

3. A crise fiscal*

A economia brasileira enfrenta nos anos 80 a mais grave crise de sua história industrial — uma crise definida a longo prazo pela estagnação da renda por habitante nesta década e, a curto prazo, por taxas de inflação que, no momento em que este capítulo está sendo escrito (novembro de 1988), aproximam-se perigosamente da hiperinflação. Neste capítulo concentrarei minha atenção sobre a análise da crise fiscal, mas, dada a dimensão do problema, acabarei examinando a economia brasileira de forma global. Mais do que um trabalho de análise econômica, este será um capítulo de política econômica, no qual pretendo deixar claro (1) que as duas condições fundamentais para a retomada do desenvolvimento são a estabilização da economia, ou seja, o controle efetivo da inflação, e a recuperação da taxa de poupança e investimento; (2) que essas duas condições dependem basicamente da superação da crise fiscal em que está imerso o Estado brasileiro, a qual tem como condicionante importante, embora não exclusivo, uma dívida externa excessiva; e (3) que essa crise fiscal só poderá ser resolvida desde que a política econômica combine medidas internas de ajustamento com a redução da dívida externa, de forma a se lograr a eliminação do déficit público e a redução da transferência de recursos reais para o exterior. A eliminação do déficit público será lograda através da combinação de ajustamento com a redução da dívida, enquanto que a diminuição da transferência real de recursos depende apenas da redução da dívida.

* Este capítulo foi apresentado no Fórum Nacional: *Idéias para a modernização do Brasil*, Rio de Janeiro, outubro de 1988, e publicado in *Dívida Externa: crise e soluções*. São Paulo, Ed. Brasiliense, 1989.

A crise definida

A crise que a economia brasileira enfrenta nos anos 80 é provavelmente a mais grave crise da história de seu desenvolvimento capitalista. De fato, salvo pequenas flutuações, a economia do país não parou de crescer desde aproximadamente os anos 40 do século XIX, quando o desenvolvimento da cultura do café permitiu a superação de uma crise de longo prazo vigente desde meados do século anterior, quando se esgotara o ciclo do ouro. Foram cento e cinquenta anos de extraordinário crescimento. De acordo com um estudo recente de Angus Maddison (1988), o Brasil foi o país que apresentou maiores taxas de crescimento do PIB desde 1870, em comparação com um número selecionado de países entre os quais os Estados Unidos, o Japão e a União Soviética. A partir de 1981, porém, a economia brasileira entra em um longo período de estagnação que dura até hoje. A renda por habitante, que nos oito anos anteriores (1973-1980) crescera 52,7%, permanece praticamente constante (aumento de cerca de 2,8%) entre 1981 e 1988. E observe-se que não há sinal de mudança nesse quadro. A estimativa para este último ano é a de uma redução da renda por habitante de 1%. Para 1989 as autoridades econômicas previam, segundo informação da *Gazeta Mercantil*, crescimento zero do PIB (Cláudia Safatle, 1988). Afinal houve um crescimento de 3%, ao mesmo tempo que a inflação acelerava-se dramaticamente, prenunciando grandes ajustes para o futuro.

Essa redução da taxa de crescimento da economia brasileira para uma média muito próxima do crescimento da população nos últimos oito anos (cerca de 2,6% ao ano de crescimento do PIB), quando sua taxa histórica de crescimento tem sido aproximadamente de 7% ao ano desde os anos 40, não pode ser considerada acidental ou temporária, já que está diretamente relacionada com a queda na taxa de investimento do país. Esta, que foi em média de 22,9% nos anos 70, baixou para 17,4% a partir de 1981. Estamos na verdade diante de uma crise estrutural, cujos sintomas básicos são a estagnação da renda por habitante e a drástica redução da capacidade de poupar e investir do país (ver tabela 1).

É certo que com uma taxa de investimento próxima a 17%, e dada a relação capital/produto geralmente utilizada nos estudos macroeconômicos brasileiros de 3, poderíamos ainda ter uma taxa de crescimento do produto de 5% ao ano, ou seja, um crescimento consideravelmente superior ao que o país está obtendo.

Tabela 1 - Variáveis macroeconômicas internas (%)

Anos	PIB	Invest. /PIB	Transf. Rec. / PIB	Inflação (IPC)
1979	7,2	23,0	(2,1)	77,2
1980	9,1	22,5	(2,2)	99,7
1981	(3,1)	21,0	(0,4)	93,5
1982	1,1	20,4	(0,7)	100,3
1983	(2,8)	16,1	2,4	178,0
1984	5,7	15,5	5,6	209,1
1985	8,4	16,7	5,1	239,1
1986	8,0	18,5	2,6	59,2
1987	2,9	19,7	3,0	394,0
1988*	1,0	17,0	5,0	900,0

Fonte: IBGE, *Conjuntura Econômica*, n.42, set./1988.

* Estimado.

