

A estagnação e as altas taxas de inflação foram as principais características da economia brasileira nos anos 80. Um país que nos últimos cem anos se desenvolveu a taxas muito elevadas teve a sua trajetória de crescimento interrompida 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; a partir de 1987, porém, a crise voltou a se manifestar. Em 1988 e 1990, o crescimento do PIB foi negativo; nos outros anos, foi muito pequeno (Tabela 5.1).

Tabela 5.1: Variáveis Macroeconômicas Internas (%)

Ano	PIB	Investimento/ PIB (preços correntes)	Investimento/ PIB (preços constantes)	Produto Bruto/ PIB (preços correntes)
1979	7,2	22,0	22,9	18,9
1980	9,1	22,3	22,9	17,8
1981	-3,1	23,1	21,0	18,6
1982	1,1	21,1	19,5	15,3
1983	-2,8	16,7	16,9	13,3
1984	5,7	15,7	16,2	15,8
1985	8,4	19,2	16,7	19,1
1986	8,0	19,1	19,0	17,1
1987	2,9	22,3	18,3	21,8
1988	-1,0	22,8	17,0	24,1
1989	3,3	24,9	16,7	25,1
1990	-4,0	21,7	16,0	21,2

Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística.

A crise pode ser explicada de várias maneiras. É bem clara a sua conexão com a dívida externa contraída nos anos 80. Mas, também, com o recrudescimento do populismo econômico, que ocorre a partir da redemocratização, tornando-se dominante no país em 1985 e 1986. A crise fiscal que se desenvolveu a partir da dívida está, obviamente, no centro da estagnação econômica. A aceleração da inflação ocorrida durante os anos 80 pode ser parcialmente explicada pela crise fiscal, mas certamente o conflito distributivo, que caracteriza uma economia como a brasileira, em que a renda é tão desigualmente distribuída, é a causa fundamental da inflação e de sua aceleração, inclusive porque acentua a tendência ao populismo. A dívida externa, na medida em que agiu agravando direta ou indiretamente o conflito distributivo, desempenhou, obviamente, um papel importante na aceleração da inflação. Esta, por sua vez, realimentava a crise no setor real da economia, já que agravava o déficit público, afastava os investimentos e diminuía a produtividade do capital.

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 capítulo, eu tentarei descrever e formalizar essa lógica. Tentarei definir a macroeconomia perversa da estagnação no Brasil dos anos 80. Na primeira seção, discuto a dívida externa, que está na origem da atual crise — definida pela crise fiscal do Estado, pela redução da taxa de investimentos e pela perda de eficiência do estoque de capital. Na segunda seção, relaciono essa crise a variáveis tanto de estoque como de fluxo. Analiso, na terceira seção, o caráter perverso do ajustamento sob tais circunstâncias. Na quarta seção, discuto a crise fiscal em termos de déficit público e principalmente na forma de redução da poupança pública. Na quinta seção, veremos como a crise da dívida torna-se uma crise fiscal. A sexta seção consiste em uma análise das altas taxas de inflação que predominam em tais circunstâncias; a inflação torna-se inercial ou autônoma, tendendo a um lento, porém firme, processo de aceleração. A moeda, nesse processo, desempenha um papel passivo; esse é o assunto da sétima seção. A imobilização do Estado decorrente da crise fiscal é discutida na oitava seção. Na seção nove, estaremos prontos para discutir a lógica global da estagnação num país assolado pelo endividamento, pelo déficit e pela inflação. Mas, como, esperamos, a estagnação não pode ser uma situação permanente, finalizo o trabalho, na décima seção, com uma discussão a respeito do padrão de financiamento dos investimentos que será consistente com o crescimento da economia brasileira. Nessa seção, são apresentados, resumidamente, os requisitos para a superação da crise e a retomada do crescimento.

A causa fundamental para a crise da economia brasileira é a crise fiscal — um desequilíbrio financeiro estrutural do setor público —, a qual, por sua vez, tem como uma de suas causas fundamentais o tamanho excessivo da dívida externa pública. Defini, na introdução deste capítulo, que a crise fiscal seria um dos pressupostos desta análise, porque o tópico já havia sido largamente discutido.¹ No entanto, é um erro supor que essa crise se limite a um déficit público elevado, como se fosse possível separá-lo da discussão mais geral sobre a economia brasileira. Na realidade, a crise fiscal tem três dimensões: (1) uma dimensão de fluxo (o déficit público e a baixa poupança); (2) uma de estoque (a dívida pública interna e externa); e (3) uma psicossocial, a falta de credibilidade do Estado, definida em termos objetivos por sua inabilidade em financiar o seu déficit a não ser por meio de títulos de curtíssimo prazo.

