

## 4. A macroeconomia perversa da estagnação: dívida, déficit e inflação no Brasil\*

A estagnação e as altas taxas de inflação são as principais características da economia brasileira nos anos 80. Um país que nos últimos cem anos se desenvolveu a taxas muito elevadas teve o seu caminho de crescimento subitamente interrompido em 1981. Em 1988, a renda *per capita* era inferior à de 1980. Num primeiro momento — entre 1981 e 1983 — a diminuição no ritmo de crescimento foi corretamente atribuída ao esforço de ajustamento imposto pela crise da dívida; numa segunda etapa — 1984 a 1986 — a crise parecia estar superada e o processo de ajuste parecia haver logrado sucesso; desde 1987, porém, a crise está de volta. Naquele ano, o PIB cresceu à mesma taxa do crescimento populacional; a taxa de crescimento do PIB em 1988 foi negativa (0,1%). Em 1989 a economia voltou a apresentar um crescimento positivo, embora modesto (3%) ao mesmo tempo que a inflação cresceu para 50% mensais no final do ano, ou seja, para a hiperinflação.

A crise pode ser explicada de várias maneiras. Está bem clara sua relação com a dívida externa. A crise fiscal que se desenvolveu a partir da dívida está, obviamente, no centro da estagnação econômica. A aceleração da inflação que se verificou durante os anos 80 pode ser parcialmente explicada pela crise fiscal, mas já era certamente o conflito distributivo, que caracteriza uma economia em que a renda é tão desigualmente distribuída como a brasileira, a causa fundamental da inflação e sua aceleração. A dívida externa, à medida que agiu agravando direta ou indiretamente o conflito distributivo, desempenhou, obviamente, um papel importante na aceleração da inflação. Esta, por sua vez, realimenta a crise no setor real da economia na

---

\* Trabalho preparado para o simpósio "*The present and the future of the pacific basin economy: a comparison of Asia and Latin America*", patrocinado pelo Institute of Developing Economies, Tóquio, julho de 1989. Traduzido por Ricardo Borges Costa.

medida em que agrava o déficit público, afasta os investimentos e diminui a produtividade do capital. A inflação é tão danosa e perturba de tal forma a atividade econômica que, entre 1984 e 1986, quando se alcançou o equilíbrio na conta corrente, tornou-se popular no Brasil a crença de que a crise da dívida havia sido superada, de que o déficit orçamentário estava sob controle e de que a única causa dos problemas do país era a inflação.

Todos esses fatores se inter-relacionam. Há um ditado que diz que nada é tão bem sucedido quanto o sucesso; o inverso é verdadeiro: o círculo vicioso da crise é ou parece ser interminável. Há uma lógica perversa no processo de estagnação da economia brasileira. Neste trabalho, tentarei descrever e formalizar essa lógica. Tentarei definir a macroeconomia perversa da estagnação no Brasil. Na primeira parte, discuto a dívida externa, a qual está na origem da atual crise — uma crise definida pela crise fiscal do Estado, pela redução da taxa de investimentos e pela perda de eficiência do estoque de capital. Na segunda parte, defino esta crise como uma crise de estoque, além de ser uma crise de fluxo, e, na terceira, analisa-se o caráter perverso do ajustamento sob tais circunstâncias. Na quarta seção, discute-se a crise fiscal em termos de déficit público e redução da poupança pública; é mostrada a relação entre os dois fenômenos. Na quinta parte veremos como a crise da dívida torna-se uma crise fiscal. A sexta seção consiste de uma análise das altas taxas de inflação que predominam em tais circunstâncias; a inflação torna-se inercial ou autônoma, enquanto tende necessariamente a um lento porém firme processo de aceleração. A moeda, nesse processo, desempenha um papel passivo; esse é o assunto tratado na sétima parte. A imobilização do Estado devido à crise fiscal é discutida na oitava seção. Na nona seção estaremos prontos para discutir a lógica global da estagnação num país afligido pelo endividamento, pelo déficit e pela inflação. Mas como a estagnação não pode ser uma situação permanente, finalizo o trabalho, em sua décima seção, com uma discussão a respeito do padrão de financiamento de investimentos. Nessa seção, são rapidamente apresentados os requisitos para a superação da crise e a retomada do crescimento.

## **A lógica perversa da dívida externa**

A crise da economia brasileira tem início claramente em 1979, quando o Brasil, como todos os países altamente endividados, deveria ter se empenhado num forte processo de ajustamento. O segundo choque do petróleo, o choque da taxa de juros e a recessão americana eram indicações claras de que esse era o

caminho a seguir. A Coréia foi um dos poucos países altamente endividados que se decidiu pelo ajuste naquele momento. O Brasil, como todos os outros países latino-americanos, não o fez. Quando, em 1981, deu início ao ajustamento, depois de dois anos de crescimento acelerado,<sup>1</sup> já era muito tarde. A dívida tornara-se alta demais para ser paga.

A lógica perversa da dívida externa aparece quando ela se torna “alta demais”. Mas em que instante se dá essa transformação e o que é uma dívida “alta demais”?

Uma dívida se torna alta demais do ponto de vista dos credores quando estes decidem suspender seu reescalonamento — o financiamento dos juros a serem pagos. Num primeiro momento, quando se inicia o processo de endividamento, o país recebe empréstimos para financiar despesas reais (com consumo ou, preferencialmente, com investimentos). Depois de algum tempo, contudo, os juros devidos se tornam tão elevados que o financiamento destes é interrompido. Na realidade, o processo de endividamento passa por fases consecutivas: primeiro, os empréstimos servem para financiar despesas adicionais; em seguida, despesas adicionais e juros; depois, somente os juros; em quarto lugar, apenas uma parte dos juros a serem pagos sobre empréstimos antigos; finalmente, os novos empréstimos são definitivamente suspensos.

A suspensão de novos empréstimos para o Brasil, em 1982, certamente fazia parte de uma decisão mais geral dos banqueiros face ao *default* do México de agosto daquele ano. Está, entretanto, fundamentada em algumas considerações objetivas que levaram os banqueiros a considerar a dívida brasileira alta demais. Há, basicamente, dois parâmetros. Em primeiro lugar, há uma regra prática de “estoque” que diz que a relação entre a dívida externa de um país,  $D_x$ , e suas exportações,  $X$ , nunca deve ser maior que 2 (no Brasil, a razão dívida/exportação alcançou esse limite em 1979). Em segundo lugar, há um raciocínio de “fluxo” que diz que, quando esta razão é atingida, a taxa de juros,  $j$ , não deve ser maior que a taxa de crescimento das exportações,  $x'$ .

$$D_x/X < 2$$

e

$$\text{se } D_x/X > 2 \blacklozenge j < x'$$

Após serem suspensos os empréstimos de “mercado”, isto é, os empréstimos voluntariamente concedidos a um país devedor, há três condições sob as quais uma dívida se torna alta demais do ponto de vista do devedor. Basicamente ela é alta demais se, mesmo depois de um processo razoável de ajustamento interno,

continua impossível cumprir integralmente com o seu serviço. Nesse caso, os juros externos,  $J_x$ , para serem pagos integralmente, (1) têm de ser financiados por meio de empréstimos adicionais, o que leva a um aumento no total da dívida,  $dD_x$ , e/ou (2) só poderão ser pagos através de um superávit comercial,  $R$ , bastante elevado. Um superávit comercial “bastante elevado” é aquele que implica uma transferência real de recursos para os países credores, o qual, para ser alcançado, depende da redução das importações,  $M$ , e não do aumento das exportações,  $X$ . A redução das importações é basicamente conseguida pela redução dos investimentos,  $I$ , e não pela redução do consumo,  $C$ . Nessa situação, o superávit comercial efetivo,  $R$ , é maior do que o superávit potencial,  $R^x$ , já que se define superávit potencial como o superávit comercial que pode ser conseguido mantendo-se o nível “necessário” de investimentos,  $I^x$ .

Uma terceira situação em que a dívida é elevada demais é aquela em que a dívida é quase que inteiramente de responsabilidade do Estado,  $D_{xGt}$ , ao passo que as receitas provenientes das exportações são privadas,  $X_{pr}$ . Nesse caso, a dívida externa torna-se um dos motivos básicos da crise, mesmo quando o país está produzindo um superávit comercial. Os juros pagos sobre a dívida externa pública tornam-se uma causa básica do déficit público. À medida que não se consegue mais financiar o déficit público através do aumento da dívida externa, passa-se a financiá-lo pelo aumento da dívida interna ou através da emissão de moeda. A crise fiscal e a inflação são, obviamente, os resultados dessa situação.

