápida aceleração. Eles, certamente, não são sustentáveis e sempre criam graves rupturas econômicas e políticas.

Olivier Blanchard & Stanley Fischer (1989, cap. 10) ressaltam que não há, virtualmente, nenhuma relação entre o déficit do governo de Israel e a taxa de inflação, no período 1974-86. Eles sustentam que, em momentos diferentes, os déficits foram associados a diferentes expectativas de inflação futura. Um déficit insustentável necessariamente conduz a expectativas de crescimento monetário acelerado ou de reforma fiscal em algum ponto no futuro. O crescimento monetário acelerado será inflacionário, ao passo que a reforma fiscal reduzirá pressões inflacionárias. O financiamento da dívida relacionado a qualquer dispêndio, exceto juros, é necessariamente um expediente temporário. Por conseguinte, a inflação pode ser elevada ou reduzida, em resposta a uma redução na proporção do déficit financiado por moeda hoje; déficits financiados via dívidas podem conduzir a expectativas de inflações muito mais elevadas, quando o governo recorre ao financiamento inflacionário no futuro.

O modelo mais simples para analisar o imposto inflacionário é aquele que supõe que o governo tome empréstimos diretamente do Banco Central, e que este imponha reservas compulsórias sobre depósitos para todas as instituições que recebam depósitos.²

O Banco Central emite base monetária em troca de títulos do governo. O aumento da oferta de moeda, que ocorre concomitantemente a esta tomada de empréstimos, aumenta a inflação pelo processo-padrão de multiplicação da oferta de moeda. A inflação atua como imposto sobre os detentores de moeda. Desta maneira, o setor público se apropria de uma proporção maior do PNB. O efeito da inflação nos países em desenvolvimento varia enormemente. Eles dependem da estrutura institucional da economia e da extensão pela qual a inflação é antecipada.

Com indexação completa, o único efeito da antecipação da inflação seria com relação ao custo de *menu* das mudanças de preços nos mercados de consumo. Os exemplos óbvios incluem o custo de mudar preços de parquímetros,

²Em muitos países, os bancos comerciais são obrigados a comprar títulos do governo a taxas de juros abaixo do mercado, como exigência de liquidez. Virtualmente, os mesmos resultados podem ser obtidos via reservas compulsórias, sem a necessidade aparente de medidas complementares de restrição financeira.

telefones públicos e selos postais. Naturalmente, nenhuma economia com indexação universal existe ou pode existir. Com a moeda perfeitamente indexada, o nível de preços seria indeterminado. Pelo menos uma parte do estoque de moeda, certamente a moeda em circulação, possivelmente depósitos à vista também, apresenta retorno nominal nulo. Por conseguinte, o retorno real sobre estes ativos é o inverso da taxa de inflação. É o retorno real negativo sobre estes componentes do estoque de moeda que constitui o imposto inflacionário.

O balancete consolidado do sistema bancário pode ser representado como abaixo:

$$NFA + DCp + NDCg \equiv M + NOI, \quad (1)$$

onde *NFA* representa os ativos externos líquidos, *DCp*, o crédito interno para o setor privado, *NDCg*, o crédito doméstico para o setor público, *M*, a oferta de moeda, e *NOI*, outros itens líquidos. Por simplicidade analítica, suponha que *NFA* e *NOI* sejam iguais a zero. Então, a equação (1) torna-se

$$DCp + NDCg \equiv M \quad (2)$$

A equação (2) ressalta a relação entre moeda e crédito na economia. Se *M* é fixado, qualquer aumento no crédito ao governo deve reduzir o crédito ao setor privado. Se *M* é elevada no processo de elevação do *NDCg*, então o *DCp* pode aumentar também. Entretanto, isto não implica que financiar o déficit aumente a disponibilidade de crédito para o setor privado com relação ao produto.

Para ver isto, divida ambos os lados da equação (2) pelo PNB nominal, *Y*:

$$\frac{DCp}{Y} + \frac{NDCg}{Y} \equiv \frac{M}{Y} \quad (3)$$

Exceto no curtíssimo prazo, *M/Y* (o inverso da velocidade de circulação) é determinado pelo setor privado. O setor privado determina a quantidade de moeda, *M*, que ele deseja manter com relação a sua renda ou produto, *Y*. Em outras palavras, *M/Y* reflete a demanda por moeda. Um excesso de oferta de moeda se manifesta em um valor mais elevado de *Y*. Se o produto real não pode aumentar ou não aumenta, *Y* mais elevado implica preços mais elevados, já que $Y \equiv y.P$, onde *y* é o produto real e *P* é o nível de preços.

Evidências a nível mundial indicam que taxas de inflação mais elevadas reduzem a demanda por moeda em termos reais, ou em relação ao produto. Por conseguinte, *M/Y* cai quando a inflação aumenta. Em termos de equação (3), portanto, empréstimos adicionais do Banco Central ao governo, resultando em um aumento na oferta de moeda, o que por sua vez produz inflações mais elevadas, reduzem *M/Y*. Se *NDCg/Y* aumenta ou mesmo permanece constante, *DCp/Y* tem que cair. O controle eficiente do financiamento de um déficit deve minimizar o declínio de *DCp/Y*, dada a necessidade de recursos do governo, e deve promover a eficiência econômica com que *DCp/Y* é alocado.

Minimizar o declínio de *DCp/Y* envolve a minimização da taxa de inflação gerada por um dado nível de déficit, e também a maximização da demanda por

moeda, em parte abolindo quaisquer tetos ou impostos discriminatórios sobre a taxa de juros institucional. Assegurar a eficiência na alocação de recursos pelo sistema bancário ao setor privado requer o abandono de qualquer política de créditos seletivos e qualquer teto sobre a taxa de juros de empréstimos. Ambos objetivos podem requerer medidas adicionais para promover competição dentro do setor financeiro.

Visivelmente, o financiamento inflacionário investiu furiosamente, em diversas épocas, em vários países. De uma simples função demanda por moeda, pode-se mostrar facilmente que a receita real obtida pelo financiamento inflacionário alcança um máximo em estado permanente para uma certa taxa de inflação finita. Se, por qualquer motivo, um país está do lado errado do máximo, ele estará financiando um dado déficit real a uma taxa de inflação muito mais elevada do que a necessária (Blejer & Cheasty, 1988, p. 876).

A equação (4) mostra uma função demanda por moeda simples:

$$\frac{M^d}{P} = 5 e^{-5\pi} \quad (4)$$

onde M^d/P é a demanda por moeda em termos reais, π é a taxa de inflação.³ Se toda a oferta de moeda é criada pelo financiamento do déficit (neste caso DCp na equação (2) será zero), a receita em termos reais é dada pela equação (5):

$$\frac{R}{P} = \pi \left(\frac{M}{P} \right) \quad (5)$$

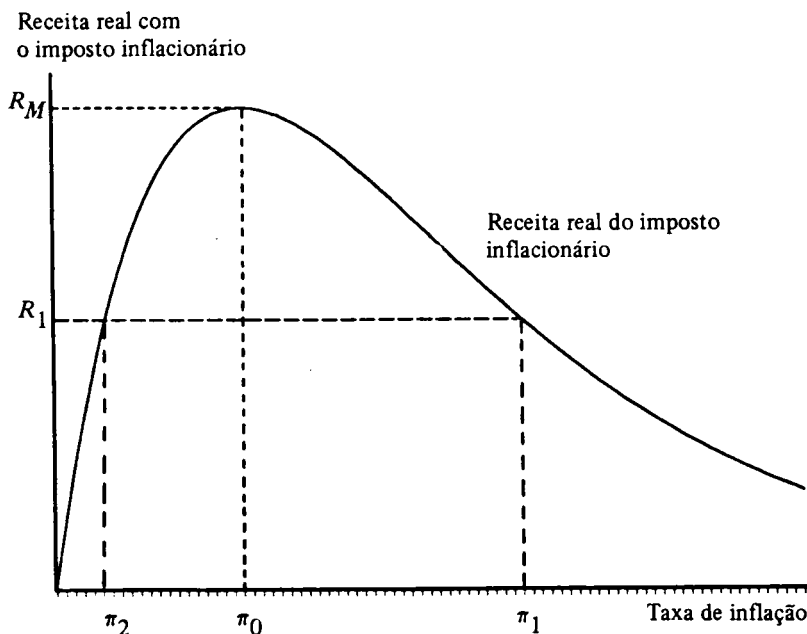
onde R/P é a receita real adicional que o governo recebe. Como qualquer outro imposto, a receita é o produto da alíquota do imposto, π , e da base de incidência do imposto, M/P . Esta função demanda por moeda particular produz uma relação entre receita real e inflação mostrada na figura 2. A receita real diminui quando um aumento de 1% na taxa de inflação causa uma queda na base de incidência (estoque real de moedas) maior do que 1%. É obviamente ineficiente gerar inflações mais elevadas do que π_0 . A receita obtida com a taxa de inflação π_1 pode ser obtida com uma taxa de inflação mais baixa, π_2 .

