

# Dívidas e déficits: projeções para o médio prazo \*

EUSTÁQUIO JOSÉ REIS \*\*  
REGIS BONELLI \*\*  
SANDRA MARIA POLÓNIA RIOS \*\*\*

*Nos atuais anos 80, a crise da dívida externa e o crescente déficit público têm levado a uma significativa queda nas taxas de poupança e investimento da economia brasileira. Através de simulações econométricas, procura-se quantificar os atuais trade-offs entre crescimento, endividamento externo e desequilíbrio financeiro do setor público. A primeira simulação mostra que pagar a dívida externa implicará um crescimento medíocre e a persistência de desequilíbrios nas finanças públicas. Simulação alternativa mostra que a sustentação do crescimento através de gastos do governo teria como calcanhar-de-aquiles as finanças públicas e não as contas externas. A primazia do ajustamento fiscal deve, contudo, levar em conta suas inter-relações com o desequilíbrio externo, das quais decorre, inclusive, a sugestão de novos ajustamentos cambiais.*

## 1 — Introdução

As inter-relações entre o desequilíbrio financeiro do setor público brasileiro e a dívida externa constituem, reconhecidamente, questões cruciais da política econômica brasileira na atual década de 80. Do encaminhamento dado a elas dependerão, em grande parte, os rumos e as perspectivas futuras de nossa economia.

A literatura econômica brasileira não tem negligenciado as questões acima. Um rápido exame dessa literatura, contudo, mostra que ela se encontra excessivamente concentrada nos aspectos analítico-interpretativos, conferindo pouca atenção às questões empíricas e/ou quantitativas [como, por exemplo, em Fraga Neto e Resende (1985), Arida (1985), Werneck (1986 e 1987), Braga *et alii* (1987), Cardoso e Reis (1986), Doellinger e Bonelli (1987), Rossi (1987) e Bontempo (1988)]. As raras

\* Versões preliminares deste trabalho foram apresentadas no VII Encontro Latino-Americano da Econometric Society (São Paulo, 4 a 7 de agosto de 1987), no World Link Meeting (Melbourne, 1 a 4 de setembro de 1987) e em seminários na PUC/RJ e no IPEA/INPES. Os autores agradecem os comentários recebidos, em especial de Edmar Bacha e João Sabóia.

\*\* Do Instituto de Pesquisas do IPEA.

\*\*\* Da Confederação Nacional da Indústria.

e valiosas contribuições empíricas disponíveis ainda se voltam para os problemas de mensuração dos conceitos e variáveis básicas para a análise [cf. Oliveira (1987), Werneck (1987) e Costa (1985)], sendo praticamente inexistentes os esforços de se quantificar as relações e efeitos pressupostos ou derivados dos modelos analíticos, o que cria uma lamentável lacuna no que se refere às possibilidades de se avaliarem alternativas de políticas econômicas.

A justificativa desse viés se encontra, em grande parte, na inexistência e/ou precariedade de estatísticas confiáveis sobre o setor público brasileiro, um animal híbrido e descontrolado que, por sua própria natureza, torna praticamente impossível a correspondência entre as categorias analíticas relevantes como dispêndios, subsídios, transferências, etc., e a disponibilidade de informações.

Nos anos recentes, contudo, foram feitos alguns avanços significativos no sentido de se prover o país de uma base estatística mais confiável sobre o setor público. Deve ser mencionado, em primeiro lugar, a revisão das contas nacionais e a preparação das contas do setor público recentemente divulgadas pelo IBGE/FGV. Motivada pelas necessidades impostas pelos programas de renegociação da dívida externa, outra contribuição da maior importância são as estatísticas que o Banco Central tem divulgado nos programas econômicos de ajustamento, devendo ser feita menção especial às tabelas sobre endividamento líquido do setor público, que passaram a ser publicadas a partir de janeiro de 1986.<sup>1</sup> Esses dois conjuntos de estatísticas constituem, sem dúvida alguma, marcos fundamentais para análises empíricas sobre o setor público brasileiro, podendo-se a partir deles, inclusive, pretender aventurar-se na modelagem econométrica do setor público.

É com esse espírito pioneiro que o presente artigo apresenta resultados preliminares de um modelo econométrico desenvolvido no IPEA/INPES.<sup>2</sup> Embora ainda bastante precários, espera-se que eles contribuam para a avaliação das perspectivas de crescimento da economia brasileira no médio prazo — ou seja, daqui até 1991 — e, mais especificamente, para a quantificação dos *trade-offs* entre crescimento econômico, endividamento externo e desequilíbrio financeiro do setor público com que se defrontará a economia nesse período.