Neste momento é necessário introduzir o terceiro sintoma da crise econômica brasileira dos anos 80: a taxa de inflação. Uma relação capital/produto de 3 pode ser até conservadora em condições de estabilidade de preços ou de uma taxa moderada de inflação. Nos anos 70, por exemplo, o crescimento foi possível com uma taxa de inflação média (IGP) de 32,6% ao ano — uma taxa moderada, portanto. Já em 1980, entretanto, a inflação sobe para cerca de 100%; em 1983 para a casa dos 200%, e finalmente, depois do interregno do Plano Cruzado, vai a quase 400% em 1987, e, em 1988, está próxima de 1000%. Na verdade, se anualizarmos a taxa de inflação de agosto a outubro, teremos uma taxa de inflação hoje no Brasil de 1200%.

Ora, com taxas de inflação dessa ordem é inteiramente inviável pensar em crescimento econômico. A relação capital/produto perde sentido, não porque os empresários, diante da situação de incerteza provocada pelas altíssimas taxas de inflação, reduzem seus investimentos — este é um fator de redução da taxa de acumulação, não da perda de eficiência dos investimentos —, mas porque a economia se desorganiza, não obstante a indexação, que pretende neutralizar os efeitos desestruturadores da inflação. Esta desorganização da economia assume duas dimensões: de um lado, provoca distorções na alocação dos fatores de produção, desorienta os agentes econômicos, estimula os mais a especular e a se defender dos efeitos distributivos perversos da inflação do que a produzir, provoca desperdícios de toda ordem; de outro, leva o governo a tomar medidas contracionistas de ajustamento econômico que, embora malsucedidas em controlar a inflação, são efetivas em reduzir as taxas de crescimento e em equilibrar o fluxo do balanço de pagamentos.

Temos, assim, três sintomas básicos da grande crise econômica que o Brasil enfrenta na presente década: estagnação sem precedente da renda por habitante, redução de aproximadamente seis pontos percentuais na taxa de investimento, e taxas de inflação altíssimas.

A gravidade da crise parece hoje óbvia, especialmente devido à elevação da taxa de inflação. É preciso assinalar, entretanto, que a tomada de consciência da crise estrutural em que está imersa a economia brasileira é um fenômeno recente e ainda não inteiramente absorvido.¹

A crise fiscal

A causa fundamental da crise econômica brasileira é a crise fiscal, é o desequilíbrio financeiro estrutural do setor público, o qual, por sua vez, tem como uma de suas causas fundamentais o tamanho excessivo da dívida externa pública. Afirmo na introdução deste capítulo que a crise fiscal seria um pressuposto da presente análise, porque o assunto já foi amplamente discutido (Rogério Werneck, 1983,1987; Bresser Pereira, 1987a; Ministério da Fazenda, 1987). É um equívoco, no entanto, imaginar que essa crise resume-se a um elevado déficit público, como é possível depreender da discussão corrente sobre a economia brasileira. Na verdade, a crise fiscal tem três dimensões: (1) uma dimensão de fluxo: o próprio déficit público e a redução da poupança pública; (2) uma dimensão de estoque: a dívida pública interna e externa; e (3) uma dimensão psicossocial: a falta de crédito do Estado, que pode ser definida em termos objetivos pela incapacidade de financiar seu déficit em prazo maior que o do *overnight*.

A dimensão de fluxo da crise fiscal é a mais usualmente analisada. Pode ser medida de duas maneiras, que aparecem na Tabela 2: através do déficit público operacional e através da capacidade de poupança do setor público. A primeira inclui as empresas estatais e corresponde ao aumento do endividamento ou das necessidades de financiamento do setor público como um todo. Além de medir o desequilíbrio financeiro do Estado, seria também uma indicação de excesso de demanda. Na verdade, como o déficit público tem um substancial componente financeiro, e como pode ocorrer ao mesmo tempo em que o setor privado reduz seus investimentos ao preferir financiar o setor público, ele pode ocorrer em condições de clara insuficiência de demanda global (ver Dall'Acqua e Bresser Pereira, 1987). O déficit público no Brasil é muito alto. Foi reduzido, a partir de 1983, graças a um severo corte no investimento público e nas despesas sociais. Nos

últimos anos tem girado em torno de 3 a 4% do PIB. Se considerarmos muito conservadoramente as necessidades mínimas de aumento de investimento e de despesa social do Estado, seria razoável afirmar que o déficit público “potencial” no Brasil é consideravelmente maior.

A segunda medida de fluxo do desequilíbrio financeiro do Estado está na sua capacidade de poupança. Esta medida não pode ser comparada diretamente com a de déficit público porque as contas nacionais no Brasil excluem do setor público as empresas estatais. Mas as duas medidas estão relacionadas. A poupança pública, que estava em torno de 5% do PIB em meados dos anos 70, já havia sido reduzida para 3,8% em 1979 e transformou-se em uma poupança negativa de 1,2% do PIB em 1987. Isso significa que nos anos 70 o setor público era capaz de recolher poupança forçada e investi-la — ou seja, de realizar o papel por excelência do Estado no processo de desenvolvimento —, enquanto que nos anos 80, embora continuasse obrigado a investir, já que continua responsável por boa parte da infra-estrutura produtiva do país, passava a despoupar e portanto a aumentar seu financiamento junto ao setor privado (déficit público) para manter minimamente seu nível de investimentos.