3. O financiamento do déficit e políticas inapropriadas para o setor financeiro

Muitos governos querem manter um custo baixo em seus empréstimos, por razões orçamentárias. Deve-se reconhecer, entretanto, que o custo social de um déficit governamental não é de nenhum modo relacionado ao custo de servir a dívida interna nacional. Este último é simplesmente o pagamento de uma transferência. O financiamento a baixo custo significa que os portadores, diretos ou indiretos, dos títulos do governo recebem um retorno mais baixo do que teriam em situação normal. Eles terão, portanto, menos incentivo para manter tais títulos voluntariamente. De modo a tornar a dívida do governo relativamente mais atrativa, sem elevar seus custos, os governos, freqüentemente, introduzem medi-

³ Nesta função de demanda do tipo Cagan, a renda é mantida constante.

Figura 2
Receita real obtida com a inflação



das para tornar os títulos privados menos atrativos. A medida mais óbvia é determinar um teto sobre as taxas de juros pagáveis sobre direitos financeiros privados. Políticas deste tipo podem ser denominadas restrições financeiras.

As restrições financeiras estimulam as instituições financeiras e os instrumentos financeiros dos quais o governo pode tirar significativa senhoriagem, e desestimulam todas as outras instituições e instrumentos financeiros. Por exemplo, os sistemas monetário e bancário são favorecidos e protegidos porque as reservas compulsórias e a aquisição compulsória de títulos do governo podem ser impostas para absorver esta fonte de poupança para o setor público, a custo zero ou baixo em termos de taxas de juros. Os mercados de títulos privados e de ações são oprimidos via impostos sobre operações, taxas de aprovação, impostos especiais sobre rendimento de capital, e uma estrutura legal inútil, porque a senhoriagem não pode ser extraída tão facilmente de títulos privados e ações. Limites superiores para taxas de juros são impostos para conter a competição pelos recursos levantados pelo setor público junto ao setor privado. Medidas tais como a imposição de controles cambiais, de tetos para taxas de juros, de reservas compulsórias elevadas, e a supressão ou o não-desenvolvimento de mercados de capital privados podem aumentar o fluxo de recursos domésticos para o setor público, sem impostos, inflação ou taxa de juros mais elevadas (Fry 1973; Nichols, 1974).

Uma restrição financeira bem-sucedida é exemplificada por uma maior proporção de recursos do sistema financeiro sendo transferidos ao setor público, e por três efeitos sobre a demanda por moeda: uma mudança para a direita da

função; maior elasticidade-renda; e menor elasticidade-juros. A restrição financeira bem-sucedida torna a velocidade de circulação da renda baixa e cadente. Tudo isto permite que um déficit público mais elevado seja financiado a uma dada taxa de inflação e a um dado nível de taxa nominal de juros. Entretanto, o custo, em termos de aperto de crédito para o setor privado, é geralmente muito alto. Para minimizar este aperto, o financiamento do déficit pode combinar reservas compulsórias, para receita de impostos, com letras do Tesouro que apresentam rendimentos competitivos com o mercado, para estimular a competição no setor financeiro.

Políticas de créditos setoriais ou seletivos são componentes comuns de restrições financeiras. As técnicas empregadas para reduzir os custos de financiamento de déficits governamentais também podem ser usadas para encorajar o investimento privado em atividades que o governo considera prioritárias. As taxas de juros sobre os empréstimos para estes investimentos são subsidiadas. O custo destes subsídios é compensado pelos aplicadores que recebem menores taxas de juros em suas aplicações, e pelos tomadores de empréstimos não subsidiados, que pagam taxas de empréstimos de mercado mais elevadas. Políticas de crédito seletivo necessitam de restrição financeira, pois, em caso contrário, os canais financeiros se desenvolveriam rapidamente no sentido de redirecionar créditos subsidiados para aplicações de retornos mais elevados. Para que as políticas de crédito seletivo realmente funcionem, os mercados financeiros devem permanecer segmentados e restritos.

Políticas de créditos seletivos ou programas de créditos direcionados reduzem a flexibilidade do sistema financeiro, enquanto aumentam sua fragilidade. Não há evidência de que elas melhoram a eficiência econômica ou a alocação de recursos. Restrições sobre carteiras de aplicações reduzem os recursos disponíveis para os empréstimos de bancos, direta e indiretamente, ao reduzir a atratividade dos depósitos bancários.⁴ Elas também aumentam a fragilidade do sistema financeiro, ao forçar instituições financeiras a aumentar a exposição ao risco sem nenhum retorno compensatório. Os programas de créditos direcionados são parcialmente responsáveis pelo volume alarmante de ativos não-resgatáveis escriturados nos livros contábeis de muitas instituições financeiras dos países em desenvolvimento.

Os organismos internacionais de crédito, inadvertidamente, combinaram problemas no setor financeiro de muitos países em desenvolvimento, burlando completamente os sistemas financeiros domésticos ou aplicando suas próprias políticas de crédito através de diferentes taxas de juros subsidiadas. Recentemente, entretanto, a conscientização dos efeitos colaterais danosos dos programas de auxílio aumentou, em parte devido à maior ênfase, dos organismos internacionais de crédito, a empréstimos para programas estruturais e de ajustamento, de modo oposto aos projetos de assistência.

Mercados financeiros não-competitivos, um dos efeitos colaterais de políticas governamentais de créditos seletivos. Em geral, a especialização dentro dos setores financeiros dos países em desenvolvimento ocorre não por causa da efi-

⁴ Os poupadores sempre têm a opção de usar ativos tangíveis não-produtivos como proteção contra a inflação.

ciência inerente à divisão do trabalho, mas sim como um resultado de decretos e proibições. Longe de reduzir custos de intermediação, a especialização produzida desse modo, em geral os elevou. Em muitos países em desenvolvimento, as instituições financeiras especializadas foram estabelecidas com franquias exclusivas para atividades financeiras específicas ou setores específicos da economia. Obviamente, isso destruiu toda competição real ou potencial. Infelizmente, ela não alcançou o objetivo de distribuição eficiente e adequada de crédito. Também com muita frequência, os bancos especializados expropriaram recursos escassos para financiar investimentos grandes e ineficientes. Outros pequenos projetos de investimentos ficaram sem recursos.

A principal razão para a estagnação nos setores financeiros da maioria dos países em desenvolvimento, nas últimas duas décadas, tem sido o desejo do governo de manipular o sistema financeiro para financiar suas próprias despesas, e, também, de investir em setores prioritários da economia a baixas taxas de juros. As políticas para o setor financeiro direcionadas a este objetivo criaram ou reforçaram o oligopólio nos mercados financeiros e o concomitante poder político de grandes bancos. Sob tais condições, os banqueiros têm um forte interesse oculto em resistir à liberalização financeira e à inovação. Medidas políticas, tomadas com o propósito de atender às exigências fiscais, sempre negaram reformas financeiras e retardaram o desenvolvimento financeiro. Impostos discriminatórios de um tipo ou outro foram impingidos à intermediação financeira. Reservas compulsórias elevadas, aquisição compulsória de títulos do governo pelas instituições financeiras, e tetos para taxas de juros sobre depósitos à vista e sobre empréstimos representam uma seleção das medidas mais frequentemente usadas, que têm reprimido o desenvolvimento financeiro.