Assim, uma dívida externa é alta demais quando, para pagar integralmente os juros devidos a ela, temos:

$$(1) D_{xt+1} > D_{xt} \quad \text{e/ou}$$

$$(2) R > R^x \quad \text{e} \quad I < I_x \quad \text{e/ou quando}$$

$$(3) D_{xGt} \text{ versus } X_{pr}$$

No Brasil, durante os anos 80, as três condições estão presentes. Tomemos como base o ano de 1980, já que foi no final desse ano que se deu início ao processo de ajustamento no Brasil devido à crise da dívida. A partir de então, (1) o total da dívida externa praticamente dobrou, (2) a taxa de investimentos caiu por volta de cinco pontos percentuais abaixo do nível anterior, e (3) a dívida externa pública, que representava, em 1979, 68% do total da dívida externa, hoje perfaz 87% desse total, enquanto continuam a ser quase que inteiramente privados as exportações e o superávit comercial.

## O desequilíbrio de estoque conduzindo ao desequilíbrio de fluxo

Iniciemos esta seção raciocinando na linha dos modelos de estabilização convencionais ou de livro-texto.<sup>2</sup> Suponhamos que, na primeira metade dos anos 70, as variáveis macroeconômicas brasileiras estivessem basicamente equilibradas, isto é, a demanda agregada era igual à oferta agregada, de maneira que

$$I + G + X = S + T + M,$$

onde G representa as despesas do Estado, incluindo as despesas das empresas estatais, S, a poupança privada e T, as receitas do Estado (impostos e vendas das empresas estatais).

Esse agradável equilíbrio, no qual não se consideram os juros<sup>3</sup>, seria completado por um equilíbrio em cada setor:

no setor privado

$$I = S,$$

no setor público

$$G = T,$$

e no setor de comércio exterior

$$X = M.$$

O endividamento externo ocorrido durante os anos 70 rompeu os três equilíbrios. O endividamento externo do setor público era sinônimo de déficit público ( $G > T$ ), que tinha como contrapartida um déficit comercial ( $X < M$ ), financiado por poupanças externas,  $S_x$ . De acordo com a teoria econômica de ajustamento de livro-texto, convencional — tão e mal usada por formuladores de políticas em toda parte —, o setor privado permaneceria equilibrado. Quando se chegou finalmente ao momento da estabilização (1981 a 1983), deu-se prioridade ao ajustamento do setor público.

Os objetivos principais do ajustamento eram, externamente, o de produzir um equilíbrio na conta corrente e, internamente, o de eliminar o déficit público, E. Supõe-se que ambos os objetivos teriam sido alcançados simultaneamente. Reduzindo ou, eventualmente, eliminando o déficit público, o país alcançaria o equilíbrio na conta corrente.

$$E = G + J_x - T = 0 \quad \text{e então}$$

$$M + J_x = X$$

onde M, agora, exclui explicitamente os juros e  $J_x$  representa os juros líquidos pagos sobre a dívida externa.

Já vimos que a redução do déficit público foi alcançada, embora perversamente, através da redução dos investimentos do setor público, dado que a redução de suas despesas correntes, mesmo para um governo autoritário, é sempre muito difícil. Não obstante, alguns resultados foram alcançados nessa área através da redução de salários de funcionários públicos e de empregados de empresas estatais. Após o fim do regime autoritário, o novo governo democrático que assumiu em 1985 não foi capaz de manter essa redução de salários, e o déficit público passou a crescer novamente.<sup>4</sup>

Por outro lado, o objetivo mais importante para os credores — o equilíbrio na conta corrente — foi basicamente alcançado, ou quase, no início de 1984.

**Tabela 1 - Variáveis macroeconômicas internas (%)**

<i>Anos</i>	<i>PIB</i>	<i>Invest. / PIB (preços corr.)</i>	<i>Invest. / PIB (preços const.)</i>	<i>Poupança bruta / PIB (preços corr.)</i>
1979	6,8	23,4	22,9	18,3
1980	9,3	22,9	22,9	17,9
1981	(4,4)	22,8	21,0	18,6
1982	0,6	21,4	19,5	15,3
1983	(3,5)	17,9	16,9	13,2
1984	5,1	16,4	16,2	15,0
1985	8,3	17,0	16,7	16,9
1986	7,6	19,2	19,0	17,3
1987	3,6	22,2	18,3	21,8
1988*	(0,3)	23,2	17,5	—

Fonte: IBGE.

\* Dados preliminares.

É interessante observar, contudo, que, ao contrário dos modelos de ajustamento convencionais, o equilíbrio da conta corrente não implicou um equilíbrio orçamentário; ou, em outras palavras, a permanência de um enorme déficit público era consistente com um enorme superávit comercial e com um equilíbrio da conta corrente.

A explicação para esse fato não é difícil. Os modelos convencionais de ajustamento macroeconômico são apenas “modelos de fluxo”. Levam em consideração apenas os fluxos básicos de uma economia. Esta é uma abordagem razoável quando o estoque de dívida (particularmente de dívida pública e dívida externa, que, a propósito, podem ter uma grande intersecção, como no caso do Brasil) é modesto. Quando esse estoque é grande demais, os modelos convencionais simplesmente não se aplicam. Além de

um modelo de fluxo, é preciso um “modelo de estoque”, ou então um modelo de fluxo que leve em consideração o estoque de dívida. Os desequilíbrios na economia não são apenas desequilíbrios de fluxo, mas também de estoque. A economia pode alcançar um equilíbrio de conta corrente, mas, em função do volume de juros pagos pelo Estado, o déficit público pode permanecer elevado.

Nessas circunstâncias, a equação macroeconômica fundamental terá que ser reescrita, tornando explícitos, no lado esquerdo, os juros pagos pelo Estado sobre sua dívida externa,  $J_{Gx}$  (assumindo que a dívida seja integralmente estatizada e que não haja ainda dívida interna) e, no lado direito, os juros pagos sobre a dívida externa.

$$I + G + J_{Gx} + X = S + T + M + J_x$$

Agora, não podemos mais dizer que é o déficit público não financeiro ( $G > T$ ) que leva a uma demanda excessiva e causa o déficit comercial ( $X < M$ ). A balança comercial, bem como as contas públicas não financeiras, podem estar equilibradas e ainda assim permanecer no país um déficit de conta corrente ( $X < M + J_x$ ). E a relação causal mais provável é justamente oposta à dos modelos convencionais. É o déficit de conta corrente, causado pelo pagamento de juros, o responsável pelo déficit público global incluindo os juros pagos pelo Estado. Temos um déficit público que não conduz a uma demanda excessiva mas é consequência do endividamento externo (e, como veremos nas seções seguintes, também interno) do Estado.

## O caráter perverso do ajustamento

O processo de ajustamento assim descrito mostrou-se, de várias formas, perverso ou *self-defeating*: em primeiro lugar, porque foi conseguido pela redução das importações, pelo aumento das transferências reais de recursos e pela redução dos investimentos; em segundo lugar, porque foi acompanhado pela estatização da dívida externa, o que agravou o desequilíbrio das contas públicas; em terceiro, porque o aumento dos juros a serem pagos pelo Estado implica a redução da poupança pública e o aumento do déficit público — uma vez que as despesas correntes e os investimentos públicos têm que ser minimamente mantidos; em quarto lugar, porque as desvalorizações reais da taxa de câmbio, ao lado de uma inflação em aceleração, aumentaram ainda mais o déficit público; quinto, porque, como os bancos estrangeiros decidiram não aumentar suas exposições em relação aos países altamente endividados, o financiamento do

déficit público, causado pela necessidade de pagar juros sobre uma dívida externa elevada, teve que ser realizado à custa do aumento do endividamento interno ou da emissão de moeda.