<sup>1</sup> Bacen, *Boletim Mensal*, jan. 1986, e *Brasil — Programa Econômico*, vários números; DECNA-DPE-FIBGE e CEF-IBRE-FGV, *Revisão das Contas Nacionais do Brasil, 1970-1985*, jul. 1987, mimeo.

<sup>2</sup> O modelo econométrico apresentado, desenvolvido no IPEA/INPES, é uma extensão do Modelo de Projeções para o Setor Externo da Economia Brasileira (MOPSE) [cf. IPEA/INPES (1985)]. Aperfeiçoamentos no setor externo do modelo foram posteriormente feitos incorporando contribuições de Rios (1987). Finalmente, a incorporação da restrição orçamentária do governo e das contas do setor público teve como motivação a elaboração do I PND-NR e base analítica em Arida (1985). Veja-se Seplan/PR (1985) e, para uma versão atualizada, Rios *et alii* (1988).

O artigo está organizado em cinco seções, incluindo esta introdução. A próxima seção discute o problema do inter-relacionamento entre endividamento externo e desequilíbrio financeiro do setor público brasileiro com base na evolução das principais contas do setor público, dando ênfase aos anos da atual década de 80. A terceira seção apresenta, resumidamente, conceitos e relações básicas do modelo econométrico que será utilizado para projeções e comenta, brevemente, as principais hipóteses adotadas. A quarta seção discute os resultados obtidos com a projeção dos dois cenários básicos. Finalmente, na última seção, são apresentadas as conclusões básicas do trabalho.

## 2 — O problema: crise da dívida, desequilíbrio do setor público e sustentação do crescimento

O início de 1987 constitui o ponto de inflexão da fase de recuperação da mais profunda recessão experimentada pela economia brasileira no pós-guerra. A retomada do crescimento foi inicialmente sustentada pelo dinamismo das exportações e, posteriormente, pela expansão do consumo doméstico, induzido pelos efeitos da própria retomada, recebendo novo ímpeto com a implementação do Plano Cruzado. Até meados de 1986, a recuperação do crescimento esteve em boa parte calcada nos níveis recordes de capacidade ociosa legados pela recessão. A utilização da capacidade ociosa permitiu que altas taxas de crescimento ocorressem com taxas de investimento relativamente baixas. Assim, a taxa de investimento média no triênio 1984/86 foi de 16,4% do PIB, contrastando fortemente com os 23,4% que se observam para o período 1975/80. Apesar disso, as taxas médias de crescimento nos dois períodos se aproximam, sendo, respectivamente, de 7,4 e 6,8%.

O esgotamento da capacidade ociosa que se configurou a partir de meados de 1986 implica que para o futuro deverá haver um aumento significativo na relação capital/produto da economia, ou seja, a sustentação do crescimento, mesmo a taxas bastante inferiores àquelas historicamente observadas, deverá requerer elevações significativas na taxa de investimento da economia.

Baseado em nossas estimativas, a relação entre o investimento bruto (*INVEST*) e o produto potencial da economia (*PIBPOT*), que é, por hipótese, idêntico ao produto efetivo (*PIB*) para o ano de 1973, pode ser aproximada pela seguinte equação:

$$PIBPOT = 0,84*INVEST + 0,89*PIBPOT(-1) \quad (1)$$

Se supusermos que a taxa de utilização da capacidade é constante, por uma simples manipulação algébrica a relação acima nos permite obter:

$$TAXAINV = INVEST/PIB = (g + 0,1084) / 0,8495 * U * (1 + g) \quad (2)$$

onde  $g$  é a taxa de crescimento do PIB e  $U$  a taxa de utilização da capacidade.

Supondo-se que a taxa de utilização da capacidade mantenha-se constante ao nível de 92% — que, de fato, é a média historicamente observada excetuando-se os anos de recessão —, pode-se concluir que, no longo prazo, taxas de crescimento do PIB de 6% irão requerer taxas de investimento da ordem de 20,3%. Para taxas de crescimento um pouco mais elevadas, da ordem de 7%, como historicamente se observou, a taxa de investimento requerida eleva-se para 21,3%.

Como a taxa de formação bruta de capital fixo situou-se em 17,8% do PIB em 1986 e 16,8% em 1987, nos próximos anos, portanto, para se sustentar taxas de crescimento aos níveis históricos de 6 a 7% será necessário um aumento da taxa de investimento em um montante equivalente a aproximadamente 3 a 4% do PIB. A geração da poupança adicional para financiar esse acréscimo da taxa de investimento constituiu-se, talvez, na questão fundamental para a política econômica brasileira no momento atual.<sup>3</sup>

Para situar o problema em perspectiva histórica, a Tabela 1, a seguir, apresenta a evolução das taxas de investimento, poupança externa e poupança interna (esta última obtida residualmente) da economia brasileira para os anos de 1970 a 1987. A redução drástica na taxa de investimento, que, tendo atingido o pico de 25,2% em 1975, cai para 15,5% em 1984, é a primeira observação a ser feita. A queda na taxa de investimento torna-se especialmente visível a partir de 1980, quando o processo de ajustamento externo se faz acompanhar de profunda recessão no nível de atividade doméstica.