Taxas de juros administradas a níveis baixos são endêmicas nos países em desenvolvimento. Mesmo onde os programas de desenvolvimento financeiro foram iniciados, as taxas de juros raramente foram liberadas para encontrar seus níveis de equilíbrio em um mercado livre. Nos países da América Latina (e na Turquia) que aboliram os tetos sob as taxas de juros, as taxas, entretanto, alcançaram níveis muito elevados em termos reais. A eficácia da liberalização imediata das taxas de juros, como parte de um pacote de estabilização, parece agora duvidosa. Algum grau de estabilidade de preços parece ser um pré-requisito essencial para o sucesso de liberalização financeira.

Tetos sobre as taxas de juros distorcem a economia de três maneiras: primeiro, taxas de juros baixas produzem um viés em favor do consumo corrente, portanto, reduzem a poupança. Segundo, os emprestadores de recursos potenciais podem se engajar em investimentos diretos e de baixo retorno, ao invés de emprestar para o financiamento de investimentos de retornos elevados, ao depositar dinheiro em um banco. Terceiro, os tomadores de recursos bancários que são capazes de obter todo o recurso que querem a baixas taxas de juros, escolherão projetos relativamente capital-intensivos. Quando estes tomadores de recursos favorecidos prosperam e se expandem, seu poder político para manter o *status quo* aumenta.

Tetos para taxas de juros sobre depósitos e empréstimos tendem a piorar a distribuição de renda. Primeiro, a maior parte da renda da economia vai para grandes tomadores de recursos, antes do que para pequenos poupadores/empres-

tadores, quando as taxas de juros sobre depósitos e empréstimos são mantidas bem abaixo de seus níveis de equilíbrio de mercado. A distribuição de renda, provavelmente, piora, principalmente quando as firmas que tomam recursos são, predominantemente, companhias dirigidas por famílias. Segundo, os métodos de produção capital-intensivos encorajados por taxas de juros baixas reduzem a demanda por mão-de-obra. Por conseguinte, o salário da mão-de-obra não qualificada cai. A dualidade criada pelos ineficientes investimentos de pequena escala, por um lado, e pelos investimentos em larga escala e excessivamente capital-intensivos, por outro, gera maiores variações nos salários. Na prática, os empréstimos bancários se tornam concentrados nas mãos de um pequeno número de clientes grandes e bem estabelecidos. A maior concentração econômica tende a reduzir a eficiência econômica. Em suma, as políticas de créditos seletivos e direcionados constituem uma estratégia ou mecanismo de desenvolvimento totalmente inapropriado à distribuição de renda.

A seguinte citação com relação a Portugal descreve um caso típico de restrição financeira: "Para financiar o seu déficit, o governo adquiriu amplos direitos sobre a oferta de poupança interna, preservando um mercado protegido para a emissão de seus títulos. Além disso, o acesso do setor privado ao mercado de títulos domésticos foi efetivamente reduzido, via manutenção de uma taxa de juros máxima para a emissão de títulos, ao nível de 5%" (Lundberg, 1964, p. 40). O teto para os rendimentos dos títulos privados, após impostos, em Portugal, era mais baixo do que a taxa oferecida sobre os títulos do governo. Mesmo com estes tetos para as taxas de juros aplicados sobre os instrumentos financeiros competitivos, os retornos dos títulos governamentais eram tão baixos que virtualmente nenhuma compra voluntária ocorreu: "Na realidade, a grande maioria dos títulos de dívida pública foi adquirida pelas instituições de bem-estar social, pelos bancos comerciais, pela Caixa Geral de Depósitos e pelas companhias de seguros" (Banco de Portugal, 1963, p. 52). Entretanto, a senhoriagem na forma de oferta de moeda (amplamente definida para incluir moeda em circulação, depósitos à vista e depósitos a prazo — M_2) foi ampla e crescente. A velocidade de circulação da moeda em Portugal caiu suavemente de 1,46 em 1962 para 1,09 em 1973.

A restrição financeira também obteve êxito na Turquia, durante a década de 60. A velocidade de circulação (novamente usando M_2) caiu de 5,26 para 3,66 entre 1963 e 1970, um período de estabilidade de preços e de rápido crescimento econômico. Os tetos sobre taxas de juros protegeram os bancos, o ganso dourado do governo, da competição estrangeira. Tão logo os títulos privados mostraram sinais de que se tornariam uma séria ameaça competitiva no início da década de 70, os controles foram reforçados. Fenômenos similares foram detectados na Coreia desde 1965.

Tetos sobre taxas de juros, estabelecidos para limitar a competição, são fortemente desestabilizadores em caso de choques inflacionários. Do mesmo modo que tetos sobre taxas de juros sobre depósitos nos Estados Unidos e em outros países industriais causaram desintermediação em períodos de inflação crescente e de taxas de juros de mercado também crescentes, as limitações sobre taxas de juros em países em desenvolvimento causaram mudanças desestabilizadoras nas aplicações de ativos financeiros para ativos tangíveis, quando a inflação

acelerou. Estas reações aumentaram visivelmente o choque inflacionário inicial. De modo característico, parece que a repressão financeira — distorção indiscriminada de preços financeiros, incluindo taxas de juros e taxas de câmbio — é a consequência não-intencional da fixação de baixas taxas de juros nominais combinada com inflações elevadas e crescentes.

Ironicamente, os esforços para limitar os custos com juros e as consequências inflacionárias do financiamento do déficit podem produzir inflação mais elevada no longo prazo. A solução preferível à restrição financeira, para reduzir o custo dos déficits governamentais, seria a adoção de reservas compulsórias diferenciadas. A política ótima de reserva compulsória é discutida na seção 5.

Os bancos centrais da maioria dos países industrializados usam operações de mercado aberto para afetar a base monetária. As operações de mercado aberto pelos bancos centrais dos países em desenvolvimento são normalmente impossíveis; a maioria dos países em desenvolvimento não possui mercados financeiros abertos funcionando, para que as trocas possam ocorrer. Na prática, portanto, o controle monetário deve ser exercido através de reservas compulsórias e pelo mecanismo de redesconto.

Como característica, os bancos centrais dos países em desenvolvimento usam o redesconto para amparar políticas de créditos governamentais seletivos ou direcionados. Entretanto, o mecanismo de redesconto não pode ser usado para controle monetário, quando seu uso é restrito ao financiamento de atividades prioritárias a taxas de juros subsidiadas. Por conseguinte, o mecanismo de redesconto é, nitidamente, um instrumento não apropriado para alcançar objetivos como políticas de créditos seletivos, por causa das repercussões sobre o estoque de moeda.

Mesmo quando os redescontos são usados para o controle monetário, os bancos centrais dos países em desenvolvimento tendem a usar este expediente não em base de preços. Ao invés de determinar uma taxa de redesconto e atender toda a demanda pelos bancos a uma taxa fixa, os bancos centrais, de modo geral, fixam uma taxa abaixo da de mercado e racionam o excesso de demanda que é gerado. O mesmo controle pode ser conseguido de modo mais eficiente leiloando o volume fixo de redescontos, contanto que o conluio entre os participantes possa ser evitado. A taxa de juros de mercado para o redesconto oferecido ajustaria a demanda à quantidade fixa ofertada. Ela também aumentaria a receita para o governo através de lucros mais elevados para o Banco Central.

Um mecanismo mais simples e mais eficiente para o sistema de redesconto seria a utilização de um sobregiro autorizado pelo Banco Central. Em vez de examinar cada título (letra) apresentado para redesconto, o Banco Central poderia fornecer um limite de sobregiro para cada banco. O volume total de sobregiro poderia também ser fixado e leiloado entre as instituições tomadoras de depósitos.