Teoricamente, o déficit público,  $E$ , pode ser financiado através do aumento do endividamento externo do setor público,  $dD_{xG}$ , do aumento do endividamento interno do setor público,  $dD_{iG}$ , e da emissão de moeda pelo Estado,  $dB$ , isto é, provocando um aumento da base monetária:

$$E = dD_{xG} + dD_{iG} + dB$$

Durante os anos 70 e início dos 80, o déficit público no Brasil foi financiado mais ou menos igualmente por essas três fontes. Mas no momento em que surgiu a crise da dívida, a fonte de financiamento externo para o Estado foi reduzida e finalmente encerrada. O Estado tinha que pagar os juros sobre a dívida externa pública sem poder mais financiá-la externamente. Assim, a única solução era aumentar a dívida interna e/ou emitir moeda.<sup>5</sup> O aumento da dívida interna só poderia ser conseguido através do aumento da taxa de juros e/ou redução dos prazos de vencimento; a elevação da taxa de juros agravou o déficit público. A alternativa de emitir moeda validava a taxa de inflação vigente.<sup>6</sup> O caráter perverso da supressão do endividamento externo como uma fonte de financiamento do déficit público fica assim evidente. Enquanto se realizava um grande esforço no sentido de reduzir esse déficit<sup>7</sup>, a suspensão do financiamento externo para o déficit público, que não foi eliminado pelo ajustamento de 1981-83, levou a um aumento do endividamento interno, a uma elevação das taxas de juros internas — o que agravou o déficit público, já que o principal pagador de juros era o próprio Estado — e a uma redução dos prazos de vencimento dos débitos públicos.

## A poupança do setor público e o déficit público

Além do aumento do déficit público, uma outra conseqüência do fardo representado por taxas de juros cada vez mais elevadas é a diminuição da poupança do setor público. A poupança pública, ou o consumo do governo,  $C_G$ . O déficit público, por sua vez, é igual à receita menos a despesa pública total  $G$ . A diferença entre  $G$  e  $C_G$  é o investimento público,  $I_G$ .

$$S_G = T - (G - I_G) = T - C_G$$

**Tabela 2 - Contas do setor público (% do PIB)**

Anos	Receita impostos	Despesas pessoal	Investi- mentos	Poupança pública	Déficit público
1979	24,6	7,0	2,4	3,8	8,3
1980	24,7	6,3	2,3	2,2	6,7
1981	24,5	6,4	2,6	2,3	6,0
1982	25,0	7,0	2,4	1,8	7,3
1983	24,7	6,5	1,8	0,6	4,4
1984	21,4	5,5	1,9	0,8	3,0
1985	22,0	6,8	2,3	0,3	4,3
1986	25,0	7,2	2,9	1,9	3,6
1987	22,2	7,5	3,2	(1,2)	5,9
1988*	21,7	7,6	—	(1,9)	4,3

Fonte: Três primeiras colunas, IPEA; duas últimas, Banco Central.

Nota: As primeiras quatro colunas referem-se ao setor público *stricto sensu*; as últimas incluem as corporações estatais.

\* Dados preliminares.

A poupança pública deveria servir para financiar os investimentos públicos. O déficit público, E, é igual a  $G - T$  ou então à diferença entre a poupança pública e os investimentos públicos.

$$E = I_G - S_G$$

Durante os anos 70, a poupança pública era fortemente positiva no Brasil, financiando os investimentos. Em 1987, dado o nível de pagamento de juros pelo Estado (veja tabela 3) e a redução da carga tributária bruta (veja tabela 2), ela se aproxima de zero.<sup>8</sup>

A poupança pública deveria financiar os investimentos públicos. Quando esta poupança está em torno de zero — como no caso de um país altamente endividado em que se desenvolveu uma crise fiscal — o déficit público é igual aos investimentos públicos que têm que ser feitos, que não podem ser reduzidos. Nesse caso, podemos falar num déficit público estrutural. A causa real do déficit é o fardo representado pelos juros que tem origem nas dívidas externa e interna; mas enquanto a poupança pública está em torno de zero, torna-se evidente a relação entre o déficit público e os investimentos públicos.

Os investimentos públicos mínimos no Brasil são relativamente altos (em torno de 5% do PIB), dado o fato de que o Estado é responsável, diretamente ou através das empresas estatais, pela maior parte dos investimentos em energia elétrica, petróleo, comunicações, transporte e produção de aço.

Dadas as circunstâncias de que o Estado (1) teve sua poupança reduzida a zero, principalmente (não exclusivamente) em função dos juros que é obrigado a pagar (por volta de 6% do PIB) e (2) precisa investir pelo menos 5% do PIB, o déficit público assume um caráter “estrutural”, isto é, com forte rigidez para baixo.

Isso não significa que é impossível reduzir e eventualmente eliminar o déficit público. Enfatiza, porém, em primeiro lugar, que reduzir o déficit público sem aumentar a poupança pública não faz sentido; que essa redução sem a recuperação da poupança pública é possível, como demonstram as experiências de países altamente endividados nos anos 80, mas é também extraordinariamente danosa às perspectivas de crescimento do país, já que é alcançada mediante a redução dos investimentos públicos. Na realidade, a redução dos investimentos públicos só faz sentido no longo prazo, após um programa bem-sucedido de privatizações. No curto prazo, se o Estado está encarregado de realizar os investimentos em setores cruciais da economia, tal estratégia se torna perversa, *self-defeating*. Em segundo lugar, mostra-nos que a eliminação do déficit público é muito difícil quando o setor público está altamente endividado ao mesmo tempo em que responde por uma parcela importante dos investimentos na economia.

**Tabela 3 - Juros pagos pelo setor público (% do PIB)**

<i>Anos</i>	<i>Dívida Externa</i>	<i>Dívida Interna</i>	<i>Total</i>
1983	3,70	3,01	6,71
1984	3,89	3,30	7,19
1985	4,47	3,44	6,91
1986	2,89	2,23	5,12
1987	2,62	2,17	4,79
1988*	2,85	2,88	5,73

Fonte: Banco Central, DEPEC.

\* Estimado.

## **Crise da dívida e crise fiscal**

A discussão anterior demonstra de várias maneiras como, a partir da crise da dívida, desenvolveu-se uma crise fiscal. O crescimento da dívida externa pública foi, nos anos 70, consequência de uma estratégia de crescimento (o Segundo Plano Nacional de Desenvolvimento — II PND) baseada no déficit

público. O ajustamento interno ocorrido entre 1981 e 1983 foi acompanhado da estatização da dívida externa privada. No Brasil, como em praticamente todos os países altamente endividados, o ajustamento foi também uma oportunidade para que as empresas privadas pagassem suas dívidas em moeda local, passando ao setor público a responsabilidade pela dívida externa.<sup>9</sup>

O processo de ajustamento de 1981-83 reduziu o déficit público (de uma maneira pouco satisfatória) mas não o eliminou. Internamente, sua principal conseqüência foi acelerar a redução da poupança pública enquanto estimulava a nacionalização da dívida externa. A redução do déficit público foi obtida graças à redução dos investimentos e não à redução das despesas correntes (o que levaria a um aumento da poupança pública). A limitada redução das despesas correntes entre 1981 e 1983 — conseguida principalmente pela diminuição dos salários e ordenados em vez da desregulamentação da economia e redução da força de trabalho no setor público — foi compensada pelo aumento da conta de juros, aumento esse que se verificou, em primeiro lugar, devido ao aumento da dívida externa pública e, em segundo, devido à dívida pública interna.

**Tabela 4 - Crescimento da inflação e da moeda (%)**

Anos	Inflação INPC	IGP	Base monet.	M1	M4	Dívida interna <sup>1</sup>
1979	70,7	77,2	84,4	73,6	65,1	26,4
1980	99,7	110,2	56,9	70,2	69,1	55,2
1981	93,5	95,2	67,2	87,6	140,5	137,8
1982	100,3	99,7	100,4	66,6	110,7	126,7
1983	178,0	211,0	79,8	97,4	150,5	95,7
1984	209,1	223,8	264,1	201,8	292,7	457,3
1985	239,0	235,1	257,3	304,3	303,9	387,0
1986	58,6	65,0	293,5	306,8	94,8	39,0
1987	396,0	415,8	181,5	127,4	352,6	531,2
1988 <sup>2</sup>	993,3	1037,6	622,3	571,7	1019,6	1275,2
Acum. <sup>3</sup>	33101,0	47437,4	18142,7	13820,8	55485,4	67773,3

Fonte: Boletim do Banco Central. v.20 — Abr./1984.

Programa Econômico — Banco Central. v.20, mar./1989.

1. Dívida interna representa as obrigações e títulos federais fora do Banco Central.
2. Dados preliminares.
3. Vezes em lugar de percentual.