A dimensão de fluxo da crise fiscal é a que é mais comumente analisada. Ela pode ser medida de duas formas, como é mostrado na Tabela 5.2: pelo déficit público operacional e pela capacidade de poupança do setor público. A primeira inclui as empresas estatais e corresponde ao aumento dos empréstimos concedidos ao setor público ou ao aumento da sua necessidade de financiamento como um todo. Além de medida do desequilíbrio financeiro do setor público, poderia ser também indicação de excesso de demanda. Como o déficit público tem um componente financeiro substancial, e como geralmente ocorre ao mesmo tempo em que o setor privado está reduzindo seus investimentos e financiando o setor público a taxas de juros elevadas, o resultado é uma demanda agregada insuficiente (ver Dall'Acqua e Bresser Pereira, 1987). O déficit público brasileiro era muito elevado no começo dos anos 80. A partir de 1983, foi reduzido com drásticos cortes no investimento público e nos gastos sociais. Entretanto, com a adoção de políticas econômicas populistas durante o governo Sarney, tornou a aumentar.

Há também um segundo desequilíbrio de fluxo relacionado à incapacidade financeira de o Estado realizar poupança. A poupança pública não pode ser diretamente comparada com o déficit do setor público porque as contas nacionais brasileiras não incluem as empresas estatais no setor público. Apesar disso, essas duas medidas estão relacionadas. A poupança pública estava por volta de 5% do PIB em meados dos anos 70, reduziu-se para 3,8% em 1979, e daí para 1,2% em 1987. Isso significa que, nos anos 70, o setor público foi capaz de captar poupança forçada e de investi-la. Nos anos 80, entretanto, embora o Estado tenha sido forçado a investir porque ainda era responsável por uma boa parte da infra-estrutura produtiva do país, ele não mais pou-

pou. A única forma de financiar o investimento público foi recorrer a empréstimos do setor público, isto é, recorrer a um aumento do déficit público.

Tabela 5.2: Contas do Setor Público (% do PIB)

Ano	Receita Tributária	Gastos c/ Pessoal	Juros Dív. Int.	Juros Dív. 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	21,9	7,9	1,58	1,72	-2,4	4,8
1989	21,9	9,7	1,44	2,03	-5,3	6,5
1990	27,4	10,5	1,09	2,12	0,8	-1,2

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

Nota: as primeiras cinco colunas referem-se ao setor público, estrito senso; a última inclui as empresas estatais.

Esses dois desequilíbrios de fluxo provocam um desequilíbrio crescente na variável de estoque, isto é, na dívida pública. Nos anos 70, a dívida pública era, em sua maior parte, externa. Desde 1979, contudo, quando os bancos internacionais começaram a restringir a rolagem da dívida externa, e, especialmente desde 1982, quando a suspenderam, a dívida interna começou a crescer de forma explosiva. A própria dívida externa pública, entretanto, continuou a crescer, pois, dada a inexistência de divisas, o setor privado pagava seus compromissos com moeda doméstica ao Banco Central, que via assim sua dívida externa crescer. Em 1988, com um PIB de aproximadamente 320 bilhões de dólares, o Brasil possuía uma dívida externa pública de aproximadamente 100 bilhões de dólares (quase 85% de toda a dívida externa), que, somada à dívida de curto prazo do Tesouro, no montante de 41 bilhões de dólares, e a aproximadamente 30 bilhões de dólares de outras dívidas internas, resultavam no total de quase 170 bilhões de dólares de dívida pública, correspondentes a mais da metade do PIB.

Tanto o desequilíbrio de fluxo quanto o desequilíbrio de estoque são elevados em relação ao PIB. Isto, entretanto, não necessariamente implica uma crise fiscal. Para tomar um caso extremo, a Itália tem um déficit público de quase 10% de seu PIB, mas não se pode dizer que o Estado italiano esteja falido. O máximo que se pode afirmar é que a Itália está vivendo uma crise fiscal potencialmente séria. No Japão, onde o déficit público, no final dos anos 70, era de aproximadamente 6% do PIB, tendo-se reduzido a 2% nos anos 80, uma crise fiscal estava fora de cogitação. Por que então, no caso do Brasil, o setor público estava nos anos 80 insolvente, enquanto o mesmo não ocorria em outros países onde os índices quantitativos de desequilíbrio fiscal são maiores? A razão é simples. Nesses países, o Estado ainda dispõe de crédito. É capaz de obter financiamento proveniente do setor privado, com prazos de vencimento de um ou dois anos, no caso da Itália, e de até dez anos, no caso do Japão, enquanto o Estado brasileiro havia perdido praticamente todo o seu crédito. Quase todo o financiamento interno ocorria no período de uma noite, no mercado do *overnight*. Nesta situação, não há quase diferença entre financiar-se por meio de emissão de moeda ou por meio da venda de títulos do Banco Central no mercado de *overnight*.