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

Anos	Carga tribut.	Despesa pessoal	Juros div. int.	Juros div. ext.	Poupança pública	Déficit público
1979	24,3	6,9	0,55	0,29	3,8	8,3
1980	24,2	6,2	0,74	0,36	2,2	6,7
1981	24,6	6,5	1,08	0,29	2,3	6,0
1982	26,2	7,3	1,21	1,18	1,8	7,3
1983	24,7	6,5	1,65	1,57	0,6	4,4
1984	21,6	5,6	2,05	1,83	0,8	2,7
1985	22,0	6,8	2,24	1,51	0,3	4,3
1986	24,3	7,0	1,14	1,35	1,9	3,6
1987	22,6	7,7	1,15	1,44	(1,2)	5,5
1988*	22,1	7,8	1,48	1,85	(1,9)	4,0

Fonte: Primeiras quatro colunas, IPEA; última, Banco Central. Observação: as cinco primeiras colunas referem-se ao setor público *stricto sensu*; a última inclui as empresas estatais.

* Estimado.

Esses dois desequilíbrios de fluxo têm como consequência um crescente desequilíbrio de estoque do Estado: a dívida pública. Esta, nos anos 70, começou sendo fundamentalmente externa. No final dos anos 70 e início dos 80, a partir do momento em que os bancos internacionais começam a reduzir (1979/8) para final-

mente suspender definitivamente (1982) a rolagem da dívida externa, a dívida interna passa a crescer explosivamente. A própria dívida externa pública, entretanto, continua a crescer, na medida em que o setor público vai pagando ou pré-pagando em cruzados seus compromissos externos, que passam a ser dívida pública externa. Hoje, para um PIB de cerca de 320 bilhões de dólares, temos uma dívida pública externa de aproximadamente 100 bilhões de dólares (quase 85% da dívida externa total), que, somada a uma dívida interna mobiliária de 41 bilhões de dólares e de aproximadamente 30 bilhões de dólares de dívida interna não mobiliária nos dá um total de cerca de 170 bilhões de dólares de dívida pública, correspondente a algo mais do que 50% do PIB.

Tanto o desequilíbrio de fluxo quanto o desequilíbrio de estoque são muito altos em relação ao PIB. Não implicam, entretanto, necessariamente uma crise fiscal. Para tomarmos um extremo, a Itália tem um déficit público de quase 10% do PIB e sua dívida pública é quase igual ao seu PIB, e não obstante não se pode dizer que o Estado italiano esteja quebrado. O máximo que podemos dizer é que existe ali uma crise fiscal potencial grave. E no Japão, onde o déficit público estava até em 7% do PIB, tendo recentemente baixado para 3%, definitivamente não se pode falar em crise fiscal. Por que no caso do Brasil temos uma situação de insolvência do setor público, enquanto nos outros não, embora no caso da Itália os índices quantitativos do desequilíbrio fiscal são maiores? Porque naqueles países o Estado ainda tem crédito. Consegue se financiar junto ao setor privado a um prazo de um a dois anos no caso da Itália e de pelo menos dez anos no caso do Japão, enquanto no Brasil o Estado não tem praticamente crédito algum. Seu “financiamento” interno mobiliário realiza-se em quase sua totalidade pelo prazo de uma noite, no *overnight*. Na verdade, nestes termos a diferença entre financiamento via emissão de moeda e via LBCs (Letras do Banco Central) é quase inexistente.

Origens da crise fiscal

O desequilíbrio financeiro estrutural do setor público originou-se na política de crescimento com endividamento dos anos 70. Entretanto, conforme observei em um trabalho anterior (1988), podia-se justificar essa estratégia até 1978, quando o índice dívida/exportação do Brasil aproximava-se do limite de 2. Torna-se, entretanto, totalmente injustificável nos dois anos seguintes (1979-80), não apenas porque a dívida já era então muito alta, mas também porque quatro choques externos que afetavam diretamente a economia brasileira exigiam que o Brasil

iniciasse imediatamente o ajuste de sua economia: (1) o segundo choque do petróleo, que aumentava nossas importações; (2) a recessão nos Estados Unidos, que reduzia nossas exportações; (3) a elevação da taxa nominal, devido à inflação nos Estados Unidos, e (4) a elevação da taxa real de juros, devido à política monetarista de ajuste naquele país, as duas elevações provocando aumento dos pagamentos de juros do Brasil aos credores.

Entretanto, em vez de ajustar-se, o Brasil, com a substituição de Mário Henrique Simonsen por Antônio Delfim Netto (agosto de 1989), engajou-se nesse ano e em 1980 em uma política populista irresponsável de expansão econômica, que elevou a taxa de inflação de 50 para 100% ao ano, e, ao aumentar o volume da dívida, de aproximadamente 40 para 60 bilhões de dólares em dois anos, enquanto as exportações permaneciam em torno de 20 bilhões de dólares, elevou o índice de endividamento externo do Brasil (dívida/exportação) para 3. Dessa forma, quando no final de 1980 o Brasil inicia seu primeiro esforço de ajustamento, já era tarde demais. A dívida externa já se tornara alta demais para ser paga. De fato, o desequilíbrio financeiro estrutural do setor público agravara-se de forma muito séria; a dimensão de estoque (a dívida interna e principalmente a dívida externa pública) desse desequilíbrio assumira proporções tais que simples medidas de ajustamento macroeconômico não tinham mais condições de resolver o problema, a não ser que as condições internacionais se tornassem extraordinariamente favoráveis.