À medida que a dívida pública interna aumentava como consequência da impossibilidade de se obter fundos externos adicionais, a taxa de juros sobre a dívida interna e o déficit público aumentou ou tendeu a aumentar.<sup>10</sup> O déficit público, reduzido de maneira pouco recomendável durante o processo de ajustamento (corte dos investimentos públicos e redução de salários em vez da demissão de pessoal, desregulamentação e privatização), começou novamente a crescer a partir de 1985, à medida que os salários reais do setor público retornavam ao nível em que se encontravam anteriormente ao processo.

Não é minha intenção discutir neste trabalho as soluções para as crises fiscal e da dívida externa aqui descritas. A crise fiscal é claramente uma consequência da crise da dívida. A cada dia que passa, aquela se agrava, enquanto esta permanece a mesma, dada a quase ausência de novos empréstimos externos. Está claro, contudo, que, para que se possa superá-la, serão necessários uma redução da dívida externa em torno de 50% do seu valor atual e um ajuste fiscal radical. O déficit fiscal é hoje estrutural no Brasil, o que não significa, entretanto, que seja impossível eliminá-lo. A redução unilateral da dívida externa irá legitimar internamente o ajuste fiscal, enquanto que, externamente, a eliminação do déficit público irá legitimar as medidas unilaterais necessárias à redução da dívida externa no contexto do Plano Brady (veja Bresser Pereira, 1988d e 1989b).

## **A macroeconomia perversa do processo de ajustamento com inflação**

À medida que uma dívida externa alta demais impede a continuidade do financiamento externo, a única forma de financiar esse déficit é através do aumento do endividamento interno e/ou da emissão de moeda.

A macroeconomia perversa do ajustamento, quando o setor público está interna e externamente altamente endividado, levamos agora à inflação. A dívida externa contraída nos anos 70 foi a causa básica da crise fiscal dos anos 80. Tanto a dívida externa quanto a crise fiscal estarão, por sua vez, na raiz da aceleração das taxas inflacionárias durante os anos 80.

Com a aceleração da inflação, esta tende a tornar-se cada vez mais rígida para baixo, dado que os agentes econômicos tornam-se cada vez mais conscientes dela. Os fatores mantenedores da inflação — a indexação formal e informal da economia — assumem uma importância crescente, suscitando uma inflação do tipo autônoma ou inercial. Níveis de inflação altos e em aceleração, por sua vez, conduzem a um déficit público maior, à

redução da taxa de investimento e à redução da eficiência do capital acumulado. Vejamos rapidamente esses três aspectos: a aceleração da inflação, sua autonomização ou inercialização e suas conseqüências perversas. Antes, algumas palavras sobre a teoria da inflação inercial ou autônoma.<sup>11</sup>

De acordo com a teoria da inflação inercial ou autônoma, definimos a taxa de inflação,  $p'$ , como sendo o resultado da soma entre a inflação passada,  $p^{t-1}$  (onde o I sobrescrito representa os diferentes indexadores utilizados pelos agentes econômicos para medir a inflação passada), e a ação dos choques de oferta exógenos,  $G^z$  (onde o Z sobrescrito representa as várias possibilidades de choques de oferta), e/ou a ação dos choques de demanda exógenos,  $u$ , em que  $u$  representa a taxa de desemprego da curva de Philips.

$$p' = ap^{t-1} + bu + cG^z$$

onde  $a$ ,  $b$  e  $c$  são coeficientes de soma igual a 1; na maioria das ocasiões,  $b$  e  $c$  podem ser iguais a zero.

Nesse modelo, a manutenção do nível de inflação é definida pela indexação dos preços de acordo com a inflação passada, enquanto sua aceleração pode ser explicada (1) por uma mudança endógena de indexadores usados pelos agentes econômicos à medida que estes percebem que a taxa de inflação vigente é alta demais e que o indexador utilizado para corrigir seus preços não lhes garante mais uma proteção segura no conflito distributivo, (2) por uma pressão de demanda exógena (ao modelo) manifestada pela redução da taxa de desemprego e (3) por um choque de oferta exógeno (novamente a este modelo específico) causado pelo exercício de algum tipo de poder sobre os preços (poder estatal, da força de trabalho ou de monopólio das empresas).

Essa aceleração endógena da inflação inercial ou autônoma é importante porque mostra claramente que é impossível esperar taxas de inflação altas e ao mesmo tempo estáveis, como acreditávamos ao formular a teoria da inflação inercial. Altas taxas de inflação são sempre taxas de inflação em aceleração. Apesar do nome, a inflação inercial está sempre condicionada a um lento processo de aceleração.<sup>12</sup> O mecanismo endógeno de aceleração da inflação autônoma baseia-se na tendência dos agentes econômicos de trocar de indexadores à medida que sentem que a inflação é maior e mais ameaçadora às suas participações na renda. Denomino este mecanismo de endógeno apenas porque se baseia na definição de inflação inercial ou autônoma: inflação presente determinada pela inflação passada. Na realidade, contudo, esse mecanismo só entra em ação combinado com os fatores

“exógenos” de aceleração da inflação (“exógenos” apenas porque não baseados na inflação passada). Num primeiro momento, enquanto a inflação autônoma é ainda considerada relativamente baixa, os agentes econômicos definem a “inflação passada” como sendo seus aumentos de custo; num segundo momento, ao perceberem uma taxa de inflação maior — estando de fato maior devido a algum choque exógeno —, a “inflação passada”, definida como indexador pelos agentes econômicos, é a própria taxa de inflação; num terceiro momento, quando a taxa de inflação novamente se acelerou devido a choques exógenos, os agentes econômicos tendem a definir como seus indexadores os aumentos de preços acima da taxa de inflação de algum setor importante. Cada mudança de indexador representa, portanto, uma aceleração endógena da inflação autônoma (veja Bresser Pereira, 1988c), somando-se aos choques exógenos de demanda e oferta, que são essenciais para o mecanismo acelerador endógeno de mudança de indexadores. Além desse mecanismo endógeno *stricto sensu* de aceleração da inflação, todos os fatores analisados neste trabalho, relacionando a aceleração da inflação com as dívidas públicas interna e externa e com o déficit público, são também fatores endógenos de aceleração da inflação.<sup>13</sup>

Nos anos 70, a taxa anual média de inflação no Brasil foi de 40%. A aceleração da inflação para 100% que se verificou em 1979, permanecendo nesse nível até o final de 1982, coincide com o surgimento da crise da dívida. Essa crise se inicia de fato em 1979, com o segundo choque do petróleo, a escalada das taxas de juros nominais e reais e a recessão americana. Os principais choques de oferta desse período são a maxidesvalorização do cruzeiro em 1979, o aumento das taxas de juros internas, uma nova política salarial e o aumento de alguns preços públicos para corrigir os preços relativos (“inflação corretiva”).

Em 1983, a inflação sofre nova aceleração para 200%, permanecendo nesse nível até o final de 1985. O principal fator de aceleração foi novamente uma maxidesvalorização do cruzeiro, diretamente relacionada à crise da dívida. Os preços agrícolas também tiveram um papel no aumento geral de preços.

As recessões profundas de 1981 e 1983 não foram capazes de controlar a inflação. Em 1981, a inflação permaneceu em seu nível anterior de 100%; em 1983, dobrou para 200% (veja tabela 4). A primeira recessão levou um grupo de economistas em São Paulo (da Fundação Getúlio Vargas) e no Rio de Janeiro (da PUC — Pontifícia Universidade Católica) a formular a teoria da inflação inercial, cujas primeiras apresentações sistemáticas foram de Bresser Pereira e Nakano, 1983; Resende e Arida, 1984, e Lopes, 1984b. A segunda recessão, a propor como solução um congelamento geral de preços, o qual chamamos de “solução

heróica para controlar a inflação” (Bresser Pereira e Nakano, 1984b) e que veio a ser chamado de “choque heterodoxo” (Lopes, 1984a). O Plano Cruzado, de fevereiro de 1986, foi o resultado dessa proposição teórica. O seu subsequente fracasso resultou da administração populista que lhe foi dada e não com sua concepção original.