A LÓGICA PERVERSA DA DÍVIDA ALTA DE MAIS

O desequilíbrio financeiro do setor público teve origem nas políticas de promoção do crescimento adotadas nos anos 70. Esta estratégia era justificável até 1978, quando a relação dívida/exportações no Brasil estava próxima ao limite de 2. Tornou-se totalmente injustificável em 1979 e 1980, não apenas porque a dívida já era muito alta, mas também porque quatro choques externos forçavam o Brasil a se ajustar naquele momento: (1) o segundo choque do petróleo, que elevou o valor das importações; (2) a recessão nos Estados Unidos, que provocou uma redução das exportações; (3) o aumento das taxas de juros nominais graças à inflação nos Estados Unidos; e (4) o aumento das taxas de juros reais, graças à política monetarista de ajuste adotada pelos Estados Unidos. Os últimos dois choques aumentaram o montante de juros que o Brasil necessitava pagar a seus credores.

A crise da economia brasileira tem início 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 Coreia 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, já era muito tarde. A dívida tornara-se alta demais para ser paga.²

A lógica perversa da dívida externa aparece quando a dívida torna-se “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 sua rolagem — 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 de consumo ou, preferencialmente, de investimento. Depois de algum tempo, contudo, os juros devidos se tornam tão elevados que o financiamento destes é interrompido. Na realidade, o processo de endividamento e de perda de crédito passa por fases consecutivas: primeiro, os empréstimos servem para financiar despesas adicionais; em seguida, despesas adicionais e juros; depois, somente a rolagem dos juros; em quarto lugar, apenas uma parte da rolagem dos juros, a serem pagos sobre empréstimos antigos, e a rolagem do principal; mais adiante, para financiar apenas a rolagem do principal; depois, para rolar uma parte do principal; finalmente, os empréstimos para rolagem são definitivamente suspensos.

A suspensão de empréstimos para o Brasil, em 1982, certamente fazia parte de uma decisão mais geral dos banqueiros, após o *default* do México em agosto daquele ano. Estava, 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 essa 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

$$\text{se } D_X/X > 2$$

$$\text{então } j < x'$$

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, a dívida é alta demais se, mesmo depois de um processo razoável de

ajustamento interno, continua impossível cumprir integralmente com o serviço da dívida. 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 com um superávit comercial, R , bastante elevado. Um superávit comercial “bastante elevado” é aquele que implica transferência real de recursos para os países credores, a qual, para ser alcançada, 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. Nessa situação, o superávit comercial efetivo, R , é maior que o superávit potencial, R^* , já que se define superávit potencial como o superávit comercial que pode ser conseguido mantendo-se o nível “necessário” de investimentos, I^* .

Uma terceira situação em que a dívida é elevada demais é aquela em que ela é quase inteiramente de responsabilidade do Estado, D_{XGt} , ao passo que as receitas provenientes das exportações são privadas, X_{Pt} . 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 com o aumento da dívida externa, passa-se a financiá-lo pelo aumento da dívida interna ou pela 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 referentes a ela, temos:

$$(1) D_{X_{t+1}} > D_{X_t}$$

e/ou

$$(2) R > R^* - I < I^*$$

e/ou

$$(3) D_{XGt} \text{ versus } X_{Pt}$$

No Brasil, durante os anos 80, as três condições estavam presentes. Tomemos como base o ano de 1980, já que foi no final desse ano que, devido à crise da dívida, deu-se início ao processo de ajustamento no Brasil. A partir de então, (1) o total da dívida externa praticamente dobrou, (2) a taxa de investimento caiu por volta de 5 pontos percentuais abaixo do nível anterior, e (3) a dívida externa pública, que representava, em 1979, 68% do total da dívida externa, em 1991 perfazia 87% desse total, enquanto continuaram a ser quase que inteiramente privados as exportações e o superávit comercial.

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

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

em que G representa os gastos públicos, incluindo os gastos das empresas estatais, S, a poupança privada, e T, as receitas públicas (receita tributária e receita das empresas estatais). Esse agradável equilíbrio, no qual não se consideram os juros, 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 livro-texto sobre ajustamento — tão mal usada por formuladores de políticas em toda parte —, o pressuposto é o de que 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 equilíbrio na conta corrente e, internamente, o de eliminar o déficit público, E. Supõe-se que ambos os objetivos teriam sido alcançados simultaneamente.

Reduzindo e, ao final, eliminando o déficit público, o país alcançaria o equilíbrio na conta corrente.

$$E = G + J_x - T = 0$$

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, por meio 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 com a redução dos 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.³ Entretanto, o objetivo mais importante para os credores — o equilíbrio na conta corrente — foi alcançado, ou quase, no início de 1984.