4. Financiamento externo

O financiamento do déficit governamental via fontes externas pode parecer ser a opção menos distorsiva. Há, entretanto, efeitos positivos em termos de fluxos, e negativos em termos de estoque. Um aumento no influxo de capital externo

aumenta o fluxo total de poupança disponível para investimento. Porém, quando a dívida externa aumenta, o setor privado pode reagir retirando ativos do país. De qualquer forma, à medida que os empresários externos para o governo são monetizados, as consequências inflacionárias são as mesmas que tomar empréstimos diretamente do Banco Central. Para evitar isto, a moeda estrangeira deve estar disponível para o setor privado substituir demanda doméstica por demanda estrangeira, e, assim, aliviar pressões de demanda sobre o dispêndio doméstico.

O amplo déficit do governo federal norte-americano gerou um novo interesse na hipótese da equivalência de Ricardo: o efeito de dispêndios governamentais mais elevados é o mesmo se financiado por empréstimos ou por impostos. No caso do financiamento da dívida, os indivíduos percebem que eles terão que pagar impostos mais elevados no futuro para compensar o pagamento de juros sobre a dívida governamental recentemente contraída, e, portanto, consomem menos agora e também no futuro. Uma poupança privada mais elevada pode compensar totalmente uma menor poupança do setor público (ou uma maior des poupança do setor público).

Os déficits governamentais e a dívida que eles causam podem não ter impacto sobre a poupança nacional se: os impostos não são distorcionários; e se os indivíduos não sofrem restrições quanto a empréstimos; prevêem o pagamento futuro de juros sobre a dívida; reconhecem que suas rendas disponíveis serão proporcionalmente reduzidas no futuro, e, portanto, reduzem seu consumo presente de modo adequado, logo, aumentando suas poupanças. Este argumento de equivalência de Ricardo parece particularmente implausível para países em desenvolvimento com mercados financeiros rudimentares, nos quais muitos indivíduos sofrem restrições de empréstimos. Além disso, enquanto o déficit governamental resultar em investimentos socialmente produtivos, a renda disponível dos indivíduos não será reduzida no futuro.

De qualquer modo, a teoria da equivalência de Ricardo está baseada em um modelo de economia fechada.⁵ Em uma economia aberta, entretanto, os indivíduos podem evitar/fugir de impostos futuros, removendo suas poupanças para o exterior ilegalmente. Como consequência, a poupança nacional medida pode cair, mesmo no caso improvável em que o nível real da poupança permaneça constante. Neste caso, a taxa de poupança nacional medida cairia quando a dívida interna do governo, e logo o impacto dos impostos futuros esperados, caísse. Um caso análogo pode ser construído para o efeito da dívida externa do governo.

⁵ De fato, David Ricardo (1951, p. 247-8) afirma: "Um país que acumulou uma dívida elevada se coloca em uma situação muito artificial; e embora a quantidade de impostos e o preço elevado da mão-de-obra possa não, e eu acredito que não, colocá-lo sob qualquer outra desvantagem com relação aos países estrangeiros, exceto a inevitável desvantagem de pagar os impostos acima, torna-se, entretanto, o desejo de todos os contribuintes retirar este fardo de seus ombros e transferir este pagamento para outro; e a tentação dos contribuintes de se mudar com seu capital para outro país, onde ele estará isento destes impostos, torna-se, após algum tempo, irresistível. Assim é vencida a relutância natural que cada homem sente em abandonar seu local de nascimento e o cenário de seus antigos relacionamentos. Um país que se envolve em dificuldades servindo a este sistema artificial, agiria sabiamente se separando dele, com o sacrifício de qualquer parte de sua propriedade, que poderia ser necessário para redimir sua dívida. Isto que é sábio para um indivíduo, é também sábio para uma nação.

Os governos da maioria dos países em desenvolvimento garantem o pagamento da maior parte dos empréstimos externos contraídos pelo setor privado. Presumivelmente, Ricardo sustentaria que se os indivíduos esperam que a existência de empréstimos externos garantidos pelo governo implique gastos governamentais e, como consequência, maiores impostos no futuro, a poupança privada aumentaria quando as garantias fossem estendidas. Logo, a hipótese de equivalência de Ricardo sugere que o aumento da dívida externa garantida pelo governo poderia elevar a taxa de poupança nacional, já que esta futura obrigatoriedade contingente do governo não reduz o nível corrente de sua poupança.

Entretanto, quando os indivíduos vêem a dívida externa aumentar, eles podem antecipar um futuro aumento de pagamento de impostos, devido ao serviço da dívida. Eles terão, portanto, um crescente incentivo para transferir seus ativos para o exterior. Além disso, os poupadores conseguem perceber que uma dívida externa elevada e crescente pode incitar o governo a estimular as exportações. Isto envolveria uma desvalorização da taxa real de câmbio. Neste caso, os retornos reais brutos sobre os ativos mantidos no exterior poderiam ser maiores do que os retornos reais brutos sobre os ativos domésticos. Por estas razões, portanto, se poderia esperar que um valor mais elevado da dívida externa garantida pelo governo reduzisse a poupança nacional medida, implicando um deslocamento para a esquerda da função poupança na figura 1.

Dívidas mais elevadas aumentam o prêmio de risco específico ao país. O prêmio de risco mede o hiato entre as taxas de juros interna e externa após o ajustamento para mudanças esperadas na taxa de câmbio. Assim, dívidas mais elevadas implicariam aumento da taxa de juros e haveria um movimento de ascensão sobre a curva de poupança na figura 1. O efeito financeiro ou da taxa de juros sobre a poupança poderia ser oposto ao efeito fiscal descrito acima.

É possível que, nos seus estágios iniciais, o acúmulo de dívida possa, realmente, estimular o investimento. Oportunidades rentáveis de investimentos nas atividades de exportação podem ser percebidas, quando a elevação da dívida externa e o direcionamento para a obtenção de divisas são intensificados. Em algum ponto, entretanto, o endividamento externo detém o investimento doméstico, porque eleva a probabilidade de maiores impostos sobre ativos domésticos no futuro. Isto provocaria um deslocamento para a esquerda da função investimento na figura 1. Anne Krueger (1987, p. 163) sugere que as obrigações com o serviço da dívida constituem um problema de finanças públicas: "Quando as obrigações com o serviço da dívida são elevadas, o aumento dos recursos públicos para servir à dívida, provavelmente irá reduzir os incentivos e os recursos disponíveis para o setor privado de modo suficiente para obstruir a reação dos investimentos." Jeffrey Sachs (1986, p. 416-8) documenta os efeitos deletérios da formação de dívida externa sobre os investimentos na América Latina.

A proporção da dívida poderia, também, ser uma *proxy* para o prêmio de risco específico ao país ou para a intensidade do racionamento de crédito imposto pelos credores externos. Neste caso, a proporção da dívida externa pode afetar a taxa de investimento negativamente, porque ela reflete um custo mais elevado (possivelmente infinito no caso de racionamento) dos recursos para investimentos, implicando um movimento de ascensão sobre a função investimento na figura 1. Empiricamente, é impossível distinguir entre uma mudança na curva de

investimento ou sobre a curva de investimentos, provocada por um aumento na dívida externa.

Sachs (1986, p. 416-7) explica os efeitos da acumulação de dívida sobre os investimentos na América Latina (onde, naturalmente, os influxos de capitais foram acentuadamente reduzidos), como segue: "A dívida externa pendente desencoraja os investimentos pelo setor público, mesmo além de seus impactos diretos no orçamento. Um governo frágil, em meio a uma tempestade caracterizada por um padrão de vida em movimento espiral descendente, não pode mudar o dispêndio, passando de consumo para investimento, sem justificar a mudança politicamente, baseado no fato de que os cidadãos no país estarão, em breve, muito melhor em virtude do investimento. Porém os cidadãos dos países devedores crêem que uma mudança de consumo para investimento servirá principalmente, e talvez somente, para aumentar a capacidade do país em servir sua dívida. A menos que um aumento nos gastos com investimentos seja combinado com substancial redução da dívida, o aperto necessário sobre o consumo será visto como algo que é feito para o Citibank, e não para a própria nação.