O ajustamento externo significou uma drástica redução do déficit em conta corrente do balanço de pagamentos e, portanto, da contribuição da poupança externa, que, sendo em média 4,6% do PIB no período 1974/83, praticamente desaparece no biênio seguinte. Os anos de 1986 e 1987 nos mostram uma significativa recuperação da poupança externa, mas é preciso lembrar que os saldos de transações correntes nesses dois anos foram inteiramente financiados pelas perdas de reservas internacionais e, portanto, não são sustentáveis ou extrapoláveis.

É importante, contudo, frisar que a redução na taxa de investimento da economia não pode ser diretamente/totalmente imputada à redução da taxa de poupança externa. Com efeito, pode-se ver na Tabela 1 que a redução na contribuição da poupança externa responde por menos

<sup>3</sup> O reconhecimento oficial do problema pode ser visto em Seplan/PR (1985, Cap. 1).

TABELA I

## Financiamento da formação de capital

(Em %)

Anos	Taxa de investimento (1)	Taxa de poupança externa (2)	Taxa de poupança interna (3) = (1) - (2)
1970	20,3	1,3	19,0
1971	21,0	2,6	18,4
1972	21,9	2,5	19,4
1973	23,2	2,1	21,1
1974	24,1	6,7	17,4
1975	25,2	5,4	19,8
1976	24,4	3,9	20,5
1977	23,0	2,3	20,7
1978	22,7	3,5	19,2
1979	22,1	4,7	17,4
1980	22,0	5,3	16,7
1981	19,8	4,4	15,4
1982	18,5	6,1	12,4
1983	15,8	3,3	12,5
1984	15,5	0	15,5
1985	16,0	0,1	15,9
1986	17,8	1,5	16,3
1987	16,8	0,7	16,1

NOTAS: (1) Relação entre a formação bruta de capital fixo e o PIB a preços de 1980, segundo as *Contas Nacionais*. Para 1986 e 1987, ver Pinheiro e Matesco (1988).

(2) Relação entre a poupança externa (saldo das transações correntes com o resto do mundo deflacionado pelo deflator implícito do PIB) e o PIB, segundo as *Contas Nacionais*. Para 1986 e 1987, nossas estimativas.

da metade da queda na taxa global de poupança da economia. Além disso, a queda na taxa de investimento antecede de muito o processo de ajustamento externo. O início do declínio da taxa de investimento data de 1975, enquanto a contribuição da poupança externa cresceu continuamente de 1977 a 1982.

Portanto, há que se buscar também uma explicação para a queda da taxa de poupança doméstica, cuja contribuição cai de uma média de 20% durante a década de 70 para 13,4% no período 1981/83 e, com uma ligeira recuperação, situa-se em 15,9% no quadriênio 1984/87.

A recessão e o caráter pró-cíclico das taxas de poupança certamente explicam uma boa parte da queda na taxa de poupança doméstica: reduções nos níveis de renda *per capita* e mesmo das taxas de crescimento da economia induzem menores taxas de poupança familiar, menor percentual dos lucros reinvestidos e menores taxas de poupança institucional.

Contudo, os números parecem mostrar que ocorreram algumas mudanças estruturais no comportamento da poupança doméstica, pois a vigorosa retomada do crescimento do período 1984/86 foi insuficiente para recuperar as taxas de poupança que vigoravam anteriormente. Nesse período, a taxa de poupança média situou-se modestamente em 16%, muito aquém dos valores historicamente observados para os mesmos níveis de renda *per capita*.<sup>4</sup>

Um dos aspectos básicos a se considerar na explicação da queda da taxa de poupança doméstica são os efeitos devastadores que o ajustamento à crise da dívida externa teve sobre a capacidade de poupança do setor público brasileiro. Como é sabido, a estratégia de crescimento com endividamento posta em prática pelo Brasil durante a década de 70 teve uma de suas vigas mestras no amplo programa de investimentos públicos financiados com empréstimos externos. Aproximadamente dois terços da dívida externa foi originariamente contratada sob a responsabilidade direta das diversas esferas do governo.