Não obstante, a partir de 1981 e até 1983 o país entrou em um profundo processo de ajustamento, que, através da desvalorização cambial real e da redução do déficit público (via cortes profundos no consumo e no investimento público) logrou reequilibrar a conta corrente externa do país. O ajustamento, entretanto, não conseguiu reduzir a inflação, que, pelo contrário, continuou a crescer, nem garantiu a retomada do crescimento econômico, porque o ajustamento trazia embutidos nele próprio os fatores do seu fracasso: (1) havia sido realizado à custa da redução da taxa de investimentos, e (2) não foi suficiente para lograr a eliminação do déficit público que a dívida externa cada vez maior só tendia a agravar.

Na verdade, entre 1984 e 1986 há um crescimento da economia (Tabela 1), mas esse crescimento, em 1985 e 1986, irá se basear não na recuperação da taxa de acumulação de capital, que declinara, mas no aproveitamento de capacidade ociosa. E a partir de 1987 voltamos à estagnação da renda por habitante. O déficit público, que foi reduzido a partir do ajustamento iniciado em 1981, não chega a zerar (contradizendo as afirmações do presidente do Banco Central, que em 1984 publica no boletim *Brazilian Economic Program*, criado para fazer o acompanha-

mento das cartas de intenção do Brasil ao FMI, a informação de que o déficit havia sido zerado, que se lograra mesmo um superávit de 0,2% do PIB).

A tendência declinante do déficit público, lograda principalmente devido à redução dos investimentos públicos, sofre um processo de reversão a partir de 1985, com a Nova República. A política econômica assume então novamente um caráter populista, ao ser condicionada pelas pressões sociais liberadas com a redemocratização. O déficit público volta a se elevar, desta vez via aumento dos gastos correntes ou de consumo do Estado. Ocorre então um extraordinário aumento dos gastos de pessoal do setor público, conforme podemos ver pela Tabela 2, e também um forte aumento do gasto em bens e serviços, com graves conseqüências sobre a poupança pública.

No início de 1986 o governo lança o Plano Cruzado, que irá se transformar na grande oportunidade perdida da Nova República e dos economistas que tanto haviam criticado a ortodoxia do período 1981-84. Embora muito bem delineado, porque baseado provavelmente na mais importante contribuição dos economistas latino-americanos à teoria econômica — a teoria da inflação inercial —, o plano fracassa. As causas imediatas do seu fracasso foram (1) a incapacidade do governo de conter a demanda agregada, na medida em que não reduziu o déficit público nem praticou uma política monetária rígida que garantisse taxas de juros positivas, e (2) a recusa em corrigir os preços relativos necessariamente distorcidos no momento do choque. Mas a causa imediata da crise foi a continuidade de uma dívida externa já muito alta e que só se elevava, conforme se verifica na tabela 3. No momento em que o Plano Cruzado foi decidido pelo ministro Dilson Funaro não havia ainda a consciência clara, por parte dos economistas brasileiros que desenvolveram a teoria da inflação inercial, da incompatibilidade entre a dimensão da dívida externa brasileira e a estabilidade de preços, de forma que muito naturalmente não se pensou então em moratória. A declaração da moratória só veio a ocorrer um ano depois, em fevereiro de 1987, quando o Plano Cruzado já havia fracassado.

Embora tenha sido em parte uma contingência da perda de reservas que o país estava sofrendo devido ao desequilíbrio macroeconômico provocado pelo Plano Cruzado, a moratória brasileira constituiu-se em um ato de coragem do então Ministro da Fazenda, que serviu de base não apenas para a estratégia brasileira de redução da dívida via securitização, que teve lugar no segundo semestre de 1987 (ver Fernão Bracher, 1988; Bresser Pereira, 1988b), mas também constituiu-se em um fator importante para levar setores significativos das elites dirigentes nos países credores a rever sua posição sobre a dívida externa e a

considerar mais seriamente esquemas de alívio ou redução da dívida dos países altamente endividados.² A afirmação do Ministro da Fazenda do Brasil em fevereiro de 1988 de que a moratória do Brasil havia trazido mais prejuízos do que vantagens ao país, na medida em que o ganho de reservas obtido pela suspensão de pagamentos dos juros teria sido mais do que compensado pela perda decorrente de várias formas de retaliação (redução dos créditos de curto prazo, redução dos desembolsos do Banco Mundial, aumento de repatriamento de capitais), é totalmente infundada. Explica-se apenas pelo interesse do ministro em justificar sua decisão de suspender a moratória e fazer um acordo convencional com os bancos. Essa afirmação, entretanto, teve repercussão mundial, foi difundida por toda a grande imprensa dos países credores, e confundiu as elites desses países.³

Tabela 3 - Contas externas do Brasil (US\$ milhões)

<i>Anos</i>	<i>Transf. reais</i>	<i>Conta corrente</i>	<i>Dívida</i>	<i>Dívida ext. / export.</i>
1979	(5.199,4)	(10.741,6)	49.904	327,4
1980	(5.774,9)	(12.807,0)	53.848	267,5
1981	(2.863,2)	(11.734,3)	61.411	263,6
1982	(2.816,1)	(16.310,5)	69.655	374,6
1983	4.170,6	(6.837,4)	81.319	371,3
1984	11.515,7	44,8	91.091	337,3
1985	11.017,2	(241,5)	95.857	373,9
1986	6.302,4	(4.476,9)	101.759	454,4
1987	8.889,0	(812,0)	107.514	409,9
1988*	16.170,0	4.570,0	106.052	320,6

Fonte: Banco Central.