Esse plano, assim como o Plano Bresser (junho de 1987) e o Plano Verão (janeiro de 1989), não foi capaz de eliminar a inflação. Como um plano emergencial, adotado para enfrentar a crise aguda decorrente do Plano Cruzado, o Plano Bresser não tinha esse objetivo (veja Bresser Pereira, 1988a), mas os outros dois tinham claramente o intuito de reduzir a inflação a uma taxa similar à dos países da OCDE. A literatura que trata das causas do fracasso do Plano Cruzado cresce a cada dia. Durante um certo tempo, era comum dizer-se que o Plano Cruzado havia fracassado por ter sido incapaz de combinar medidas heterodoxas com medidas ortodoxas. Partindo dessa pressuposição, o Plano Verão tentou adotar uma política monetária ortodoxa colocando a taxa de juros reais num nível muito elevado, mas também fracassou. Na verdade, os planos Cruzado e Verão terminaram com uma crise econômica e financeira aguda, que pode ser explicada pela sua implementação populista no primeiro caso e por sua concepção ortodoxa no segundo.<sup>14</sup>

Se procurarmos as razões básicas por que somente um congelamento de preços combinado com política monetária é incapaz de controlar a inflação autônoma existente no Brasil, a resposta é simples: enquanto não se encontrar uma solução definitiva para a crise da dívida e para a crise fiscal a ela associada, a inflação não será controlada no Brasil. A solução para a crise da dívida significa reduzi-la a algo em torno de 50% de seu valor atual; a solução para a crise fiscal significa — ao lado da redução da dívida pública — eliminar o déficit orçamentário.

Contudo, enquanto não é controlada, a inflação, além de ser uma conseqüência, é também causa da crise fiscal e, de modo mais amplo, da crise econômica.

O efeito Oliveira-Tanzi, pela redução das receitas estatais à medida que a inflação se acelera, é uma causa básica do déficit público. Altas taxas de inflação — juntamente com o déficit público e com a dimensão assumida pela dívida pública interna — fazem com que os agentes econômicos percam a confiança na indexação da dívida interna. Para continuar financiando o Estado, tendem a exigir taxas de juros mais altas, que implicam um déficit público maior. No recente Plano Verão — quando se tornou evidente a perda de confiança por parte dos agentes econômicos conduzindo à perda de crédito do Estado — esse círculo vicioso foi agravado pela decisão do governo de promover

a desindexação da dívida interna e de colocar a taxa de juros num nível artificialmente elevado.

## **O financiamento do déficit público: endividamento interno e senhoriagem**

Nesse tipo de economia, em que prevalecem altas taxas inflacionárias e que teve cortada a fonte de financiamento externo, o financiamento do déficit público nominal (as necessidades de empréstimos nominais do setor público),  $E_p$ , onde  $p$  é o índice de preços, somado ao incremento nas reservas internacionais,  $dV$ , é conseguido aumentando-se a base monetária,  $dB$ , e a dívida interna,  $dD_{IG}$ :

$$E_p + dV = dB + dD_{IG}$$

A questão, agora, é saber como esse processo de financiamento será dividido entre o incremento da base monetária e o endividamento interno. De acordo com a visão monetarista, o aumento de endividamento interno seria a variável independente. O limite ao endividamento interno seria a expulsão dos aplicadores (*crowding out*) causada pelo aumento dos juros sobre títulos do tesouro. O resíduo não coberto pela colocação de títulos seria financiado pela senhoriagem, isto é, pelo aumento da base monetária. Uma vez que esse resíduo tende a ser elevado — dado o caráter intrinsecamente populista dos governos nesses países — a inflação será alta e em aceleração.

A teoria neo-estruturalista da inflação inercial assume a posição inversa. Não há, necessariamente, um limite ao endividamento interno se a economia — como normalmente acontece no Brasil, exceto durante o Plano Cruzado — estiver trabalhando em condições de desemprego e capacidade ociosa e se as empresas privadas estiverem líquidas e pouco interessadas em investir mais que o estritamente necessário para manter suas participações no mercado. Na verdade, o endividamento interno é a variável residual, enquanto o crescimento nominal da base monetária é determinado endogenamente pela demanda por moeda.

Neste modelo, a demanda real por moeda,  $Bd/p$ , é uma função decrescente da taxa de inflação: quanto maior a taxa de inflação, menor será a demanda real por moeda (e maior será a velocidade-renda da moeda). Conseqüentemente, à medida que cresce o produto interno bruto nominal,  $Y_p$ , a demanda nominal por moeda cresce menos que proporcionalmente. A demanda real por moeda é uma função decrescente da taxa de inflação e a demanda nominal por moeda é uma função decrescente da renda nominal.

Isto porque, à medida que a inflação se acelera, os agentes econômicos reduzem sua preferência por liquidez, verificando-se um processo de desmonetização. Essas relações podem ser expressas pelas equações de demanda por moeda de Cagan (1956):

$$B_d/p = aYp/p e^{-bp}$$

$$B_d/Yp = a e^{-bp}$$

onde  $a$  é o coeficiente que corresponde à participação da moeda no PIB quando a taxa de inflação é zero;  $b$  é o coeficiente que expressa a elasticidade negativa da demanda por moeda frente à taxa de inflação; e  $e$  é a base do logaritmo neperiano (2,7182).<sup>15</sup>

O aumento da demanda nominal por moeda define o aumento necessário da base monetária. Dada a taxa de inflação autônoma, a base monetária nominal necessariamente aumenta enquanto diminui a base monetária real (veja Tabela 5). Se a oferta nominal de moeda não aumentar de acordo com o aumento da inflação, que é refletido no aumento do PIB nominal, desenvolver-se-á uma crise de liquidez. Assim, dado o aumento necessário da base monetária, a diferença entre este aumento e o déficit público nominal mais a variação nas reservas externas irá determinar o aumento residual do endividamento interno.

**Tabela 5 - Moeda e dívida interna**

Anos	Base monetária		Dívida interna <sup>1</sup>	
	Saldo <sup>2</sup> NCz\$ milhões	% PIB	Saldo <sup>2</sup> NCz\$ milhões	% PIB
1979	0,3	4,7	0,4	6,4
1980	0,5	4,1	0,5	3,9
1981	0,8	3,2	1,3	5,1
1982	1,4	2,8	3,4	6,7
1983	2,4	2,0	6,6	5,6
1984	5,8	1,5	19,1	4,9
1985	17,8	1,3	128,9	9,1
1986	120,6	3,3	354,9	9,6
1987	170,1	1,4	1145,9	9,6
1988 <sup>3</sup>	911,0	1,0	7599,0	8,2

Fonte: Relatório Anual do Banco Central, 1983/85/87.

Programa Econômico — Banco Central. v. 20, mar./1989.

1. Dívida interna representa as obrigações e títulos federais fora do Banco Central.
2. Saldo em 30 de junho.
3. Dados preliminares.

De acordo com esse ponto de vista, a tentativa de controlar a inflação inercial com política monetária é *self-defeating*. Não só

porque a oferta de moeda é endógena e já está decrescendo em termos reais à medida que se acelera a inflação (veja tabela 5), mas também porque uma política monetária ativa teria o efeito perverso de agravar o desequilíbrio fiscal. Sabemos que uma política monetária ativa significa, basicamente, aumentar a taxa de juros. No Brasil, como em todos os países em que prevalece a inflação autônoma, é o Estado o grande endividado, e não o setor privado. É o Estado quem paga juros. Quando estes sobem, aumentam o déficit público e a dívida interna.

Se a taxa de juros reais for maior que a taxa de crescimento do PIB (o que é muito fácil acontecer dado que o país está estagnado) e se ela tiver que ser financiada através do aumento do endividamento interno, a dívida interna aumentará de tal modo que os agentes econômicos desenvolverão expectativas negativas quanto ao seu futuro pagamento. Nos primeiros dois meses do Plano Verão, quando o governo brasileiro decidiu aumentar a taxa de juros reais a níveis muito elevados, as conseqüentes perdas de confiança no governo e de crédito do Estado alcançaram seus pontos máximos, a fuga de capitais e o déficit público aumentaram e a iminência de uma hiperinflação se tornou evidente.

A senhoriagem — emissão de moeda — é a variável independente no financiamento do déficit público, porém constitui uma fonte decrescente de recursos para o Estado enquanto estiverem diminuindo a base monetária real e também o imposto inflacionário (a desvalorização dos saldos de caixa), à medida que se acelera a inflação. Os recursos reais obtidos pelo setor público através da emissão de moeda (imposto inflacionário =  $p' M/p$ ) correspondem à diferença entre a senhoriagem real (o aumento da base monetária em termos reais =  $dM/p$ ) e a variação da base monetária real,  $d(M/p)$ .<sup>16</sup>

$$p' M/p = dM/p - d(M/p)$$

A base monetária, que estava em torno de 5% do PIB no final dos anos 70, não foi maior que 1% do PIB em 1988 (veja Tabela 5). Assim, a redução da base monetária ( $d(M/p)$ ) é cada vez mais acentuada. Inversamente, a tendência é de que o endividamento interno cresça em relação ao PIB (veja também a Tabela 5). A redução da base monetária real constitui seguramente uma fonte de ineficácia da política monetária. Entretanto, também é uma possível, embora discutível, fonte de hiperinflação. À medida que a inflação se acelera, a emissão de moeda — o processo de senhoriagem — tem que ser cada vez maior em relação à base monetária existente, de modo a financiar o mesmo déficit público, isto é, de maneira a recolher o mesmo imposto inflacionário. E a participação do endividamento interno no financiamento do

déficit tem que ser cada vez maior. Se, num dado momento, os agentes econômicos perderem a confiança e pararem de financiar o Estado, o resultado será, necessariamente, a hiperinflação.