O governo, contudo, não criou concomitantemente capacidade de gerar as divisas necessárias para fazer face aos serviços da dívida. Na verdade, boa parte dos empréstimos externos do setor público foi contratada independentemente das necessidades efetivas de divisas dos projetos, ou mesmo da capacidade futura de geração de divisas desses projetos isoladamente considerados. Uma parcela considerável dos recursos externos obtidos através desses empréstimos foi canalizada para setores produtores de bens domésticos ou substituidores de importações que não aumentaram a capacidade de o setor público gerar saldos líquidos de divisas, muito embora tenham contribuído nesse sentido para a economia como um todo.

Outra viga mestra da estratégia de crescimento posta em prática pelo Brasil no período foi um amplo programa de promoção de exportações

<sup>4</sup> Criticamente, devem ser ressaltados os problemas na mensuração da poupança que distorcem a análise do seu comportamento. Note-se, primeiro, que a poupança doméstica é calculada residualmente partindo-se da identidade  $Sd = I - Sf$ , sendo  $Sd$  a poupança doméstica,  $Sf$  a poupança estrangeira e  $I$  o total de investimento na economia. O investimento é obtido utilizando-se um enfoque de fluxo de mercadoria no qual os bens são classificados de acordo com seu suposto uso ou destino. Essa metodologia de cálculo do investimento tende, em geral, a subestimar os investimentos em estoques, os quais, no caso brasileiro, estão desde 1984 incorporados ao consumo. Por outro lado, a poupança externa é obtida do saldo em transações correntes nas estatísticas oficiais do balanço de pagamentos. Aqui existem distorções introduzidas pelos mecanismos de fuga de capitais, como superestimação de importações, subestimação de exportações, etc. Além disso, os problemas contábeis em condições inflacionárias colocam-se também no caso da poupança externa, que deve ser vista como igual à variação no valor real (e não nominal) da dívida externa. Em condições inflacionárias, portanto, a parcela dos juros que se deve à expectativa de inflação não deveria estar incluída (excluída) da poupança externa (doméstica). A avaliação desses vieses no caso brasileiro é extremamente difícil. Para uma discussão metodológica, cf., a respeito, Gersovitz (1987), Buitier (1985) e Eisner (1984).

fortemente calcado na concessão de subsídios fiscais e creditícios e, da maior importância, na fixação de preços subsidiados para os insumos e matérias-primas produzidos pelo setor público.

No final dos anos 70, a síndrome "Volcker-Opep" provocou a *débâcle* da estratégia de crescimento com endividamento. A elevação das taxas de juros internacionais e do preço do petróleo fez-se acompanhar de uma forte retração do comércio mundial com conseqüências desastrosas sobre as perspectivas de nossas contas externas. Essa crise do balanço de pagamentos que se configurou a partir de 1979 teve como efeito imediato um aumento do risco cambial que desencorajou o setor privado na contratação de novos empréstimos ou mesmo na renovação dos empréstimos externos vencidos. Na tentativa de reduzir o risco cambial para o setor privado, o governo introduziu uma série de mecanismos fiscais e creditícios que possibilitou ao setor privado socializar eventuais prejuízos decorrentes de desvalorizações cambiais, transferindo efetivamente para o governo, dessa forma, uma parcela significativa de sua dívida externa. A dívida externa sob responsabilidade do setor público aumentou, portanto, desproporcionalmente.

No início dos atuais anos 80, o país enfrentou, do lado da oferta, dificuldades crescentes na obtenção de novos empréstimos externos, que culminaram com a interrupção dos empréstimos voluntários quando da moratória mexicana em agosto de 1982.

O esgotamento das fontes de financiamento externo colocou para a economia brasileira um duplo ônus de ajustamento: em primeiro lugar, a economia teve que se ajustar a uma reduzida disponibilidade de recursos externos, sendo, portanto, forçada a gerar maiores superávits na balança comercial, o que foi conseguido através de políticas de contenção do dispêndio e redução do nível de atividade doméstico e de aumento nos preços relativos de bens importáveis e exportáveis que se efetivaram sobretudo através de desvalorizações da taxa de câmbio real; já o segundo ônus do ajustamento que se colocou para a economia brasileira decorreu do fato de a dívida externa ser em grande parte de responsabilidade do governo. O esgotamento das fontes de financiamento externo implicou a necessidade de transferir do setor privado para o governo os recursos necessários para fazer face ao serviço da dívida. Esses recursos, que eram anteriormente obtidos através de novos empréstimos externos, agora teriam que ser conseguidos internamente. Por outro lado, desvalorizações cambiais significavam um aumento do passivo do setor público quando avaliado em cruzados.