É interessante observar que, ao contrário dos modelos de ajustamento convencionais, o equilíbrio da conta corrente não implicou equilíbrio orçamentário; ou, em outras palavras, a persistência 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 macroeconômicos convencionais sobre ajustamento são apenas “modelos de fluxo”. Levam em consideração apenas os fluxos básicos de uma economia. Essa é uma abordagem razoável quando o estoque de dívida (particularmente de dívida pública e dívida externa, que podem ter uma grande intercessão, 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 da 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 permanece elevado.

Nessas circunstâncias, a equação macroeconômica fundamental terá de 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 o país pode continuar apresentando 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, no Brasil e na maioria dos países latino-americanos, 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 redução da poupança pública e aumento do déficit público — uma vez que as despesas correntes e os investimentos públicos têm de 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 exportações em relação aos países altamente endividados, o financiamento do déficit público, causado pela necessidade de pagar juros sobre uma dívida externa elevada, teve de ser realizado à custa do aumento do endividamento interno ou da emissão de moeda.

Teoricamente, o déficit público, E , pode ser financiado por meio do aumento do endividamento público, dD_{XG} , do aumento do endividamento interno do setor público, dD_{IG} , e da emissão de moeda pelo Estado, dB , isto é, pelo aumento da base monetária.

$$E = dD_{XG} + dD_{IG} + dB$$

Durante os anos 70 e início dos anos 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 de 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.⁴ O aumento da dívida interna só poderia ser conseguido por meio 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.⁵ 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, pelo menos retórico, no sentido de reduzir o

déficit público, a suspensão do financiamento externo estimulava a manutenção do déficit público, na medida em que facilitava o aumento do endividamento do Estado. Por outro lado, a elevação das taxas de juros internas agravava o déficit público, já que o principal pagador de juros era o próprio Estado, e promovia a redução dos prazos de vencimento dos débitos públicos.⁶

A POUPANÇA DO SETOR PÚBLICO E O DÉFICIT PÚBLICO

Outra conseqüência do fardo representado por taxas de juros cada vez mais elevadas era a diminuição da poupança do setor público. A poupança pública, S_G , é o resultado da diferença entre as receitas estatais, T , e as despesas públicas correntes (total da despesa pública, G — já incluindo-se os juros para efeito de simplificação — menos os investimentos públicos, I_G).

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

Assim, temos que o déficit público, E , é igual à diferença entre a poupança pública e os investimentos públicos.

$$E = G - T = I_G - S_G$$

Durante os anos 70, a poupança pública era fortemente positiva no Brasil. Em 1987, dado o nível de pagamento de juros pelo Estado (ver Tabela 5.3), a redução da carga tributária bruta e o aumento dos gastos com pessoal (ver Tabela 5.2) tornou-se negativa pela primeira vez. Em 1989, ano ao fim do qual o país chega à hiperinflação, a despoupança pública chega ao máximo (5,3% do PIB).⁷

Tabela 5.3: Juros Pagos pelo Setor Público (% do PIB)

Ano	Dívida Externa	Dívida Interna	Total
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
1989	3,20	2,72	5,92
1990	3,28	0,02	3,30

Fonte: Banco Central, Departamento Econômico.

A poupança pública existe para financiar os investimentos públicos. Quando essa poupança está em torno de zero — como é o caso de um país altamente endividado em que se desenvolveu uma crise fiscal —, o déficit público é igual aos investimentos estritamente necessários, que não podem deixar de ser feitos. Nesse caso, podemos falar num déficit público estrutural. A causa real do déficit provavelmente não serão os investimentos, que foram reduzidos, mas os juros que se elevaram devido ao aumento da dívida e ao aumento da taxa de juros que o Estado passa a ser obrigado a pagar, dada sua perda de crédito. Mas na medida em que 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), já que o Estado é responsável, diretamente, ou por meio 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 menos de 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, apresenta forte rigidez para baixo.

Isso não significa que é impossível reduzir e finalmente eliminar o déficit público. Mostra apenas que quando se chega a esse ponto só medidas heróicas, como as adotadas em 1990, podem controlar o déficit. Enfatiza, por outro lado, que reduzir o déficit público sem aumentar a poupança pública não faz sentido. A redução do déficit público 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.

A discussão anterior nos dá uma base mais geral para entendermos como, a partir da crise da dívida, desenvolveu-se a crise fiscal do Estado brasileiro. O crescimento da dívida externa pública foi, nos anos 70, conseqüência 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.