* Estimado (saldo comercial de US\$ 19,0 bilhões em 1988).

Dívida e desequilíbrio interno

Na verdade a dívida externa é o pano de fundo da crise econômica brasileira. A redução da taxa de crescimento da economia brasileira nos anos 80 para uma média muito próxima ao crescimento da população explica-se, em termos de causalidade direta, de um lado pela redução da taxa de investimentos e de outro, pela aceleração da inflação, que desorganiza ou torna mais ineficiente o investimento. O desequilíbrio financeiro estrutural do setor público e a dívida externa, interligados, são por sua vez a causa da redução dos investimentos e da inflação.

Poderíamos encontrar outras razões para o aumento da relação capital/produto, especialmente a redução dos subsídios

aos investimentos, que no passado rebaixavam artificialmente essa relação. Essa redução da produtividade dos investimentos é sem dúvida uma das causas da crise brasileira. Existem muitas outras. No presente trabalho, entretanto, quero concentrar minha atenção sobre as relações entre a dívida externa e a redução dos investimentos, o aumento do déficit público e o aumento da taxa de inflação. Obviamente a dívida externa não é a única causa desses desequilíbrios. O populismo interno, por exemplo, levando a gastos públicos excessivos e a tributação insuficiente, é também um componente fundamental por trás da crise.

Veremos nesta seção que a necessidade de servir (especificamente, pagar os juros) a uma dívida excessivamente alta leva à redução da capacidade de poupança e investimento do país, ao aumento do déficit público e à inflação. Na verdade, o próprio processo de ajustamento exigido pelos credores para tornar viável o pagamento dos juros torna-se perverso ou *self-defeating*. Quanto mais o país procura se ajustar, em condições de uma dívida excessivamente alta, maiores são as distorções em que a economia do país se vê imersa.

A queda na taxa de investimentos está óbvia e diretamente relacionada com a dívida externa. Mais precisamente, com o aumento da transferência real de recursos (ver Nogueira Batista, 1987; Dornbusch, 1988; Bacha, 1988a).⁴ Não apenas no Brasil, mas em todos os países altamente endividados, à medida que aumentava a transferência real de recursos, diminuía a taxa de investimentos. Em vez de investir (ou de consumir internamente) o país passa a alcançar elevados superávits em transações reais (superávit comercial menos serviços reais ou não fatores). Em relação ao Brasil esse fenômeno pode ser observado claramente na Tabela 3. Em relação aos quinze países mais endividados (identificados no Plano Baker de outubro de 1985) ocorre o mesmo fenômeno de aumento da transferência real de recursos, de redução dos investimentos e de queda na taxa de crescimento do PIB, demonstrando a clara relação entre a dívida excessiva e a estagnação econômica. Esse fato pode ser observado na tabela 4, que mostra para os quinze principais devedores o que demonstraremos para o Brasil mais adiante: que a crise fiscal, representada pelo déficit público, não é resolvida pelos esforços de ajustamento. Da mesma forma que os índices de endividamento continuam a crescer (ver tabela 4), o déficit público não diminui, não obstante, conforme reconhece o FMI, “esse grupo de países registrasse um importante ajustamento externo entre 1981-82 e 1984-85, já que a conta corrente desses países passou de um déficit de 33% das exportações para praticamente equilíbrio” (1988: 40).

Tabela 4 — Variáveis macroeconômicas dos quinze principais devedores

Anos	Cresc. PIB	Invest. / PIB	Infl.	Déf. públ. (% PIB)	C.corr. / export.
70-79	5,9	24,0	31,7	(2,6)	(17,0)
1980	5,4	24,6	47,2	(0,8)	(18,0)
1981	10,1	24,0	53,7	(4,3)	(30,7)
1982	(0,5)	21,5	55,9	(5,9)	(35,8)
1983	(2,7)	17,4	91,6	(5,0)	(11,2)
1984	2,3	16,6	118,4	(3,6)	(1,0)
1985	3,8	17,1	121,8	(3,4)	(0,2)
1986	3,8	17,8	77,2	(4,8)	(11,9)
1987	2,5	17,1	116,2	(6,5)	(6,1)
1988	1,5	18,1	222,9	(5,1)	(6,4)

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, out./1988.