A pendência da dívida também encoraja a fuga de capital, o que deprime ainda mais os investimentos. Como o setor privado entende que o setor público está ávido por recursos, nenhum aplicador astuto deixará o seu patrimônio visível, de modo a chamar a atenção das autoridades fiscais para fontes de receitas disponíveis. Os aplicadores mantêm seus ativos fora do país para evitar taxaço; esta nova poupança privada simplesmente se transforma em fuga de capital, ao invés de se transformar em investimento real. A fuga de capital é, agora, um sintoma da dívida pendente, e não uma causa, como era inicialmente quando refletia a conversão de ativos financeiros domésticos em ativos financeiros estrangeiros, em antecipação a desvalorizações de moedas sobrevalorizadas.

O investimento privado foi obstruído mesmo nos setores da exportação, os quais dependem mais de demanda externa do que doméstica, e que obtiveram ganhos substanciais em termos de lucratividade, devido às depreciações reais do câmbio desde 1982. Os empresários do setor privado não se sentem seguros deixando moeda no seu próprio país, ainda que em um setor temporariamente lucrativo, se é aparente que o resto da economia, e talvez o próprio governo, esteja entrando em colapso. Os investimentos são vulneráveis não somente às elevações de impostos, mas também à possibilidade de que o governo irá, em algum ponto, abandonar o serviço da dívida, repudiá-la e, depois disso, permitir uma forte valorização real do câmbio uma vez mais."

Que alguns países em desenvolvimento tomaram recursos externos em demasia, certamente não é novidade. Michael Bruno (1985), Richard Cooper & Sachs (1985), Carlos Díaz-Alejandro (1985), Arnold Harberger (1986), e Ronald McKinnon (1989), todos oferecem explicações para a tendência do setor privado, de tomar mais recursos no exterior do que é socialmente ótimo, a menos que sejam restringidos a não fazê-lo. Bruno (1985, p. 868) e Harberger (1986, p. 157-8) mostram que a teoria da tarifa ótima pode ser aplicada à taxaço do influxo de capital externo, quando um país se defronta com uma curva de oferta de recursos externos positivamente inclinada. Neste caso, o bem-estar geral do país pode ser elevado, ao se reduzir os incentivos para tomar empréstimos no exterior, através de um imposto sobre o endividamento externo. Bruno

(1985, p. 868) também sustenta que a diferença nas velocidades de ajustamento justifica restrições de ingressos de capital durante um programa de liberalização. Cooper & Sachs (1985, p. 34-5) mostram que uma política de *laissez-faire* com relação à tomada de empréstimos externos é justificada somente sob condições muito restritivas. Especificamente, o setor privado tem que ter expectativas racionais com relação a uma crise de liquidez; a probabilidade desta crise não pode ser uma função do nível global da dívida externa; o setor privado tem que acreditar que o governo não irá abandoná-lo; e a crise de liquidez não pode causar uma onda de falências. Días-Alejandro (1985, p. 18) e McKinnon (1989, p. 38-42) perseguem a condição de abandono. Eles sustentam que os seguros sobre depósitos e as garantias do governo, combinadas com regulamentação inadequada, geraram um forte incentivo para que os bancos multinacionais emprestassem em demasia aos países em desenvolvimento. Em suma, o envolvimento do governo afetou o processo de tomada de recursos externos e de empréstimos de um modo bastante previsível.

A evidência empírica sugere que os ingressos de capital estimulam o crescimento, ao permitir que o investimento exceda a poupança e ao estimular os investimentos através do efeito da taxa real de câmbio. Entretanto, um estoque crescente de dívida externa terá, potencialmente, três impactos negativos sobre o crescimento: reduz a taxa de poupança medida (ao estimular a fuga de capital); detém o investimento doméstico; e reduz a eficiência do investimento. Estes efeitos negativos do estoque da dívida começam a compensar os efeitos positivos do fluxo da dívida, quando a relação dívida/PNB alcança cerca de 0,5, correspondendo a uma relação dívida/exportação de cerca de 2,4 (Fry, 1989). O problema surge da ausência de qualquer impedimento automático à acumulação continuada de dívida externa, após seus efeitos se tornarem malignos.

5. O imposto inflacionário sobre as reservas compulsórias

O Banco Mundial (1985) recomenda a redução das reservas compulsórias, de modo a melhorar a eficiência da intermediação financeira. Entretanto, Robert Myers, Hafez Ghanem e Licia Salice (1986, p. 18) concluem. "Há, usualmente, mais do que uma combinação de reservas compulsórias e taxas de inflação que cobririam um dado nível de déficit orçamentário. No momento, os economistas não dispõem de ferramentas que os capacitem a determinar uma combinação preferida. Isto implica que a recomendação do Banco de reduzir as reservas compulsórias, em muitos casos, pode ser uma receita para inflações mais elevadas, a menos que o déficit seja reduzido."

Esta seção tenta fornecer as ferramentas necessárias para determinar a combinação preferida.

O uso de reservas compulsórias fornece um modo menos ineficiente de financiar um déficit governamental do que a restrição financeira com o objetivo de reduzir o custo dos recursos para o governo. Para as reservas compulsórias funcionarem efetivamente sob este propósito, elas têm que ser aplicadas em todas as instituições financeiras e mercados. Seguramente, as reservas compulsórias colocam uma cunha entre as taxas de juros sobre depósitos competitivos e

sobre empréstimos.⁶ Por outro lado, a disponibilidade de crédito é frequentemente mais relevante do que seu custo em termos de juros. A restrição financeira reduz a disponibilidade de crédito para o setor privado; as reservas compulsórias simplesmente o torna mais caro.

As reservas compulsórias interagem com a taxa de inflação, extraindo receitas para o financiamento do déficit. O simples modelo abaixo mostra seus efeitos:

$$LL = 1,05 - 10 (i_L - \pi); \quad (6)$$

$$DD = 1 - 4 (i_T); \quad (7)$$

$$TD = 10 (i_T) - 6 (\pi); \quad (8)$$

$$i_T = (1 - k) (i_L); \quad (9)$$

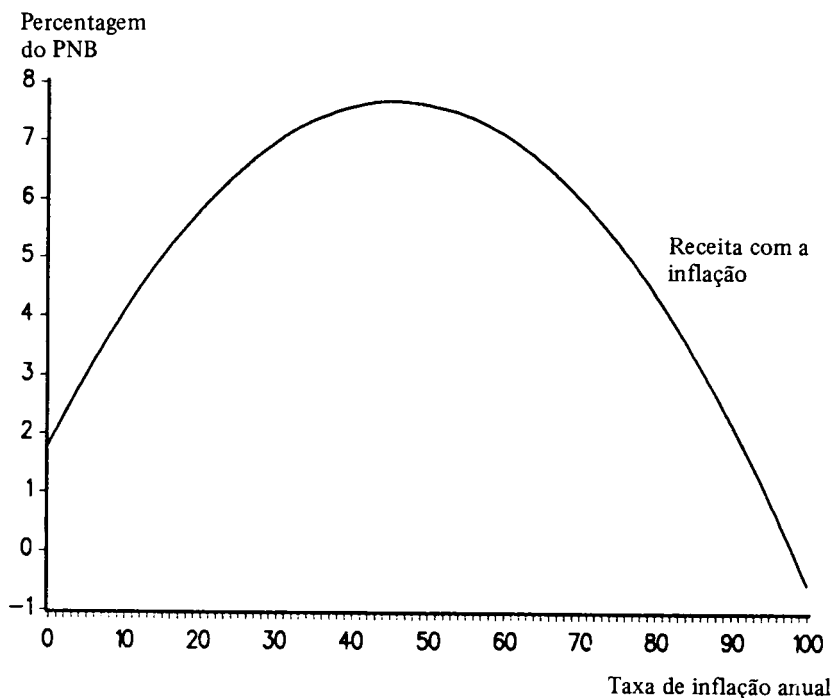
$$LL = 0,75 (DD) + (1 - k) (TD). \quad (10)$$

A equação (6) é a de demanda por empréstimos do setor privado, onde LL é a quantidade de empréstimos em relação ao PNB, i_L é a taxa de juros nominal de empréstimos, e π é a taxa de inflação (todas as taxas de juros e de inflação são expressas como taxas compostas continuamente em termos proporcionais e não em percentuais). As equações (7) e (8) são as funções de demanda pelo estoque de moeda que não rende juros, DD , e por depósitos a prazo TD , ambos expressos com relação ao PNB, e i_T é a taxa nominal de juros sobre os depósitos a prazo. A equação (9) dá a relação entre a taxa de juros sobre os depósitos a prazo e a taxa sobre empréstimos, em um sistema bancário competitivo, de custo zero, e sujeito a uma relação de reservas compulsórias sobre depósitos a prazo igual a k . Finalmente, a equação (10) dá o volume de empréstimos ao setor privado. Neste exemplo particular, o governo extrai um quarto do componente da oferta de moeda que não rende juros, como senhoriação, através de uma relação de reservas requeridas constante e igual a 0,25.