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 a de acelerar a redução da poupança pública enquanto estimulava a estatização da dívida externa. A redução do déficit público foi obtida graças à redução dos investimentos e não à das despesas correntes (o que levaria a um aumento da poupança pública). A limitada redução das despesas correntes ocorrida entre 1981 e 1983 foi conseguida principalmente pela diminuição dos salários e ordenados dos servidores, em vez da redução da força de trabalho no setor público. Essa redução, porém, foi compensada pelo aumento da conta de juros, aumento esse que se verificou, em primeiro lugar, devido ao crescimento da dívida externa pública e, em segundo, devido à dívida pública interna, ambos acompanhados pelo aumento da taxa de juros.

À medida que a dívida interna aumentava, como conseqüência da impossibilidade de obter fundos externos adicionais, a taxa de juros sobre a dívida interna e o déficit público aumentava ou tendia a aumentar.⁸ O déficit público, reduzido de maneira pouco recomendável durante o processo de ajustamento (corte de 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 anterior.

A crise fiscal foi, inicialmente, uma conseqüência da crise da dívida. A cada dia que passava, aquela se agravava, enquanto esta permanecia no mesmo nível, dada a quase ausência de novos empréstimos externos. Estava claro, contudo, que para superá-la seria necessário uma redução da dívida externa em torno de 50% do seu valor atual e um ajuste fiscal radical. A redução unilateral da dívida externa legitimaria internamente o ajuste fiscal, enquan-

Tabela 5.4: Moeda e Inflação (%)

Ano	Inflação		Base	M1	M4	Dívida
	(INPC)	(IGP-DI)	Monetária			Interna ¹
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		
1988	994,3	1.037,6	622,3	570,3	928,1	1.118,9
1989	1.863,6	1.782,9	1.754,1	1.384,2	1.743,1	2.068,6
1990	1.585,2	1.476,6	2.304,2	2.335,7	683,2	934,6
Acum. ²	10,963	14,089	8,087	4,986	7,355	13,477

Fonte: *Boletim do Banco Central*, vol. 20, abril de 1984. *Brasil, programa econômico*, Banco Central, vol. 20, março de 1989 e vol. 31, dezembro de 1991.

¹ Dívida interna representa obrigações e títulos federais fora do Banco Central.

² Fator de acumulação, em vez de taxa percentual.

to, externamente, a eliminação do déficit público legitimaria as medidas unilaterais visando a redução da dívida externa, que o Plano Brady, em 1989, embora tímido, reconheceu necessária.

DÍVIDA E REDUÇÃO DOS INVESTIMENTOS

A necessidade de realizar o pagamento dos serviços de uma dívida muito alta leva a uma redução da capacidade do país de realizar poupança e investimentos, a um crescimento do déficit público e à inflação. De fato, o processo de ajustamento imposto pelos credores nos anos 80 para tornar mais viável efetuar o pagamento dos juros tornou-se insustentável. Quanto mais um país tenta se ajustar, quando tem uma dívida excessivamente alta, maiores são as distorções enfrentadas pela economia.

A queda dos investimentos está diretamente relacionada com a dívida externa, ou, mais precisamente, com o aumento da transferência real de re-

cursos ao exterior (ver Batista Jr., 1987; Dornbusch, 1989, Bacha, 1988).⁹ Em todos os países altamente endividados, e não somente no Brasil, à medida que as transferências reais aumentaram, a taxa de investimento reduziu-se. Em vez de investir (ou consumir internamente), o Brasil passou a alcançar grandes superávits em transações reais.¹⁰ Esse fenômeno pode ser visto claramente com relação ao Brasil na Tabela 5.5. Os quinze países mais altamente endividados, segundo a identificação do Plano Baker, em outubro de 1985, também transferiram recursos reais ao exterior ao mesmo tempo em que houve uma queda dos investimentos e da taxa de crescimento do PIB, demonstrando uma clara relação entre o endividamento excessivo e a estagnação econômica. Isto pode ser visto na Tabela 5.6, que indica, para esses quinze países, a mesma tendência que já mostramos para o Brasil: a crise fiscal, representada pelo déficit público, não foi resolvida por meio de esforços de ajustamento. Assim como, em níveis proporcionais, a dívida continuava a aumentar (ver Tabela 5.6), o déficit público também não se reduzia, mesmo que, como o FMI reconheceu, esse grupo de países tenha efetuado um importante ajustamento externo entre 1981 e 1982, e 1984 e 1985, na medida em que as contas desses países caminharam de um déficit de 33% de suas exportações para um quase equilíbrio (Cline, 1988: 40).

Tabela 5.5: Contas Externas (milhões de US\$)

Ano	Transf. Reais	Conta Corrente	Dívida	Dívida Ext./ Exportações
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	17.020,0	4.175,0	102.555	303,5
1989	14.426,0	1.564,0	99.285	288,8
1990	8.820,0	-2.347,0	96.546	307,3

Fonte: Banco Central.