A necessidade de o governo obter domesticamente estes recursos só se coloca como um ônus adicional do ajustamento na medida em que ele é incapaz de gerar um excesso de oferta de bens exportáveis e/ou importáveis que lhe permita obter o saldo líquido de divisas no montante suficiente para servir os compromissos da dívida. Contrariamente, se o governo fosse um ofertante desses bens, a desvalorização cambial e/ou

qualquer outra medida que efetivamente aumentasse os preços relativos desses bens transferiria automaticamente renda do setor privado para o governo.<sup>5</sup>

É fundamental, nesse sentido, ter em conta que muito da competitividade internacional do setor privado brasileiro está calcada em subsídios fiscais e creditícios diretamente concedidos às exportações e em subsídios indiretamente concedidos via preços de insumos básicos e matérias-primas ofertados pelo setor público. Um exemplo disso é a política de preços praticada no caso de energia elétrica, nafta e produtos siderúrgicos em alguns períodos. Aumentar a exportação e substituir as importações nessas condições significa, *ceteris paribus*, aumentar a drenagem de recursos do setor público.

As alternativas existentes para obter internamente os recursos necessários para o serviço da dívida externa são, de forma exaustiva e não excludente: redução das necessidades de financiamento do setor público (via aumento da carga tributária líquida ou cortes no dispêndio público); aumento do endividamento interno do setor público; ou financiamento inflacionário através da emissão de base monetária.

A redução do déficit público e das necessidades de financiamento do setor público é, naturalmente, a única alternativa viável no longo prazo. Contudo, por motivos políticos ou restrições econômicas de curto prazo, os cortes no dispêndio público e, sobretudo, o aumento da carga tributária líquida que se fazem necessários não foram ainda efetivamente implementados. Até o presente momento, o governo tem combinado, em proporções diversas, financiamento inflacionário com aumento do endividamento interno. Esta escolha, que, em verdade, é uma não-opção e constitui uma tentativa de escamotear a distribuição do ônus do ajustamento entre os diferentes setores da sociedade, teve conseqüências desastrosas para as finanças do setor público e, devido a isso, mostrou-se contraproducente.

O círculo vicioso do financiamento inflacionário do déficit público é bastante conhecido. A expansão monetária leva a aumento da taxa de inflação, que, combinada com as defasagens na coleta e ajustamento dos tributos, leva à erosão do valor real das receitas líquidas do governo; por outro lado, acima de determinado nível, o aumento da taxa de inflação aumenta a velocidade-renda e reduz o estoque demandado de

<sup>5</sup> Para colocações teóricas desse problema, cf. Sachs (1984, 1985 e 1986) e Cohen (1987). Este último mostra mais especificamente que, com incertezas em relação à taxa de juros internacional, quando esta se eleva "all the bad news come together... First, the country must bear the primary burden of going *suddenly* from a trade deficit to a surplus. It must also pay the secondary burden of a sudden rise in interest rates and in domestic taxation" (p. 14, ênfase do autor). Note-se que o *sudden rise* refere-se a taxas de juros domésticas, e o acréscimo de taxação é um *desideratum* que não necessariamente se efetiva. Seria interessante, nesse sentido, comparar o caso brasileiro com o do México, onde o setor público é responsável por grande parcela da exportação de petróleo. Cohen não parece estar de todo alerta para este aspecto.

moeda mais do que proporcionalmente, levando, portanto, a uma redução da senhoriagem — ou seja, do montante de recursos reais obtidos com a expansão da base monetária. Finalmente, existe uma tentação quase inescapável por parte do governo em defasar as tarifas e preços dos serviços públicos para tentar conter aumentos na taxa de inflação. Todos esses mecanismos conduzem a maiores déficits públicos e, em última instância, a maiores necessidades de expansão monetária.

A alternativa do endividamento interno, recurso amplamente utilizado nos últimos anos, veio agravar os desajustes do setor público brasileiro. O crescimento do endividamento público implicou taxas de juros reais extremamente elevadas e ascendentes. Em conseqüência, as despesas financeiras do setor público aumentaram de forma significativa, implicando, no futuro, déficits públicos maiores e menos compressíveis. Dessa forma, a acumulação da dívida interna transformou-se em um processo auto-alimentado.<sup>6</sup>

Sumariando, o processo de ajustamento à crise da dívida externa foi feito de forma parcial e perversa. Pela incapacidade política e/ou econômica do governo no sentido de reduzir seu déficit em conta corrente, sobretudo através de elevação da carga tributária líquida, a política de ajustamento externo implicou desequilíbrios econômico-financeiros crescentes no setor público.

As conseqüências foram a redução da capacidade de poupança do setor público, os cortes drásticos nos programas de investimento e, apesar disso, os aumentos explosivos de suas necessidades de financiamento e do endividamento interno. As maiores necessidades de financiamento público aumentam a taxa de juros real e, portanto, inviabilizam os investimentos do setor privado.