Embora a equação de demanda por empréstimos (6) seja totalmente hipotética, as equações de demanda pelos componentes do estoque de moeda, equações (7) e (8), são baseadas em valores reais dos coeficientes para os países em desenvolvimento de renda média que não experimentaram inflações elevadas e voláteis no passado recente (Fry, 1978, 1980, 1981a, 1981b). A solução deste sistema de equações produz uma relação entre receita como percentagem do PNB e inflação, mostrada na figura 3, onde k é 25%. Isto mostra um déficit máximo sustentável financiado pelo imposto inflacionário igual a 7,7% do PNB, a uma taxa anual de inflação de 46%.

⁶ Alain Ize (1986) mostra que aumentar a taxa de reservas compulsórias para aumentar a senhoriação conduz à desintermediação financeira. Isto, por sua vez, eleva a diferença entre as taxas de juros sobre os depósitos e sobre os empréstimos, o que desencoraja a tomada de empréstimos pelos indivíduos. De fato, os indivíduos aumentam suas poupanças no curto prazo. Num prazo mais longo, entretanto, os indivíduos estarão mais ricos, já que eles desejaram tomar menos empréstimos no passado, e o consumo deles, então, aumenta.

Figura 3
Receita governamental com inflação



Maximizar a receita da inflação não é um objetivo sensato. Primeiro, inflação mais elevada tende a reduzir outros impostos em termos reais, devido à defasagem de arrecadação. Segundo, inflação elevada e volátil retarda o crescimento econômico (Harberger & Edwards 1980, p. 31-3; Killick, 1981, p. 7; Thirlwall, 1974, p. 70). Uma explicação para a relação negativa entre inflação e crescimento no longo prazo se baseia no fato de que uma estratégia de maximizar a receita a partir da inflação impõe um aperto de crédito danoso, em termos reais, ao setor privado. Devido a este aperto de crédito e ao fato de que inflação alta é inevitavelmente mais volátil, e logo menos previsível, o investimento declina. A incidência empírica sugere que, na maioria dos países em desenvolvimento, as finanças inflacionárias tornam-se excessivamente custosas em termos de crescimento econômico perdido, quando produzem taxas de inflação anuais acima de 20%. A Coreia combinou taxas de inflação na faixa de 10-30% com crescimento elevado no período 1974-80. A Grécia manteve taxas de inflação relativamente estáveis entre 12 e 25% no período 1973-1987.

Há uma forte associação entre a proporção do crédito doméstico absorvido pelo setor governo e a taxa de inflação. Em um estudo, Arnold Harberger (1981, p. 40) verifica que países em desenvolvimento sofrendo de inflação aguda (acima de 80% ao ano por pelo menos três anos) apresentaram uma relação entre crédito absorvido governamental e crédito doméstico total de 47%. Sua amostra de paí-

ses em desenvolvimento sofrendo de inflações crônicas (acima de 20%, por pelo menos cinco anos) apresentou uma relação de 32%, enquanto o grupo de controle apresentou uma relação de 25%. Harberger interpreta estes resultados como apoio à hipótese de que os déficits governamentais são, de modo característico, a causa básica de inflações agudas e crônicas. Entretanto, eles também podem indicar um dos efeitos da inflação. Sem dúvida, a causalidade é circular: a expansão do crédito doméstico para financiar um déficit governamental cria inflação, que, por sua vez, reduz o tamanho real do sistema bancário, elevando, assim, a proporção do crédito governamental no total declinante.

Em qualquer dos dois casos, entretanto, a implicação em termos de política é a mesma. A evidência internacional sugere que este círculo vicioso pode ser evitado, contanto que as necessidades do setor governo de tomar recursos do sistema bancário não excedam cerca de 25% do total de crédito doméstico. Limitar a inflação a 20% ao ano e a senhoriagem a 25% permite que o país com as mesmas características que aquelas expressas nas equações (6) a (10) extraia receitas iguais a 5,7% do PNB, com imposto inflacionário.⁷

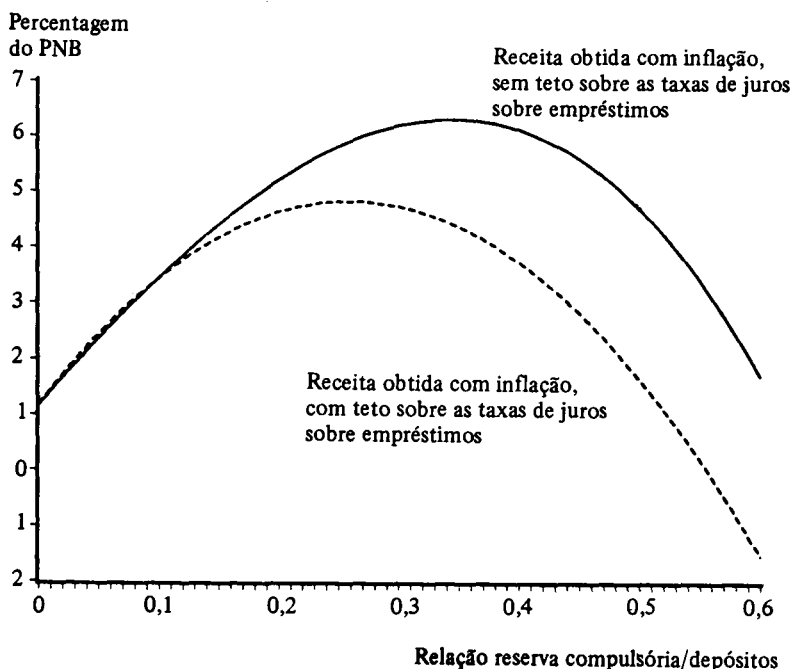
É possível, entretanto, elevar esta percentagem impondo reservas compulsórias diferenciais, em vez de uniformes, sobre os dois componentes do estoque de moeda. Usando o mesmo modelo, temos que a redução das reservas compulsórias sobre os depósitos a prazo de 0,25 para 0,1, e o aumento das reservas compulsórias sobre o componente do estoque de moeda que não rende juros para 0,96 deixam a taxa média requerida constante. No entanto, há um aumento da receita do imposto inflacionário, de 5,7% para 6,8% do PNB, e também elevação do volume de empréstimos ao setor privado, de 66 para 77% do PNB. Estes resultados são semelhantes às estimativas empíricas atuais para Portugal e Turquia (Fry, 1981a, 1981b, 1988, cap. 5).