Tabela 5.6: Variáveis Macroeconômicas dos
15 Países Mais Endividados

Ano	Cresc. do PIB (%)	Invest./ PIB	Inflação (%)	Déf. Pub. (% PIB)	Saldo CC/ Exportações
1970-79	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	-51,0	-6,4
1989	-1,8	-	485,9	-4,7	-3,3
1990	-0,8	-	628,8	-0,7	-2,5

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, outubro de 1988 e 1991.

Menos diretamente, mas de forma não menos importante, a dívida externa está relacionada à queda da taxa de investimento em função do desequilíbrio financeiro do setor público. Esse desequilíbrio pode ser medido pela redução da poupança pública ou pelo déficit operacional (ver Tabela 5.2). A taxa de investimento mais baixa está relacionada a uma queda da poupança pública, na medida em que investimentos públicos crescentes elevam o déficit público, mas não diminuem a poupança pública. Quando a poupança pública torna-se negativa, o governo tem duas alternativas em relação aos investimentos: ou reduz seus investimentos ou toma recursos emprestados, aumentando o déficit público. A primeira alternativa ocorreu em 1983 e 1984, quando o déficit foi reduzido principalmente por meio do corte de investimentos públicos.

A redução da poupança pública e o aumento do déficit público, por um lado, e o movimento inverso de redução do déficit público resultante do corte de investimentos, por outro lado, estão diretamente relacionados com a dívida externa. O segundo caso é mais evidente. Se um país possui um problema de balanço de pagamentos, ele é forçado a realizar ajustes invariavelmente às custas não apenas do consumo, mas também dos investimentos.

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

A macroeconomia perversa do ajustamento, quando o setor público está altamente endividado interna e externamente, por sua vez, conduz a economia à inflação. A dívida externa contraída nos anos 70 foi a causa básica da crise fiscal dos anos 80, a qual foi agravada pelo populismo da segunda metade dessa década. Tanto a dívida externa quanto a crise fiscal estavam, 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 autônomo ou inercial. Níveis de inflação altos, 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.¹¹

De acordo com a teoria da inflação inercial ou autônoma, definimos a taxa de inflação, p' , como o resultado da soma (1) da inflação passada, $p'^{I t-1}$ (onde o I sobrescrito representa os diferentes indexadores utilizados pelos agentes econômicos para medir a inflação passada), (2) da ação dos choques de oferta exógenos, G^Z (onde o Z sobrescrito representa as várias possibilidades de choques de oferta) e/ou (3) da ação dos choques de demanda exógenos, u , em que u representa a taxa de desemprego da curva de Philips.

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

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 re-

dução da taxa de desemprego e (3) por um choque de oferta exógeno (a esse 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 participar, no início dos anos 80, da formulação da teoria da inflação inercial. Altas taxas de inflação são sempre taxas de inflação em aceleração.¹² Apesar do nome, a inflação inercial está sempre condicionada a um lento processo de aceleração. 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 esse 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 fatores “exógenos” de aceleração da inflação (assim chamados porque esses fatores não estão baseados na inflação passada). Num primeiro momento, enquanto a inflação autônoma é ainda considerada relativamente baixa, os agentes econômicos definem a “inflação passada” como seus aumentos de custo; num segundo momento, ao perceberem uma taxa de inflação maior — que de fato é 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 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.

Além desse mecanismo endógeno *stricto sensu* de aceleração da inflação (porque endógeno em relação ao modelo), todos os fatores analisados neste capítulo, relacionando a aceleração da inflação com o aumento das dívidas públicas interna e externa e com o aumento do déficit público, são também fatores endógenos *lato sensu* de aceleração da inflação.¹³

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, coincidiu 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 norte-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% (ver Tabela 5.4). 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; a segunda recessão levou o grupo a propor como solução um congelamento de preços, chamado “solução heróica para controlar a inflação” (Bresser Pereira e Nakano, 1984) e que veio a ser chamado de “choque heterodoxo” (Lopes, 1984). O Plano Cruzado, em fevereiro de 1986, foi o resultado dessa proposição teórica. O seu posterior fracasso resultou da administração populista que lhe foi dada e não de sua concepção original.¹⁴

Esse plano, assim como o Plano Bresser (junho de 1987) e o Plano Verão (janeiro de 1989), não foi capaz de neutralizar a inflação inercial. Como um plano emergencial, adotado para enfrentar a crise aguda decorrente do Cruzado, o Plano Bresser não tinha esse objetivo, 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 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 exclusivamente monetarista, baseada na brutal elevação da taxa de juros, no segundo.