A inflação desempenha um papel direto e decisivo na crise econômica global da economia brasileira — uma crise definida pela estagnação econômica. Antes, porém, de examinar a lógica perversa da estagnação, temos que entender a imobilização do Estado no tocante a reformas estruturais.

## **A imobilização do Estado no tocante a reformas estruturais**

A crise fiscal e o seu produto mais perverso — a inflação inercial ou autônoma — têm como conseqüência a imobilização do Estado com relação a uma política econômica de longo prazo. E não há nada mais importante para os países menos desenvolvidos que uma estratégia global de desenvolvimento econômico.

Uma crise econômica profunda, como a crise dos anos 80 no Brasil, é um claro sinal de que a antiga estratégia de desenvolvimento econômico se esgotou. A crise fiscal é uma indicação de que o modelo de Estado no Brasil também está esgotado. Em outras palavras, se é fato que as crises são sempre sinais de doença, oferecendo a oportunidade da mudança, está claro hoje no Brasil que a forma de intervenção estatal — que foi crucial para o ritmo extraordinário da industrialização brasileira entre os anos 30 e 70 — deve agora sofrer uma reavaliação completa.

Essa crise também é um sinal de que, mais do que o modelo de Estado, também o modelo de sociedade no Brasil se esgotou. A sociedade brasileira é caracterizada por um grau muito elevado de concentração de renda. Enquanto o país se desenvolvia rapidamente, a concentração de renda não se apresentava como um problema maior. Mas, no momento em que cessou o desenvolvimento, tornou-se uma das principais fontes de um conflito social contínuo cada vez mais grave — um conflito que está na base do déficit público e da aceleração da inflação. A tradução em termos práticos da necessidade de mudança na estratégia de desenvolvimento ou na forma de intervenção estatal foi batizada, particularmente por economistas do Banco Mundial, de “reformas estruturais”, e tem um tom claramente liberalizante. As reformas baseiam-se na liberalização do comércio, desregulamentação e privatização, embora não seja este o momento de discutir tais propostas.<sup>17</sup> Contudo, não há dúvida de que a orientação geral dessas propostas é correta, já que correspondem, no padrão cíclico e em constante transformação da intervenção

estatal, a um momento em que a intervenção estatal cresceu demasiadamente, provocou distorções e precisa agora ser reduzida e modificada.<sup>18</sup>

As três estratégias básicas do Estado brasileiro na promoção da industrialização foram (1) a proteção ao comércio, (2) os subsídios às empresas privadas e (3) os investimentos diretos do Estado em serviços públicos e na indústria de insumos básicos (energia elétrica, petróleo, aço, comunicações, ferrovias). A mudança, agora, está necessariamente voltada para (1) a eliminação dos subsídios para combater o déficit público, (2) a liberalização do comércio de modo a estimular a competitividade internacional e (3) a privatização, que ajudará a solucionar a crise financeira do Estado.<sup>19</sup> Dado o fato de o Brasil ser um país grande, a liberalização do comércio será necessariamente limitada, se comparada à de países menores, mas não há dúvida de que um nível substancial de liberalização será um ponto essencial de qualquer política industrial futura. As empresas estatais tiveram um papel decisivo na primeira fase da industrialização, mas agora, quando a eficiência se torna crucial e quando o Estado tem uma necessidade urgente de recursos para equilibrar suas contas, a privatização é a solução natural.

Está-se chegando a um consenso cada vez maior no Brasil em relação à necessidade dessas reformas estruturais. Elas, no entanto, não se materializam. Por quê? É possível enumerar várias razões — a resistência de industriais e antigos nacionalistas que têm medo de perder subsídios, isenções fiscais e proteção administrativa e tarifária contra a importação de similares, a resistência de burocratas e da esquerda tradicional que insistem em defender as empresas estatais —, mas a razão fundamental por que pouco ou nada tenha sido conseguido nessa área é a imobilização do governo devido à crise.

O governo tenta estabelecer uma nova estratégia industrial e de desenvolvimento de longo prazo, realiza acordos com o Banco Mundial em torno de reformas estruturais, mas os resultados são claramente insatisfatórios. As reformas não são completadas e postas em funcionamento porque uma das principais características de uma crise econômica, e particularmente de uma crise fiscal, é a imobilização da política econômica. Uma crise fiscal significa que o Estado não tem fundos para financiar uma política econômica nova; os formuladores de políticas não têm tempo nem tranquilidade para formular e implementar a nova estratégia. Se a uma crise fiscal sobrepõe-se uma crise social devido à excessiva concentração da renda, o resultado é que uma crise de legitimidade estará permanentemente ameaçando o sistema político e agravando a imobilização do Estado.

## A lógica perversa da estagnação

Temos agora todos os elementos para definir a lógica macroeconômica perversa da estagnação num país altamente endividado, em que se desenvolveu uma crise fiscal e onde a inflação alcançou níveis inimagináveis, no limiar da hiperinflação.

Uma dívida externa que se tornou alta demais para ser paga — isto é, inconsistente com o crescimento e com a estabilidade de preços no país endividado — leva a uma transferência de recursos reais (superávit na balança comercial e de serviços não fatores) e à eliminação da poupança externa (déficit na conta corrente), o que tem um efeito direto na redução da taxa de investimento global (público e privado). Essa mesma dívida, à medida que se torna de responsabilidade basicamente do Estado, provoca a redução da poupança pública e conseqüentemente a redução do investimento público.

O aumento da dívida externa pública, na medida em que a dívida externa privada é transferida para o Estado, e o aumento da conta de juros paga pelo Estado provocam uma crise fiscal. Essa crise é agravada no momento em que o déficit público não pode mais ser financiado por empréstimos externos e tem que ser financiado pelo aumento da dívida interna e pela emissão de moeda. O aumento da dívida interna leva a um aumento da taxa de juros interna e, como conseqüência, a um crescimento ainda maior do déficit público. A emissão de moeda valida a taxa de inflação vigente. As altas taxas de inflação tendem a tornar-se inerciais ou autônomas, o que significa que elas são rígidas para baixo, têm um mecanismo de aceleração endógeno e estão sujeitas a choques de demanda e oferta exógenos. Como conseqüência, a inflação tende a ser cada vez maior (Tabela 6).

**Tabela 6 - Contas externas brasileiras (US\$ milhões)**

<i>Anos</i>	<i>Export. FOB</i>	<i>Import. FOB</i>	<i>Transf. reais</i>	<i>Conta corrente</i>	<i>Dívida regist.</i>
1979	15.244	18.084	(5.200)	(10.742)	49.904
1980	20.132	22.955	(5.775)	(12.807)	53.847
1981	23.293	22.091	(1.463)	(11.734)	61.411
1982	20.175	19.395	(2.816)	(14.755)	70.198
1983	21.899	15.429	3.956	(6.837)	81.319
1984	27.005	13.916	11.175	45	91.091
1985	25.639	13.153	11.718	(242)	95.857
1986	22.349	14.044	5.649	(5.304)	101.759
1987	26.224	15.052	8.742	(819)	107.514
1988*	33.784	14.688	16.004	4.819	102.367

Fonte: Boletim do Banco Central. v. 25, jan./1989.

\* Dados preliminares.

Altas taxas de inflação somadas a uma dívida interna crescente e a prazos de vencimento cada vez menores para essa dívida induzem os agentes econômicos a temer o colapso financeiro do Estado e provocam um aumento da fuga de capitais. A fuga de capitais, que costumava ser pouco expressiva no Brasil, tornou-se substancial nos últimos anos.<sup>20</sup> Todos esses fatores têm, obviamente, um efeito depressivo sobre a taxa de investimento (já deprimida pela transferência real de recursos, pelo desaparecimento de poupanças externas e pela redução da poupança pública).