Estreitamente relacionado com o aumento das taxas de juros reais, outro fator que explica a retração de novos investimentos privados é a redução nas expectativas das taxas de retorno (líquidas de impostos) dos ativos do setor privado. A solução de longo prazo da crise de ajustamento da economia, na presença das restrições existentes para se cortar os dispêndios do governo, implica aumentar as receitas do setor público através de taxação, redução de subsídios, ou aumento real dos preços públicos. Existe, assim, uma taxação pendente sobre o setor privado da economia, cuja magnitude depende do déficit público. As incertezas quanto à forma de sua incidência — retirada de subsídios, aumento de imposto de renda, moratória interna? — reduzem ainda mais as taxas de retorno (líquidas de impostos) esperadas no longo prazo, deprimindo, portanto, os investimentos privados.

A redução dos níveis de investimentos público e privado e, conseqüentemente, da capacidade de sustentação de um processo de crescimento

<sup>6</sup> A argumentação baseia-se em Cardoso e Reis (1986, pp. 580-1), onde o argumento é explorado em um modelo formal e é feita uma análise de suas implicações para uma avaliação do Plano Cruzado. Ver, no mesmo espírito, Braga *et alii* (1987).

não inflacionário no futuro constitui o caráter mais perverso das políticas de ajustamento implementadas até o momento. Em consequência, o dilema entre recessão e hiperinflação torna-se cada vez mais severo.

Evidências sobre o crescente desequilíbrio financeiro do setor público são apresentadas na Tabela 2. Note-se, em primeiro lugar, que essas evidências, obtidas das Contas Nacionais, estão relacionadas às administrações centralizadas e descentralizadas da União, estados e municípios, excluem as empresas estatais e autoridades monetárias e se referem, portanto, a um conceito restrito de governo. A tabela permite constatar também a drástica redução que ocorreu na poupança em conta corrente do governo, que, representando 6,5% do PIB em 1970, cai continuamente desde então, chegando em 1985 a representar tão-somente 0,9% do PIB.

O efeito mais imediatamente visível da redução de poupança do governo é a contração dos investimentos governamentais, que, em relação ao PIB, foram praticamente reduzidos à metade, caindo do patamar de 4% nos anos 70 para 2% na atual década de 80. Apesar dessa forte contenção de investimentos, o governo começa a apresentar déficits no seu orçamento global na atual década (incluindo receitas e despesas correntes e de capital), passando, portanto, a absorver recursos do setor privado. Em 1985, essa absorção significou 1,4% do PIB.

A carga tributária bruta é, de longe, o principal fator responsável pela queda na capacidade de poupança do governo, pois em relação ao PIB ela sofre queda drástica na atual década: 4,4% de 1982 a 1985. Os dados mostram que essa queda de participação deve-se quase que exclusivamente aos impostos indiretos. Como explicação, pode-se propor que, além da erosão que a aceleração do processo inflacionário causa na arrecadação real, a expansão da participação das exportações no PIB se fez acompanhar de maiores isenções fiscais e, portanto, de uma menor participação desses impostos no PIB. Note-se, a propósito, que já na década de 70 os impostos indiretos caíam significativamente em relação ao PIB. Por outro lado, no caso dos impostos diretos, existe a possibilidade de que a arrecadação real tenha sido mais infensa ao processo inflacionário pela subindexação das alíquotas e pela própria expansão da base de tributação.

O crescimento das despesas com juros da dívida pública interna é outro fator que contribui para reduzir a capacidade de poupança do governo. Pelos dados das Contas Nacionais, essas despesas foram, em relação ao PIB, cerca de 1% até 1975, algo em torno de 2% na segunda metade da década de 70, elevando-se continuamente desde então até atingir mais de 10% em 1985.

A explosão das despesas com juros contrasta fortemente com a evolução dos demais itens das despesas correntes do governo: as despesas com o consumo das administrações públicas caem de 10,3% no triênio 1973/75 para 9,2% do PIB no triênio 1983/85; os subsídios fiscais caem de 3,6% em 1980 para 1,6% do PIB em 1985; e as transferências permanecem praticamente constantes, apesar de um aumento cíclico causado pela recessão.

Deve ser notado, contudo, que nas Contas Nacionais as despesas com juros são contabilizadas em termos "nominais" ou em regime de caixa e,

portanto, incluem despesas que se devem exclusivamente à inflação — a correção monetária no caso da ORTN e a parte do desconto devida à antecipação inflacionária no caso da LTN — e que, na verdade, deveriam ser contabilizadas como despesas de amortização do principal. Portanto, despesas com correção monetária não alteram a situação patrimonial dos agentes econômicos e, nesse sentido, a contabilidade em termos “nominais” nem sempre é a mais adequada para a análise econômica.