Enquanto não é controlada, a inflação, além de ser consequência, é também causa da crise fiscal e, de modo mais amplo, da crise econômica. O efeito Olivera-Tanzi, caracterizado pela redução das receitas estatais à medida que a inflação acelera, é uma causa básica do déficit público. Altas taxas de inflação — juntamente com o déficit público e com a dimensão assumida pela dívida interna — fazem com que os agentes econômicos percam a con-

fiança 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 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 muito elevado.

O FINANCIAMENTO DO DÉFICIT PÚBLICO: ENDIVIDAMENTO INTERNO E SENHORIAGEM

Nesse tipo de economia, em que prevalecem altas taxas inflacionárias e foram cortadas as fontes de financiamento externo, o financiamento do déficit público nominal (as necessidades de financiamentos 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 é dividido entre o incremento da base monetária e o endividamento interno. De acordo com a visão monetarista, o aumento do endividamento interno seria a variável independente. O limite ao endividamento interno seria o processo de *crowding out* causado pelo aumento dos juros sobre os 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 com tendência a acelerar.

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 e privadas estiverem líquidas e pouco interessadas em investir mais do 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 de moeda.

Nesse modelo, a demanda real por moeda, dB/p , é uma função decrescente da taxa de inflação: quanto maior a taxa de inflação, menor será a de-

manda 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 proporcionalmente menos do que Y_p . A demanda por moeda é uma função decrescente da taxa de inflação, e a demanda nominal por moeda é uma função decrescente da renda nominal. Isso porque, à medida que a inflação acelera, os agentes econômicos reduzem a preferência por liquidez, verificando-se um processo de desmonetização. Essas relações podem ser expressas pelas equações de demanda por moeda de Cagan (1956):

$$dB/p = (aY_p/p) e^{-bp'}$$

$$dB/Y_p = (a) e^{-bp'}$$

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 a taxa de inflação; e e é a base do logaritmo neperiano.¹⁵

Tabela 5.7: Moeda e Dívida Interna (Cr\$ milhões)

Ano	Base Monetária		Dívida Interna ¹	
	Saldo ²	% PIB	Saldo ²	% 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	7,3
1982	1,9	3,1	3,4	7,8
1983	3,5	1,9	6,6	5,2
1984	12,7	2,0	19,1	8,4
1985	45,5	2,0	128,9	11,3
1986	179,0	4,4	354,9	8,9
1987	504,0	2,3	2.293,0	10,6
1988	3.637,0	1,5	25.575,0	10,4
1989	67.436,0	1,4	615.004,0	12,9
1990	1.621.271,0	2,2	1.886.793,0	2,6

Fonte: Relatório anual do Banco Central, 1983/85/87; *Brasil, programa econômico*, Banco Central, vol. 20, março de 1989 e vol. 31, dezembro de 1991.

¹ Dívida interna representa obrigações e títulos federais fora do Banco Central.

² Saldo em 30 de junho.

O aumento da demanda nominal por moeda define o aumento necessário da base monetária. Dada a taxa de inflação autônoma, a base monetária no-

minal necessariamente aumenta enquanto diminui a base monetária real (ver Tabela 5.7). 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 esse aumento e o déficit público nominal, mais a variação nas reservas externas, determinará o aumento residual do endividamento interno.

De acordo com esse ponto de vista, a tentativa de controlar a inflação inercial com política monetária é inócua. Não só porque a oferta de moeda é endógena e já está crescendo em termos reais à medida que a inflação acelera (ver Tabela 5.7), 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 ocorre a inflação autônoma, é o Estado o grande endividado, e não o setor privado. É o Estado que paga juros. Quando estes sobem, o déficit público e a dívida interna aumentam.

Se a taxa de juros reais for maior que a taxa de crescimento do PIB (o que é muito fácil de acontecer, dado que o país está estagnado), e se o pagamento desses juros tiver de ser financiado com o 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 (desvalorização dos saldos de caixa) à medida que a inflação acelera. Os recursos reais obtidos pelo setor público com a 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 = $d(M/p)$.¹⁶

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

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 (ver Tabela 5.7). Assim, a redução da base monetária ($d(M/p)$) era cada vez mais acentuada. Inversamente, a tendência era de que o endividamento interno crescesse em relação ao PIB

(ver também a Tabela 5.7). A redução da base monetária real constitui seguramente um fator que favorece a ineficiência da política monetária. Entretanto, também é uma possível fonte de hiperinflação. À medida que a inflação acelera, a emissão de moeda — o processo de senhoriagem — tem de 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 de 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.¹⁷

A IMOBILIZAÇÃO DO ESTADO

A inflação desempenhou um papel decisivo na crise econômica global da economia brasileira dos anos 80 — crise marcada pela estagnação econômica. Antes, porém, de examinar a lógica perversa da estagnação, temos de entender a imobilização do Estado no tocante a reformas estruturais. A crise fiscal e seu produto mais perverso — a aceleração da inflação — têm como consequência a imobilização do Estado com relação a uma política econômica de longo prazo. E não há nada mais importante para os países menos desenvolvidos do que uma estratégia global de desenvolvimento econômico.