**Tabela 7 - Contas externas brasileiras (%)**

Anos	<i>Transf. real / PIB</i>	<i>Poupança externa / PIB</i>	<i>Dívida externa / PIB</i>	<i>Dívida externa / export.</i>	<i>Dív. públ. externa / Dív. total</i>	<i>Preço mercado secund.</i>
1979	(2,1)	4,8	0,2	3,3	68,2	—
1980	(2,2)	5,4	0,2	2,7	69,2	—
1981	(0,3)	4,4	0,2	2,6	68,0	—
1982	(0,7)	5,7	0,3	3,5	67,5	—
1983	2,3	3,3	0,4	3,7	74,1	—
1984	5,4	0,0	0,4	3,4	78,8	—
1985	5,1	0,1	0,4	3,7	82,1	78,0
1986	2,5	1,9	0,4	4,6	85,6	75,7
1987	3,2	0,5	0,3	4,1	86,6	54,2
1988*	5,0	(1,3)	0,3	3,0	87,4 jan.	47,6

Fonte: Boletim do Banco Central. v. 25, jan./1989. Relatório Anual do Banco Central, 1984/85/86. Banco Garantia.

\* Dados preliminares.

Finalmente, os novos investimentos e o estoque de capital existente perderam eficiência, como se pode ver pelo crescimento da relação capital/produto. Esse crescimento é muito acentuado se a relação de investimento for calculada a preços correntes; é menor se o investimento for medido com base em preços constantes.<sup>21</sup> A preços correntes, o crescimento da relação capital/produto é maior porque os preços dos bens de capital — importados e produzidos internamente — aumentaram em termos relativos. A preços constantes, onde a variação dos preços relativos é neutralizada, a relação capital/produto também apresenta crescimento. Não deveria, já que os investimentos nos anos 80 tenderam a ser menos capital-intensivos que nos anos 70, quando foi lançado o II PND. A melhor explicação para essa redução de eficiência do capital nos anos 80 é provavelmente a taxa de inflação. É comum dizer-se que a economia brasileira está acostuada à inflação e que a indexação neutraliza a maior parte de

seus males. Isso, que já não era verdadeiro quando a inflação estava em torno de 40 a 50% ao ano, passa a ser falso quando a inflação não é mais contada anualmente, mas sim numa base mensal, com percentuais de 10, 20 ou 30% ao mês. Esse tipo de inflação desorganiza a economia, torna o cálculo econômico cada vez mais difícil, estimula a especulação e induz os agentes econômicos a gastar a maior parte do seu tempo tentando ganhar, ou pelo menos não perder, com a inflação. Os novos investimentos não são necessariamente menos eficientes, mas a aferição da razão capital/produto marginal mostra um crescimento porque o estoque de capital existente torna-se ocioso e perde eficiência à medida que a economia é desorganizada pela inflação e um número crescente de pessoas nas empresas estão muito mais preocupadas com a inflação do que com a produção. Na verdade, o que está crescendo é a razão capital/produto total que, no entanto, não pode ser aferida.

## **Um novo padrão de financiamento de investimentos**

Está bem claro hoje que, para superar essa crise econômica, além da redução do fardo da dívida externa e da superação da crise fiscal, é preciso encontrar um novo padrão de acumulação de capital ou, em outras palavras, um novo esquema de financiamento de investimentos no Brasil.

Um padrão de acumulação é definido pela maneira como são financiados os investimentos.

Podemos definir financiamento em termos das fontes de poupança:

$$I = S_p + S_G + S_x$$

onde  $I$  é o investimento total e  $S_p$ ,  $S_G$  e  $S_x$  representam, respectivamente, as poupanças privada, pública e externa.

O padrão de financiamento de investimentos sofreu profundas transformações no Brasil (veja Bresser Pereira, 1987). Anteriormente aos anos 70, a poupança externa era pouco significativa, estando a poupança dividida, *grossa modo*, entre o setor público e o setor privado:

$$I_{\text{anos 50 e 60}} = 0,5S_p + 0,4S_G + 0,1S_x$$

Durante os anos 70, com o crescimento da poupança privada e os enormes déficits de conta corrente sendo financiados pelo endividamento externo, define-se o “modelo do tripé”. O Estado

continua a ser um ator importante no processo de acumulação, mas a poupança pública começa a se reduzir. Temos então, novamente em termos muito grosseiros:

$$I_{\text{anos } 70} = 0,5S_p + 0,3S_G + 0,2S_X$$

Nos anos 80, as poupanças pública e externa praticamente desaparecem, tornando-se residuais. A poupança pública ainda é positiva porque ainda são positivas as poupanças das empresas estatais. De qualquer forma, a fonte de poupança para o financiamento de investimentos é quase exclusivamente de origem privada:

$$I_{\text{anos } 80} = 0,8S_p + 0,1S_G + 0,1S_X$$

O padrão atual de financiamento de investimentos é nitidamente insatisfatório. Não é possível que aos setores público e externo caiba uma parcela tão pequena de responsabilidade no processo. E em relação ao setor público, já vimos que ele continua a ser responsável por cerca de um terço do total dos investimentos (5 a 6% do PIB). Uma poupança assim baixa, se não for zero, significa necessariamente déficit público, crise fiscal e estagnação.

A necessária redução da dívida externa, o ajustamento fiscal interno e as reformas estruturais devem ter como um de seus objetivos modificar esse padrão de financiamento de investimentos. Este será o desafio dos anos 90. Os anos 80 representaram uma década perdida para o Brasil. Mas, na medida em que compreendemos agora muito melhor do que compreendíamos no início da década a lógica de um quadro de dívida, déficit, inflação e estagnação no Brasil, na medida em que tenhamos sido capazes de criticar o populismo e a ortodoxia liberal, há uma esperança de que o círculo vicioso venha a ser quebrado.

## Referências bibliográficas

- ARIDA, P. "Déficit, dívida e ajustamento: uma nota sobre o caso brasileiro". *Revista de Economia Política*, v.5, n.4, out./1985.
- BRESSER PEREIRA, L.C. *Encontros com a civilização brasileira*, n.21, mar./1980. Reproduzido in Bresser Pereira & Nakano (1984b).
- . "Dinheiro novo e déficit público". *Gazeta Mercantil*, 3 e 4 set./1985.
- . "Mudanças no padrão de financiamento dos investimentos no Brasil". *Revista de Economia Política*, v.7, n.4, out./1987. Capítulo 2 deste livro.
- . "Os dois congelamentos de preços no Brasil". *Revista de Economia Política*, v.8, n.4, out./1988a.
- . "O caráter cíclico da intervenção estatal". *Revista de Economia Política*, v.9, n.3, jul./1988b.