A figura 4 mostra o que acontece à receita governamental quando as reservas compulsórias sobre os depósitos a prazo são aumentadas de zero para 0,6. Como as reservas compulsórias sobre depósitos a prazo são elevadas, quando nenhum controle é imposto sobre as taxas de juros institucionais, a receita aumenta consideravelmente mais quando um teto para a taxa de juros sobre empréstimos é imposto à taxa de juros sobre empréstimos de equilíbrio na ausência de reservas compulsórias sobre depósitos a prazo. Sob este teto para a taxa de juros de empréstimos, a disponibilidade de crédito para o setor privado é menor porque a demanda agregada por moeda é reduzida mais rapidamente. O crescente hiato entre taxas de juros sobre depósitos e sobre empréstimos não é nem mesmo parcialmente compensado por uma taxa de juros sobre empréstimos crescente.

As reservas compulsórias não somente elevam a receita para o governo, a custo zero em termos de juros, mas também eliminam a necessidade de restringir a intermediação financeira do setor privado. De fato, o governo se beneficia em termos de receita mais elevada, quanto mais forte for a demanda por crédito pelo setor privado. Ao elevar as taxas de juros institucionais, uma demanda por em-

⁷ Este teto sobre o imposto inflacionário é semelhante aos 15% projetados para a taxa de inflação no Brasil na época do Plano Cruzado, em 1986-87. O déficit sustentável estimado para o Brasil, sob esta taxa de inflação, também é semelhante àquele obtido aqui. (Banco Mundial, 1987, anexo 2)

Figura 4
 Receita governamental a partir de reservas compulsórias,
 com e sem um teto para as taxas de juros sobre empréstimos



préstimos mais forte eleva a demanda agregada por moeda, contra a qual foram impostas reservas compulsórias. Sob estas circunstâncias, é nitidamente ineficiente impor tetos, tanto para taxas de juros sobre depósitos, quanto para taxas de juros sobre empréstimos.

Anthony Courakis (1984) mostra que o aumento das reservas compulsórias irá, realmente, produzir um aumento na taxa de juros sobre depósitos, contanto que a elasticidade juros da demanda por empréstimos seja menor, em termos absolutos, do que a elasticidade juros da demanda por depósitos. Considere o seguinte modelo, com uma moeda homogênea que rende juros:

$$LL = 0,4 - 2 (i_L - \pi); \quad (11)$$

$$TD = 0,1 + 5 (i_T - \pi); \quad (12)$$

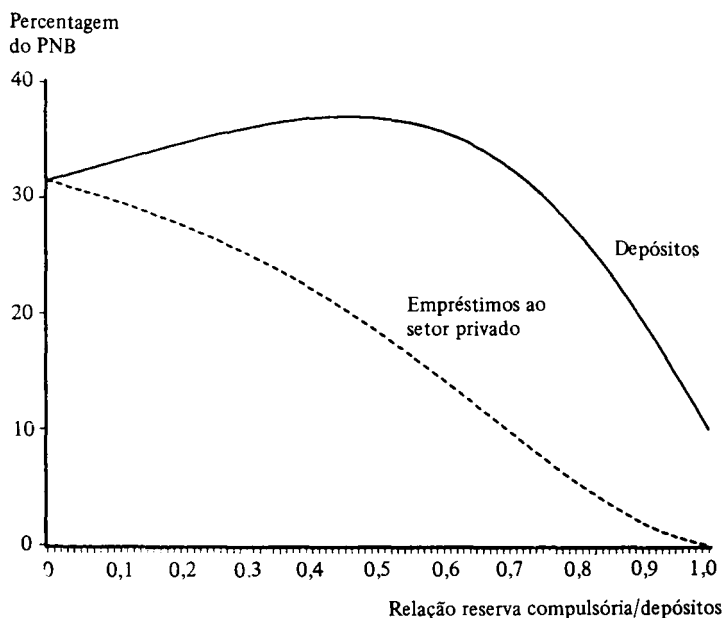
$$i_T = (1 - k) (i_L); \quad (13)$$

$$LL = (1 - k) (TD) \quad (14)$$

Neste caso particular, o volume de depósitos aumenta quando a relação reservas compulsórias/depósitos aumenta para 0,46. Depois disto, o volume de

depósitos declina. Em contraste, um imposto sobre a taxa de juros sobre depósitos, como uma fonte alternativa de receita governamental, produz um declínio monótono no volume de depósitos. Os depósitos e os empréstimos ao setor privado, a diferentes relações reservas compulsórias/depósitos e inflação zero, são mostrados na Figura 5.

Figura 5
Depósitos e empréstimos ao setor privado,
para relações reservas compulsórias/depósitos crescentes



6. Alguns princípios para financiamentos menos ineficientes do déficit público

1. Estabilizar a taxa anual de inflação abaixo de 20%. Inflações estáveis a taxas acima de 20% ao ano nunca são observadas.
2. Limitar a senhoriagem a 25% do crédito doméstico total. Relações créditos ao governo sobre créditos totais são acompanhadas por inflações em aceleração ou por taxas de crescimento econômico baixas.
3. Abolir a política de créditos seletivos. As políticas de créditos seletivos distorcem a eficiência alocativa e reduzem a mobilização de recursos domésticos, sem reduzir quaisquer benefícios mensuráveis.
4. Abolir especializações artificiais dentro do setor financeiro. Na maioria dos países em desenvolvimento, menos especialização e compartimentalização são pré-requisitos para um setor financeiro eficiente, agressivo e competitivo.
5. Impor reservas compulsórias intramarginais em vez de uniformes. Reservas compulsórias intramarginais ou outros impostos do tipo *lump sum* sobre o com-

ponente do estoque de moeda que não rende juros não criam distorções. Políticas eficientes de reservas compulsórias podem ser usadas para minimizar a inflação, dada a necessidade de financiamento do governo, ou para minimizar a extensão do deslocamento, i.e., maximizar os empréstimos bancários disponíveis ao setor privado.

6. Abolir tetos para taxas de juros institucionais, tão logo a inflação estabilize. Minimizar a inflação ou o deslocamento envolve maximizar a base de incidência do imposto inflacionário, i.e., o estoque real de base monetária. Isto tem que envolver a extinção de quaisquer tetos para taxas de juros sobre depósitos e sobre empréstimos. Num sistema bancário competitivo, quanto maior a taxa sobre empréstimos, maior a taxa sobre depósitos e, logo, maior a demanda por depósitos e também maiores as reservas compulsórias. Estabelecer uma relação reservas compulsórias/depósitos muito elevada aumenta a taxa de inflação necessária para financiar um dado déficit governamental.

7. Evitar a saída de capitais e aplicar reservas compulsórias sobre o ingresso de capitais. As reservas compulsórias impõem proteção negativa sobre os intermediários financeiros domésticos. A demanda de base monetária é elevada ao se interromper o movimento de capital, tanto a saída e a entrada. Evitar as saídas eleva a demanda por ativos financeiros locais, e evitar os ingressos eleva a demanda por empréstimos domésticos. Se os ingressos de capital privado são permitidos, eles devem ser taxados à mesma taxa do que os empréstimos locais, via reservas compulsórias semelhantes. As reservas compulsórias para ativos financeiros domésticos similares devem ser uniformes. Os depósitos denominados em dólar, se permitidos, acarretariam reservas compulsórias em "moeda local", idênticas aos depósitos em moeda doméstica. Isto introduziria a mesma cunha entre as taxas de juros sobre depósitos em dólar e sobre empréstimos (McKinnon & Mathieson, 1981).

8. Desenvolver um mercado para letras do Tesouro para promover competição dentro do setor financeiro.⁸ Letras do Tesouro negociáveis com um prazo curto de vencimento de, digamos, 30 dias, poderiam ser vendidos pelo Banco Central em nome do governo. Estas letras poderiam ser vendidas em leilões, uma vez por semana. A quantidade a ser vendida (e possivelmente um preço de restrição, abaixo do qual as vendas não seriam realizadas) seria anunciada pelo Banco Central durante a semana anterior. Os lances para as letras do Tesouro seriam dados antes da realização do leilão. Os lances poderiam tomar a forma de quantidades a serem compradas, a preços variando do preço mínimo ao valor de face da letra, a incrementos predeterminados. No momento do leilão, os lances seriam totalizados e o preço em vigor seria o menor em que a oferta excedesse ou igualasse a demanda. Uma pequena quantidade de letras não seria, portanto, vendida após cada leilão. O Banco Central também poderia estabelecer um mercado aberto para a revenda de letras do Tesouro. Inicialmente, o Banco Central poderia ofe-

⁸Para evitar o conluio, as letras do Tesouro deveriam ser atrativas para um grande número de pequenos poupadores. A experiência da Turquia, no começo da década de 1980, fornece um exemplo excelente de uma política que obteve êxito na emissão de títulos governamentais com rendimentos atrativos para estimular, ou pelo menos para simular, a competição no sistema bancário.

recer a recompra das letras do Tesouro, usando alguma fórmula para calcular um preço de oferta. Estabelecendo um mercado físico e oferecendo compras a um preço um pouco não atrativo aos vendedores potenciais, o Banco Central poderia atrair outros compradores, incluindo distribuidores e corretores, para o mercado.