Uma crise econômica profunda, como a crise dos anos 80 no Brasil, era um claro sinal de que a antiga estratégia de desenvolvimento econômico se esgotara. A crise fiscal é uma indicação de que o modelo de Estado no Brasil estava esgotado.

Essa crise também era um sinal de que, além do modelo de Estado, esgotou-se também o modelo de sociedade no Brasil. 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 — conflito que está na base do déficit público e da aceleração da inflação.

As três estratégias básicas do Estado brasileiro na promoção da industrialização foram (1) a proteção comercial à indústria, (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 imposta pela crise estava, agora, neces-

sariamente voltada para (1) a eliminação dos subsídios de forma a 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.¹⁸

Dado o fato de o Brasil ser um país continental, a abertura comercial será necessariamente limitada em comparação à de países menores, mas 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 o Estado tem uma necessidade urgente de recursos para equilibrar suas contas, a privatização é a solução natural.

Há um crescente consenso em relação a essas reformas, que foram iniciadas no final dos anos 80, mas suas dificuldades demonstravam a imobilização do Estado em momentos de crise fiscal grave. Uma crise fiscal significa que o Estado não dispõe de recursos para financiar novas políticas econômicas; os *policymakers* também não têm tempo ou tranquilidade para formular e implementar novas estratégias. Se adicionarmos à crise fiscal a crise social decorrente da excessiva concentração de renda, a conseqüência é uma crise de legitimidade que ameaça permanentemente o sistema político e provoca o agravamento do imobilismo 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, como foi o caso do Brasil nos anos 80.

Uma dívida externa que se tornou alta demais para ser paga — isto é, incompatível com o crescimento e com a estabilidade de preços — leva a uma transferência de recursos reais (superávit na balança comercial 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 provoca a redução da poupança pública e, conseqüentemente, a redução do investimento público.

O aumento da dívida externa pública, à medida 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 agrava-se no momento em que o déficit público não pode mais ser financiado por empréstimos externos e

tem de 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 consequência, 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 são rígidas para baixo, têm um mecanismo de aceleração endógena e estão sujeitas a choques de demanda e oferta exógenos. Como consequência, a inflação tende a ser cada vez maior.

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.¹⁹ Todos esses fatores têm, obviamente, um efeito depressivo sobre a taxa de investimento, já deprimida pela transferência real de recursos, sobre o desaparecimento de poupanças externas e a redução da poupança pública.

Finalmente, os novos investimentos e o estoque de capital existente perdem eficiência, o que pode ser visto no crescimento da relação capital/produto, que no Brasil foi principalmente acentuado a preços constantes.²⁰ A preços correntes, o crescimento da relação capital/produto foi maior porque os preços de 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 do 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.

Era comum dizer-se que a economia brasileira estava acostumada à inflação e que a indexação neutralizava a maior parte de seus males. Isso, que já não era verdade quando a inflação estava em torno de 40% a 50% ao ano, passou a ser inteiramente falso quando a inflação não é mais medida 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 está muito mais preocupa-

do 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

Estava claro já no final dos anos 80 que para superar essa crise econômica, além da redução do peso da dívida externa e da superação da crise fiscal, seria preciso encontrar um novo padrão de acumulação de capital ou, em outras palavras, um novo esquema de financiamento de investimentos no Brasil. Eu discuti essa questão no capítulo anterior, mas um resumo é adequado neste capítulo.

Podemos definir o padrão de 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 , S_X representam, respectivamente, as poupanças privada, pública e externa.

O padrão de financiamento de investimentos sofreu profundas transformações no Brasil. Anteriormente aos anos 70, a poupança externa era pouco significativa, estando a poupança dividida, grosso modo, entre o setor público e o privado:

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

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 grosseiros:

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

Nos anos 80, as poupanças pública e externa praticamente desapareceram, 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 dos anos 80 de financiamento de investimentos era 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 1/3 do total dos investimentos (5% a 6% do PIB).

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. Esse será o desafio dos anos 90. Os anos 80 representaram uma década perdida para o Brasil. Mas, na medida em que agora compreendemos a lógica da relação entre dívida, déficit, inflação e estagnação muito melhor do que a cinco ou dez anos, na medida em que temos sido capazes de identificar os efeitos maléficos que tanto o populismo quanto a ortodoxia neoliberal produzem, há uma razoável esperança de que esse círculo vicioso venha a ser quebrado.