De uma forma menos direta, mas não menos importante, a dívida externa está relacionada com a queda na taxa de investimentos através do desequilíbrio financeiro do setor público. Esse desequilíbrio pode ser medido (Tabela 2) seja pela redução da poupança pública, seja através do déficit público operacional. A queda na taxa de investimentos está relacionada com a queda da poupança pública, já que o aumento do investimento público aumenta o déficit público, mas não diminui a poupança pública. Quando a poupança pública deixa de ser positiva para se tornar negativa, ou o governo reduz seus investimentos (e seu consumo), ou aumenta o déficit público. Mas a redução dos investimentos pode ser também relacionada diretamente com a redução do déficit público. Foi o que ocorreu em 1983 e 1984, quando a redução do déficit foi obtida principalmente através da diminuição do investimento público.

Ora, de um lado a redução da poupança pública e o aumento do déficit público, e de outro lado, o movimento inverso de diminuição do déficit público em função do corte dos investimentos, estão diretamente relacionados com a dívida externa. Este segundo caso é mais evidente. Diante do desequilíbrio de suas contas externas o país é obrigado a realizar um ajustamento, que invariavelmente acaba se realizando à custa não apenas do consumo mas também do investimento. No caso do Brasil esse fenômeno foi claríssimo. Entretanto, se a crise fosse simplesmente de liquidez, como pretendiam nossos credores, a transferência real de recursos poderia ser em pouco tempo reduzida e o nível dos investimentos seria logo recuperado, assim que o equilíbrio externo o fosse também. Não foi isso o que ocorreu no Brasil exatamente porque a dívida externa, ao assumir um

tamanho exagerado em relação às exportações — ou seja, à capacidade de pagar do país — continuou a pressionar para baixo os investimentos, além de, como veremos, desequilibrar as finanças públicas.

O desequilíbrio das finanças públicas em função da dívida externa ocorre através de vários mecanismos, todos levando à diminuição da capacidade de poupança pública e por consequência ao aumento do déficit público. Em primeiro lugar temos o volume sempre crescente de juros a serem pagos sobre a dívida externa pública. Na tabela 2 temos os juros da dívida externa do setor público *stricto sensu*. Seu crescimento é constante, alcançando 1,85% do PIB em 1988. Na tabela 5 temos os juros totais pagos pelo setor público, inclusive empresas estatais. Os juros totais incorridos pelo setor público alcançarão, em 1988, 5,73% do PIB, correspondendo praticamente ao total do déficit público operacional desse ano. Em alguns dos anos anteriores os juros pagos pelo setor público foram maiores do que o déficit público. Os juros sobre a dívida externa correspondem a cerca da metade dos juros totais pagos. Em 1988 alcançarão, segundo a estimativa do Banco Central, 2,85% do PIB. Dada a estimativa de um déficit público de 4% do PIB, isto significa que os juros da dívida externa corresponderão a cerca de 70% do déficit público deste ano. Foi esse fato, além de uma série de considerações teóricas relacionando a crise fiscal com a dívida externa, que levou Jeffrey Sachs a afirmar que o problema da dívida externa é eminentemente um problema fiscal e a observar que:

“Por não associar a crise da dívida com a crise fiscal, muitos observadores ficaram perplexos ao verificarem que a crise não se resolveu, a despeito dos grandes saldos comerciais em muitos dos países devedores” (1987: 35).

Tabela 5 - Juros incorridos pelo setor público (% do PIB)

Anos	<i>S/dívida externa</i>	<i>S/dívida interna</i>	Anos
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.

Por outro lado, conforme observaram com base em ampla evidência empírica Rogério Werneck (1987) e Boitempo (1988), o setor público arcou com todo o ônus do ajustamento, ao continuar a subsidiar, sob as mais diversas formas, o setor privado, ao promover a estatização da dívida externa, permitindo que as dívidas em dólares do setor privado nacional e multinacional fossem pagas em cruzados pelo setor privado freqüentemente nas vésperas das desvalorizações cambiais, e ao reduzir sua arrecadação real de impostos através do efeito Oliveira-Tanzi. Nesses termos, indiretamente, a dívida externa agravou ainda mais o problema fiscal.

A crise fiscal tem duas conseqüências. Não apenas reduz a capacidade de poupança do Estado e portanto a capacidade de investimento do país, mas, ao levar o setor público a emitir moeda para financiar os juros crescentes sobre sua dívida externa e interna, provoca a aceleração da inflação. Inclui a dívida interna no raciocínio porque, com a suspensão de novos financiamentos internacionais, o Estado não tem outra alternativa para financiar seu déficit senão através da emissão de moeda e do aumento da dívida mobiliária interna, a qual passa a crescer rapidamente. Isso acontece porque o ajustamento externo do país definido pela obtenção de elevados superávits comerciais não resolve o problema fiscal, na medida em que os superávits são realizados pelo setor privado, enquanto que o responsável pelo pagamento da dívida é o setor público (ver Arida, 1985; Fraga Neto e Lara Resende, 1985; Lundberg, 1986). Na verdade o problema é agravado na medida em que o governo recorre ao financiamento interno e às emissões para fazer frente ao problema (ver Boitempo, 1988, que realizou um completo levantamento a respeito).