- . “A aceleração da inflação inercial”. *Folha de S. Paulo*, 1º set./1988c. Republicado in José Márcio Rego (editor), 1989.
- . “Da crise fiscal à redução da dívida”. In L. Bresser Pereira, org. 1989. Trabalho apresentado ao Fórum Nacional, Rio de Janeiro, nov./1988. (Capítulos 3 e 12 deste livro.)
- . “A teoria da inflação inercial reexaminada”. In José Márcio Rego, (org.), 1989a.
- . “Os limites do Plano Brady”. *Exame*, 3 mai./1989b.
- . *Dívida externa: crise e soluções*. São Paulo, Ed. Brasiliense, 1989c.
- BRESSER PEREIRA, L. C. & NAKANO, Y. *Fatores aceleradores, mantenedores e sancionadores da inflação* (1983). Belém, ANPEC, dezembro. X Encontro Nacional de Economia (anais). *Revista de Economia Política*, v.4, n.1, jan./1984. *El Trimestre Económico*, V. LII (3), jul-set/1985, n.207. Reproduzido in *Inflação e recessão*.
- . “Política administrativa de controle da inflação” (1984a). *Revista de Economia Política*, v.4, n.3, julho. Republicado in Bresser Pereira & Nakano (1984b).
- . *Inflação e recessão* (1984b). São Paulo, Ed. Brasiliense, 1984.
- CAGAN, P. “The monetary dynamics of hyperinflation”. In Milton Friedman, (editor), 1956.
- CARDOSO, E. “O processo inflacionário no Brasil e suas relações com o déficit e a dívida do setor público”. *Revista de Economia Política*, v.8, n.2, abr./1988.
- DALL’ACQUA, F. M. “Imposto inflacionário: uma análise para a economia brasileira”. *Revista de Economia Política*, v.9, n.3, jul./1989.
- FRIEDMAN, M. (ed.). *Studies in the quantity theory of money*. Chicago: The University of Chicago Press, 1956.
- FRAGA NETO, A. & A. LARA RESENDE, “O déficit público: um modelo simples”. *Revista de Economia Política*, v.5, n.4, out./1985.
- KALDOR, N. “The new monetarism”. *Lloyds Bank Review*, jul./1970.
- KANDIR, A. *A Dinâmica da inflação*. São Paulo, Ed. Nobel, 1989. Dissertação de doutoramento apresentada na Universidade Estadual de Campinas, 1988.
- LARA RESENDE, A. & P. ARIDA, “Inertial inflation and monetary reform”. In Williamson, J. (ed.), 1985. Originalmente apresentado em seminário em Washington, Institute of International Economics, nov./1984.
- LOPES, F. L. “Só um choque heterodoxo pode derrubar a inflação” (1984a), *Economia em Perspectiva* (Conselho Regional de Economia de São Paulo), ago.
- . “Inflação inercial, hiperinflação e desinflação”. (1984b). *Revista da ANPEC*, n.7, dez.
- MEIER, G. M. *International economics: the theory of policy*. New York, Oxford University Press, 1980.
- RANGEL, I. *A inflação brasileira*. Rio de Janeiro, Tempo Brasileiro, 1963.
- . Posfácio da terceira edição de *A inflação brasileira*, São Paulo, Ed. Brasiliense, 1978.
- REGO, J. M. *A aceleração da inflação recente*. São Paulo, Ed. Bial, 1989.
- SACHS, J. “Políticas comercial e cambial em programas de ajustamento voltados para o crescimento”. *Revista de Economia Política*, v.8, n.2, abr./1988.
- SÖDERSTEN, B. *International Economics*. 2ª ed. Londres, Macmillan, 1980.

## Notas

1. Uma política econômica populista-desenvolvimentista, adotada pelo governo direitista e autoritário durante esses dois anos, conseguiu produzir taxas de crescimento do PIB acima de 8%, enquanto a dívida externa aumentava de 38 para 60 bilhões de dólares. O populismo pode ser distributivista, quando tem

origem na esquerda, ou desenvolvimentista, quando na direita. Seus resultados não são muito diferentes no que se refere aos desajustamentos interno e externo.

2. Veja-se, por exemplo, Meier (1980, chap. 5-7), Södersten (1980, chap. 25). São excelentes textos, mas apresentam o equilíbrio do balanço de pagamentos na forma convencional criticada nesta seção.
3. Sem dúvida é possível considerar que em T já estão incluídos os juros. Para fechar o modelo isto é necessário. Mas o livro-texto, devido a sua necessária simplicidade, ignora o problema, na prática eliminando os juros.
4. Entre 1980 e 1984 as despesas do governo com pessoal foram reduzidas de 6,18% para 5,59% do PIB, em 1988, contudo, o total das despesas do governo com pessoal voltou a representar 7,80% do PIB. É interessante notar, entretanto, que uma parcela considerável dessa redução foi conseguida nos níveis municipal e estadual, nos quais a participação das despesas com pessoal caiu de 2,71% para 2,39% do PIB entre 1980 e 1984, subindo para 3,30% em 1988.
5. Os economistas brasileiros se dão conta disso no início de 1985. Veja Arida, 1985, Fraga Neto e Lara Resende, 1985, e Bresser Pereira, 1985.
6. A respeito do caráter de validação da oferta de moeda no processo inflacionário brasileiro, veja Rangel (1963); Bresser Pereira (1980); Bresser Pereira e Nakano (1983). É interessante observar o pioneirismo da contribuição de Rangel, feita sete anos antes do bem conhecido trabalho de Kaldor (1970).
7. Após a recessão de 1981-83, e como uma conseqüência dela, o déficit público não foi eliminado, porém alcançou em 1984 seu nível mais baixo da década, 3% do PIB (veja tabela 2 no apêndice).
8. Não há números a respeito do total da poupança pública no Brasil. Os números publicados, de acordo com a metodologia adotada pelas contas nacionais, são limitados ao setor público *stricto sensu*, excluindo as empresas estatais (veja tabela 2). De acordo com esses números, a poupança pública estava em torno de 6% em meados dos anos 70, tornando-se quase 2% negativos em 1987. Se acrescentarmos a poupança das empresas estatais (lucros menos depreciação), a tendência de queda será a mesma e a poupança pública estará provavelmente em torno de zero.
9. As empresas privadas pagavam seus débitos externos em cruzeiros — geralmente antes de uma desvalorização real da moeda — depositando-os junto ao Banco Central.
10. A taxa de juros não aumentou necessariamente em função do alongamento de prazos. Em 1986, a criação das LBCs (Letras do Banco Central), de vencimento muito curto (praticamente um dia), foi o reconhecimento de que, mediante taxas de inflação muito elevadas, não era possível obter um financiamento de longo termo para o estado brasileiro; também significou uma forma de controlar a especulação e reduzir a taxa de juros para quase zero nas operações de mercado aberto.
11. Para uma apresentação geral desta teoria, incluindo um levantamento das suas principais contribuições iniciais, veja Bresser Pereira e Nakano (1984); para uma reavaliação da mesma, veja Bresser Pereira (1989a).

12. Em realidade, a expressão “inercial” não é a melhor para definir este tipo de inflação alta e crônica. Em nossos primeiros trabalhos sobre o assunto (meus e de Nakano), utilizamos a expressão inflação “autônoma”.
13. Para uma análise da aceleração endógena da inflação baseada numa abordagem de expectativas racionais (porém não monetarista), veja Antonio Kandir “a dimensão expectacional dos preços exerce um papel fundamental, que passa a ser dominante no processo de aceleração inflacionária em condições de fragilidade financeira do setor público” (1988: 170).
14. A concepção ortodoxa do segundo plano transpareceu não apenas no discurso das autoridades econômicas, mas também na decisão de estabelecer uma taxa de juros real absurdamente alta (16% mensais). Dada a dimensão da dívida interna, essa taxa revelou-se incompatível com o equilíbrio fiscal, apontando, na verdade, para a total quebra do Estado.
15. Essas equações foram originalmente desenvolvidas no clássico trabalho sobre a hiperinflação de Phillip Cagan (1956). Dessas relações, porém, não chegou a concluir sobre o caráter essencialmente endógeno da oferta de moeda.
16. A taxa de inflação,  $p'$ , pode também ser expressa na forma  $dp/p$ . Se definirmos a senhoriagem real como sendo  $dM/p$ , temos  $dM/p = (dM/M) (M/p) = d(M/p) + p'M/p$ .
17. Para uma crítica, veja, por exemplo, Jeffrey Sachs (1987).
18. Para a teoria do padrão cíclico e em constante transformação da intervenção estatal veja Bresser Pereira (1988b).
19. É importante notar que um dos destacados economistas que ajudou a formular a estratégia de industrialização via proteção e investimento direto do Estado, Ignácio Rangel, está defendendo, desde o posfácio da terceira edição de *A inflação brasileira* (1978), a privatização dos serviços públicos de modo a promover os investimentos necessários nessa área.
20. Os números sobre a fuga de capitais são sempre imprecisos, porém, de acordo com estimativas realizadas no mercado financeiro brasileiro, a fuga de capitais, que estava em torno de 1 bilhão de dólares nos anos 70, passou a somar em torno de 3 bilhões de dólares desde que, em 1983, a crise da dívida se tornou evidente; em 1988, ela teria dobrado e em 1989 seria maior que 10 bilhões de dólares. De acordo com o *World Financial Markets* (dez./1988), a fuga acumulada de ativos no Brasil seria, em 1980, 1982 e 1987, de 6, 8 e 31%, respectivamente. A partir de um nível relativamente baixo, a fuga de capitais no Brasil estaria crescendo mais rapidamente que, por exemplo, no México, cujos valores foram 19, 44 e 84 bilhões de dólares, respectivamente. Em 1980, a fuga acumulada de capitais era mais que três vezes mais alta no México, enquanto que, em 1987, era 2,7 vezes maior. Nos dois países, a relação entre a fuga de capitais e a crise interna que se seguiu à crise da dívida é bem clara.
21. A relação capital/produto, que estava em torno de 3 nos anos 70, ficou em 5,5 nos anos 80, na média, se tomarmos a taxa de investimento a preços constantes.