Abstract

Public sector deficits are a fact of life in most developing countries, particularly in Latin America and the Caribbean. This paper starts by analyzing the macro-economic effects of deficit finance. It then turns to the relationship between the financial sector and ancillary policies pursued in conjunction with deficit finance. Some policies create an unnecessarily severe credit squeeze on the private sector, while others have less damaging effects. After examining recourse to foreign borrowing as a source of deficit finance, the paper turns to ways of using the reserve requirement to finance the government's deficit while minimizing the reduction of credit available to the private sector. The paper concludes with some principles of less inefficient deficit finance.

Referências bibliográficas

Balassa, Bela. *Public finance and economic development*. Washington, DC, World Bank, Aug. 1988. PPR Working Paper WPS 31

Banco de Portugal. *Report on the board of directors for the year 1962*. Lisbon, Banco de Portugal, 1963.

Blanchard, Olivier J. & Fischer, Stanley. *Macroeconomics*. Cambridge, MA, MIT Press, 1989.

Blejer, Mario I. & Cheasty, Adrienne. High inflation, heterodox stabilization, and fiscal policy. *World Development*, 16 (8): 867-81. Aug. 1988.

Bruno, Michael. The reforms and macroeconomic adjustments: introduction. *World Development*, 13 (8): 867-9, Aug. 1985.

Cooper, Richard N. & Sachs, Jeffrey D. Borrowing abroad: the debtor's perspective. In: Smith, Gordon W. & Cuddington, J. T. eds. *International debt and the developing countries*. Washington, DC, World Bank. 1985, p. 21-60.

Courakis, Anthony S. Constraints on bank choices and financial repression in less-developed countries. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 46 (4): 341-70, Nov. 1984.

Díaz-Alejandro, Carlos. Good-bye financial repression, hello financial crash. *Journal of Development Economics*, 19 (1/2): 1-24, Sept.-Oct. 1985.

Fry, Maxwell J. Manipulating Demand for Money. In: Parkin, Michael, ed. *Essays in modern economics*. London, Longman, 1973. p. 371-85.

———. Money and capital or financial deepening in economic development? *Journal of Money, Credit and Banking*, 10 (4): 464-75, Nov. 1978.

- Fry, Maxwell J. Money, interest, inflation and growth in Turkey. *Journal of Monetary Economics*, 6 (4): 535-45, Oct. 1980.
- _____. Monopoly finance and Portugal's government deficit. *Economia*, 5 (2): 315-23, May 1981a.
- _____. Government revenue from monopoly supply of currency and deposits. *Journal of Monetary Economics*, 8 (2): 261-70, Sept. 1981b.
- _____. *Money, interest, and banking in economic development*. Baltimore, John Hopkins University Press, 1988.
- _____. Foreign debt instability: an analysis of national saving and domestic investment responses to foreign debt accumulation in 28 developing countries. *Journal of International Money and Finance*, 8 (3), Sept. 1989 (no prelo).
- Harberger, Arnold C. In step and out of step with the world inflation: a summary history of countries, 1952-1976. In: Flanders, June & Razin, Assaf, eds. *Development in an inflationary world*. New York, Academic Press, 1981. p. 35-46.
- _____. Welfare consequences of capital inflows. In: Choksi, Armeane M. & Papageorgiu Demetris, eds. *Economic liberalization in developing countries*. Oxford, Basil Blackwell, 1986. p. 157-84.
- _____. & Edwards, Sebastian. *International evidence on the sources of inflation*. Chicago, University of Chicago, Department of Economics, Dec. 1980.
- Ize, Alain. Dynamic model of financial intermediation with perfect foresight. *International Economic Review*: 27 (1): 209-22, Feb. 1986.
- Killick, Tony. Inflation in developing countries: an interpretative survey. *ODI Review*, (1), 1981. p. 1-17.
- Krueger, Anne O. Debt, capital flows, and LDC growth. *American Economic Review*, 77 (2): 159-64, May 1987.
- Lundberg, Erik. *The financial system of Portugal*. Washington, DC, International Monetary Fund and World Bank, Oct. 1964.
- Mackinnon, Ronald I. Monetary stabilization in LDCs and international capital market. In: Krause, Lawrence B. & Kihwan, eds. *The liberalization process in economic development: essays in honor of Kim Jae-Ik*. Berkeley, Los Angeles, University of California Press, 1989.
- _____. & Mathieson, Donald J. How to manage a repressed economy. *Princeton Essays in International Finance*, (145), Dec. 1981.
- Myers, Robert; Ghanem, Hafez & Salice, Licia. *A review of policy proposals in bank financial sector work*. Washington, DC, World Bank, Feb. 1986. Economy Policy Notes n. CPD-3.
- Nichols, Donald A. Some principles of inflationary finance. *Journal of Political Economy*, 82 (2): 423-30. Mar.-Apr. 1974.
- Ricardo, David. *On the principles of political economy and taxation*. Ed. by Piero Sraffa. London, Cambridge University Press, 1951.

Sachs, Jeffrey D. Managing the LDC debt crisis. *Brookings Papers on Economic Activity*, (2): 397-431. 1986.

Tanzi, Vito. Is there a limit to the size of fiscal deficits in developing countries? In: Herber, Bernard P. *Public finance and public debt: proceedings of the 40th Congress of the International Institute of Public Finance, Innsbruck, 1984*. Detroit, Wayne State University Press, 1986. p. 139-52.

Thirlwall, Anthony P. *Inflation, saving and growth in developing economies*. London, Macmillan, 1974.

World Bank. *Financial intermediation policy paper*. Washington, DC, World Bank, Industry Department, July 1985.

———. Brazil: a macroeconomic evaluation of the Cruzado Plan. Washington, DC, World Bank, 1987.

Uma revista acadêmica é tão boa quanto for a qualidade dos artigos que publica. Obviamente, a contribuição maior é dos autores. Entretanto, o controle de qualidade é exercido por aqueles que emitem parecer sobre o conteúdo dos artigos. Deste modo, faz-se mister agradecer a colaboração de:

- Cláudio Contador
- Dionísio Dias Carneiro
- Eduardo Facó Lemgruber
- Eduardo Fonseca Gianetti
- Elcyon Caiado Rocha Lima
- Eustáquio Reis
- Helson Cavalcante Braga
- Honório Kume
- João Carlos Ferraz
- Joaquim Andrade
- José Afonso Bicalho Beltrão da Silva
- José Carlos Miranda
- José Cláudio Ferreira da Silva
- José Luiz Carvalho
- José Paulo Teixeira
- Léo da Rocha Ferreira
- Luiz Aranha Correa do Lago
- Maria José Monteiro
- Maria Silvia Bastos Marques
- Maria Silvia Possas
- Mario Veloso Costa
- Martim Smolka
- Ney Brito
- Paulo Bastos Tigre
- Ralph Zerkowski
- Rodolfo Hoffmann
- Simão Davi Silber
- Uriel de Magalhães

NOTA

Na capa e no sumário da *RBE* nº 2, abr./jun. 1989, omitimos o nome de Pyo-Hwan Han, co-autor do artigo Tendências internacionais na indústria eletrônica e a estratégia de industrialização.