Poder-se-ia argumentar que apenas a emissão de moeda seria inflacionária, enquanto que o aumento da dívida interna, embora agravando a médio prazo a situação financeira do setor público, estaria compensatoriamente reduzindo a quantidade de moeda em poder do setor privado. Esse raciocínio, entretanto, não se sustenta quando toda a dívida interna passa a ser financiada no *overnight*, ou seja, o setor privado “empresta” para o Estado por uma noite, através das Letras do Banco Central (LBCs). Nessas circunstâncias a liquidez das LBCs é tal, que na verdade pouco se diferencia da pura e simples emissão de moeda. De forma que o efeito sancionador da inflação do aumento da quantidade de LBCs é praticamente o mesmo do aumento da base monetária e dos meios de pagamento (M1).

Os efeitos perversos da cadeia dívida externa — estatização da dívida — aumento da dívida interna — aumento do déficit público completam-se com o aumento da taxa de juros interna, que, além de desestimular os investimentos privados, constitui-

se em um fator acelerador de custos da inflação (ver Eliana Cardoso, 1988a) e provoca um aumento ainda maior do déficit público interno. Em breve a taxa de juros real torna-se maior que a taxa de crescimento do PIB, levando também por essa via a um crescimento explosivo da dívida interna (ver Rossi, 1987).

Uma outra forma através da qual a dívida externa excessiva do Brasil pressiona a inflação é através das desvalorizações cambiais. Neste caso temos dois efeitos: um efeito déficit público, já que a desvalorização cambial recai sobre uma dívida externa que é quase inteiramente pública (ver Eliana Cardoso, 1988b), e um óbvio efeito custo, na medida em que as desvalorizações cambiais reais constituem-se em um efeito acelerador da inflação poderoso.

Elevadas taxas de inflação, por sua vez, têm como consequência, além (1) do aumento da relação capital/produto, na medida em que desorganiza a economia, distorcendo a alocação de recursos, e (2) da redução do estímulo a investir do setor privado nacional e multinacional, (3) o aumento do déficit público através do efeito Oliveira-Tanzi, ou seja, através da perda de receita fiscal real devido à defasagem entre o aumento em que se incorre no imposto e o momento em que este é recolhido aos cofres do Tesouro.

Por todas essas razões espero ter deixado claro que, quando a dívida externa atinge um nível excessivamente alto, como foi o caso do Brasil a partir do final de 1980, o processo de ajustamento torna-se perverso, *self defeating*, tem embutidos nele próprio os fatores que o levarão ao fracasso.⁵ É isto o que vem acontecendo no Brasil desde 1981, quando começou seu processo de ajustamento. De um modo geral é o que vem ocorrendo em toda a América Latina durante os anos 80. Esse caráter perverso das tentativas de ajustamento só não se concretizaria se imaginássemos que a política econômica pode ser reduzida a uma engenharia econômica, de forma que seria viável promover enormes reduções de salários e de consumo, e ao mesmo tempo lograr significativos aumentos de exportação.⁶

No próximo capítulo examinarei mais detidamente esse caráter perverso das tentativas de ajustamento quando a dívida pública interna e externa é muito alta e a inflação crônica ou inercial.

Referências bibliográficas

ARIDA, P. "Déficit, dívida e ajustamento: uma nota sobre o caso brasileiro". *Revista de Economia Política*, v.5, n.4, out./1985.