Devido a isso, a Tabela 2 apresenta estimativas das despesas com juros em termos “reais” ou em regime de competência e, portanto, excluindo as despesas com juros que se devem exclusivamente à inflação. Ainda assim, essas despesas apresentam uma evolução preocupante na primeira metade da atual década. Representando menos de 0,5% do PIB até 1980, elas crescem explosivamente, atingindo 2% em 1985. Por trás desse crescimento está o aumento real da própria dívida interna e os aumentos da taxa de juros real nos mercados financeiros domésticos.

TABELA 2

*Carga tributária, poupança e déficit do governo — 1970, 1975 e 1980/85*  
(Em % do PIB)

	1970	1975	1980	1981	1982	1983	1984	1985
(+) Impostos diretos	9,33	11,83	10,95	11,63	13,33	12,16	11,34	11,76
(+) Impostos indiretos	16,91	14,53	13,24	12,81	13,20	12,71	10,38	10,40
Carga tributária bruta	26,24	26,37	24,19	24,45	26,53	24,87	21,71	22,15
(+) Outras receitas correntes líquidas	1,11	-0,76	-0,95	-1,07	-1,34	-1,53	-0,73	-0,85
(-) Subsídios	0,78	2,82	3,64	2,66	2,60	2,63	1,58	1,56
(-) Transferências	8,30	7,03	7,61	8,15	9,00	8,30	7,73	7,12
Carga tributária líquida	18,28	15,77	12,00	12,57	13,57	12,41	11,68	12,62
(-) Consumo do governo	11,44	10,43	9,01	9,24	10,50	9,58	8,24	9,70
(-) Juros da dívida interna*	0,35**	0,43	0,32	0,45	0,63	0,75	1,48	2,00
Poupança em conta corrente do governo	6,54	4,69	2,66	2,88	2,44	2,07	1,95	0,92
(-) Investimentos do governo	4,46	4,13	2,32	2,58	2,47	1,81	1,89	2,35
Déficit global do governo	2,08	0,56	0,34	0,31	-0,02	0,26	0,06	-1,43
Memo:								
Renda líquida enviada para o exterior	0,91	1,42	3,20	4,10	5,38	5,79	5,66	5,39
Renda disponível do setor privado	81,93	82,05	83,86	82,26	79,70	80,27	81,94	81,14

FONTE: IBGE-DECNA, Contas Nacionais.

\* Estimativas dos autores: exclui correção monetária, aplicando-se as taxas de juros efetivamente pagas nas D(R)TN ao valor total da dívida mobiliária federal.

\*\* Adotou-se o valor de 1971 como a melhor aproximação.

Como já foi notado, a definição de governo utilizada nas Contas Nacionais — e também nas estimativas apresentadas na Tabela 2 — não inclui o Banco Central nem as empresas estatais. Conseqüentemente, nas despesas com juros estão incluídos juros pagos ao Banco Central e às empresas estatais pelos títulos que eles detêm em suas carteiras. Por outro lado, não estão incluídas despesas com juros da dívida externa (exceto por uma pequena parcela contabilizada na rubrica Outras Receitas Correntes Líquidas).

A Tabela 3 apresenta estimativas das despesas com juros “reais” da dívida pública interna, excluindo-se os títulos em poder do Banco Central e incluindo-se as despesas com juros da dívida externa sob responsabilidade do setor público, inclusive Banco Central e empresas estatais. Apesar das deficiências dessa medida, ressalta-se o comportamento explosivo das despesas com juros do setor público, que, de algo como 1,3% do PIB em 1978, crescem até atingir 4,5% do PIB em 1985. Utilizando-se essas cifras, já em 1980 constata-se a existência de um déficit global, que, em 1985, representaria 3,3% do PIB.<sup>7</sup>

Concluindo esta seção, cabe um breve comentário sobre a evolução da distribuição do PIB entre renda líquida enviada para o exterior, carga tributária líquida e renda disponível do setor privado (esta última definida residualmente; deduziu-se da carga tributária líquida o valor das outras receitas correntes líquidas do governo, porque estas incluem transferências de pagamentos de juros externos do governo que já estão consideradas na renda líquida enviada para o exterior). O primeiro fato a se destacar é que a acumulação da dívida externa, juntamente com a elevação das taxas de juros internacionais e das remessas de lucro, leva a uma acelerada expansão da renda líquida enviada para o exterior, que de menos de 1% do PIB em 1970 passa a representar 3,2% em 1980 e 5,4% em 1985. Outro aspecto destacável é a contração da carga tributária líquida durante a década de 70, passando de 18,3 para 12,0% do PIB. Nos atuais anos 80, esta parcela praticamente estabiliza-se em torno de 12,5%.