- BOITEMPO, H.C. "Transferências externas e financiamento do governo federal e autoridades monetárias". *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v.18, n.1, abr./1988.
- BRESSER PEREIRA, L. C. "Mudanças no padrão de financiamento dos investimentos no Brasil" (1987a). *Revista de Economia Política*, v.7, n.4, out./1987. Capítulo 2 deste livro.
- CARDOSO, E. "O processo inflacionário no Brasil e suas relações com o déficit e a dívida do setor público" (1988a). *Revista de Economia Política*, v.8, n.2, abr./1988.
- . "Seignorage and repression: monetary rhythms of Latin America". Trabalho apresentado ao XIV International Congress of the Latin American Studies Association, New Orleans, mar./1988b.
- CARNEIRO, D. & WERNECK, R. F. "External debt, economic growth and fiscal adjustment". Rio de Janeiro: Pontifícia Universidade Católica, texto para discussão n.202, ago./1988.
- CASTRO, A. B. & SOUZA, F. E. *A economia brasileira em marcha forçada*. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1985.
- . "O saldo e a dívida". *Revista de Economia Política*, v.8, n.2, abr./1988.
- CLINE, W. R. "Dívida internacional: progresso e estratégia", in *Finanças e desenvolvimento*, Washington, FMI e Banco Mundial, v.8, n.2, jun./1988.
- DALL'ACQUA, F. M. & BRESSER PEREIRA, L. C. "A composição financeira do déficit público" (1987). *Revista de Economia Política*, v.7, n.2, abr./1988.
- FRAGA NETO, A. & RESENDE, A. "O déficit público: um modelo simples". *Revista de Economia Política*, v.5, n.4, out./1985.
- FRENKEL, R. & ROZENWURCEL, G. "Restricion externa y generacion de recursos para el crecimiento en America Latina". Trabalho apresentado à conferência "Beyond the debt crisis: Latin America strategies for the 90s", Caracas, 28 a 30 jun./1988 (cópia).
- LUNDBERG, E. L. "O desequilíbrio financeiro do setor público — restrição externa, restrição orçamentária e restrição monetária — uma nota". *Estudos Econômicos*, v.16, n.2, mai./1986.
- MADDISON, A. "Brasil tem o crescimento mais rápido do PIB desde 1870". *Folha de S. Paulo*, 27 out./1988, p.B-6.
- MINISTÉRIO DA FAZENDA. *Plano de controle macroeconômico*. Brasília, Ministério da Fazenda, jul./1987.
- ROETT, R. "Latin America's debt: problems and prospects" (1988a), Washington, abr./1988 (cópia). A ser publicado in *International Journal*, verão/1988.
- . "How the 'Haves' manage the 'Have-Nots': Latin America and the debt crisis" (1988b). Washington (cópia). A ser publicado em *Debt and democracy in Latin America*, organizado por Barbara Stallings & Robert Kaufman (Boulder, Westview Press).
- ROSSI, J.W. "A dívida pública no Brasil e a aritmética da instabilidade". *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v.17, n.2, ago./1987.
- SACHS, J. "Política comercial e cambial em programas de ajustamento voltados para o crescimento". *Revista de Economia Política*, v.8, n.2, abr./1988 (versão original em inglês, 1987).
- SAFATLE, C. "Crescimento zero em 1989". *Gazeta Mercantil*, 11 nov./1988 (reportagem baseada em informações obtidas junto à equipe técnica da área econômica do governo então elaborando o programa macroeconômico para 1989).
- SALAMA, P. *Dolarização*. São Paulo, Ed. Nobel, 1989.
- WERNECK, R. F. "A armadilha financeira do setor público e as empresas estatais", in Adroaldo Moura da Silva et al 1983.
- . *Empresas estatais e política macroeconômica*. Rio de Janeiro, Ed. Campus, 1987.

Notas

1. Examinarei esse problema mais detidamente no próximo capítulo.
2. Sobre os méritos da moratória brasileira de fevereiro de 1987, quando Dilson Funaro era o Ministro da Fazenda, ver Nogueira Batista Jr. (1988b). Entretanto, embora publicado no final de 1988, esse livro não faz qualquer menção à decisão de redução unilateral da dívida tomada no final de novembro de 1987 pelo governo, logo após ter assinado o acordo provisório, e divulgada com detalhes já no final de dezembro, logo após meu pedido de demissão do Ministério da Fazenda. Limita-se a criticar o acordo provisório com os bancos, que visava demonstrar a boa fé do Brasil em negociar, confundindo-o indevidamente com a suspensão da moratória (1988b: 199). O fato de que a moratória não estava então sendo suspensa foi inclusive comunicado por escrito em uma carta ao Secretário do Tesouro dos Estados Unidos, James Baker. A moratória só seria realmente suspensa se o acordo final com os bancos fosse fechado até o dia 29 de janeiro de 1988. Logo após a assinatura do acordo ficou demonstrado que os bancos não estavam realmente dispostos a negociar. Nesse momento foi decidido que, esgotado aquele prazo, seriam tomadas as medidas necessárias para completar a moratória através da redução unilateral da dívida.
3. Ver, por exemplo, Riordan Roett (1988: 15), Cline (1988: 10). Coerente com essas declarações o Ministro Mailson da Nóbrega firmou, em julho de 1988, um “acordo convencional”, logrando assim suspender a moratória. Este acordo não consultava os interesses do Brasil e levou o mesmo ministro, por falta de divisas, a entrar em nova moratória a partir de agosto de 1989.
4. Bacha (1988a) demonstra que a transferência real de recursos da América Latina foi o principal fator para a redução da formação bruta de capital do continente de 23,4% do PIB em 1979 para 18,8% em 1986, já que a poupança interna permaneceu praticamente constante no período.
5. Jeffrey Sachs foi um dos primeiros economistas a chamar a atenção para as conseqüências fiscais perversas (*self-defeating*) de uma dívida externa excessivamente alta. Dionísio Carneiro e Rogério Werneck desenvolveram um modelo formal para demonstrar esse ponto e assinalar os benefícios da redução da dívida nesses casos (1988). Pierre Salama (1989) acaba de terminar um livro em que concentra sua análise nos efeitos perversos do ajustamento em países altamente endividados.
6. Quando preparamos o Plano de Controle Macroeconômico, em junho/julho de 1987, tentando compatibilizar crescimento com o simples financiamento de 60% dos juros, as simulações macroeconômicas então realizadas deixaram evidente a necessidade de uma redução pouco realista do consumo. Esta verificação foi um fato decisivo para a mudança da estratégia brasileira. Frenkel e Rosenwurcel fizeram simulações macroeconômicas que chegaram a conclusões semelhantes. Segundo os dois economistas, “o ajuste exigira simultaneamente um aumento muito sustentado do coeficiente de exportações e da taxa de poupança interna por períodos muito prolongados (mais de uma década em nosso cenário base) e, ao mesmo tempo, um consumo *per capita* estancado ou declinante (1988: 58).