Durante os anos 70, portanto, a redução da carga tributária líquida acomodou a pressão causada por crescentes remessas líquidas para o exterior, permitindo que a parcela de renda líquida do setor privado passasse

<sup>7</sup> Estas cifras, de certa forma, corroboram a ênfase que é dada ao “caráter financeiro” do déficit público em algumas análises. Embora seja totalmente desprovida de sentido a comparação do déficit com seus componentes, o crescimento explosivo das despesas “reais” com juros deixa claro que a acumulação da dívida interna brasileira é tipicamente um processo de *Ponzi finance*: a dívida cresce para pagar os juros. Por outro lado, esse diagnóstico tem como vantagem advertir para o fato de que o déficit se encontra magnificado pela inflação e se contrapõe a sugestões de terapêuticas ortodoxas simplistas baseadas em cortes compensatórios de outras despesas fiscais. Para o tratamento da questão de distorções inflacionárias sobre medidas de déficit público, além das referências já feitas na nota 4, cabe mencionar: Siegel (1979), Jump (1980), Eisner (1984), Eisner e Pieper (1984) e Rossi (1985). O diagnóstico do “caráter financeiro” do déficit é feito, entre outros trabalhos, em Dall’Acqua e Pereira (1987) e Seplian/PR (1985). A crítica a essa postura pode ser encontrada em Ramalho (1985).

TABELA 3

*Carga tributária e déficit: juros internos da dívida em poder do público e juros externos, inclusive das empresas estatais*

(Em % do PIB)

	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Carga tributária líquida*	15,69	14,73	12,94	13,64	14,92	13,94	12,40	13,47
(-) Juros da dívida interna	0,40	0,34	0,24	0,32	0,41	0,36	0,70	1,24
(-) Juros da dívida externa	0,87	1,31	1,85	2,39	2,89	3,39	3,67	3,23
(-) Gastos totais do governo	12,82	12,20	11,33	11,81	12,97	11,40	10,13	12,33
Déficit global (inclusive juros externos)	1,60	0,88	-0,49	-0,88	-1,36	-1,20	-2,11	-3,33

FONTE: Tabela 2 e estimativas dos autores.

\* Definida como a soma de impostos diretos e indiretos líquidos de subsídios e transferências.

de 82 para 84%. Acrescente-se que aqueles foram anos de crescimento acelerado do PIB. Em contraste, na atual década o PIB encontra-se praticamente estagnado, e a crescente parcela da renda enviada para o exterior comprime a renda disponível do setor privado, que passa dos 84% em 1980 para algo em torno de 81% em 1985.<sup>8</sup>

Contrariamente ao que se argumenta com freqüência, a incapacidade de ajustamento do setor público brasileiro não significa que ele se tenha apropriado de parcelas crescentes do PIB. Na verdade, o que ocorre é uma significativa contração dessa parcela. Do ponto de vista da política econômica, *stricto sensu*, seria recomendável, já que a dívida externa encontra-se praticamente toda sob a responsabilidade do setor público, aumentar a carga tributária líquida, e não reduzi-la ainda mais. Complementarmente, para se compensar a crescente parcela da renda líquida enviada para o exterior, há que se buscar, de toda e qualquer maneira, um aumento no influxo de recursos externos, o que significa obter *novos* investimentos estrangeiros diretos e *novos* empréstimos externos de instituições oficiais/multilaterais e, forçosamente, caso necessário, de fontes bancárias privadas. Este talvez seja o ponto básico das projeções que serão apresentadas neste artigo. Antes, contudo, vejamos o modelo utilizado nas projeções.

<sup>8</sup> Estas cifras devem, contudo, ser qualificadas pelo fato de que os conceitos de renda disponível utilizados não incluem o valor do imposto inflacionário, que, em virtude da aceleração inflacionária, pode ter aumentado nos anos recentes.

### 3 — O modelo

Os exercícios de simulação discutidos na próxima seção foram feitos com base em um modelo macroeconômico para a economia brasileira desenvolvido no IPEA/INPES.<sup>9</sup>

A estrutura do modelo é simples, como apresentado no diagrama de fluxos a seguir, podendo ser descrita através de três identidades básicas. A primeira é a identidade do balanço de pagamentos, que nos garante que o saldo em transações correntes é necessariamente igual ou financiado pelos investimentos estrangeiros diretos líquidos, pelos novos empréstimos e financiamentos e pelas variações nas reservas cambiais.

O comportamento da balança comercial é determinado por equações para preços e quantidades para cada uma das categorias desagregadas de exportações (manufaturados, não-manufaturados exclusive café, extrativa mineral e transações especiais) e de importações (bens de capital, bens intermediários, bens de consumo, petróleo e trigo).

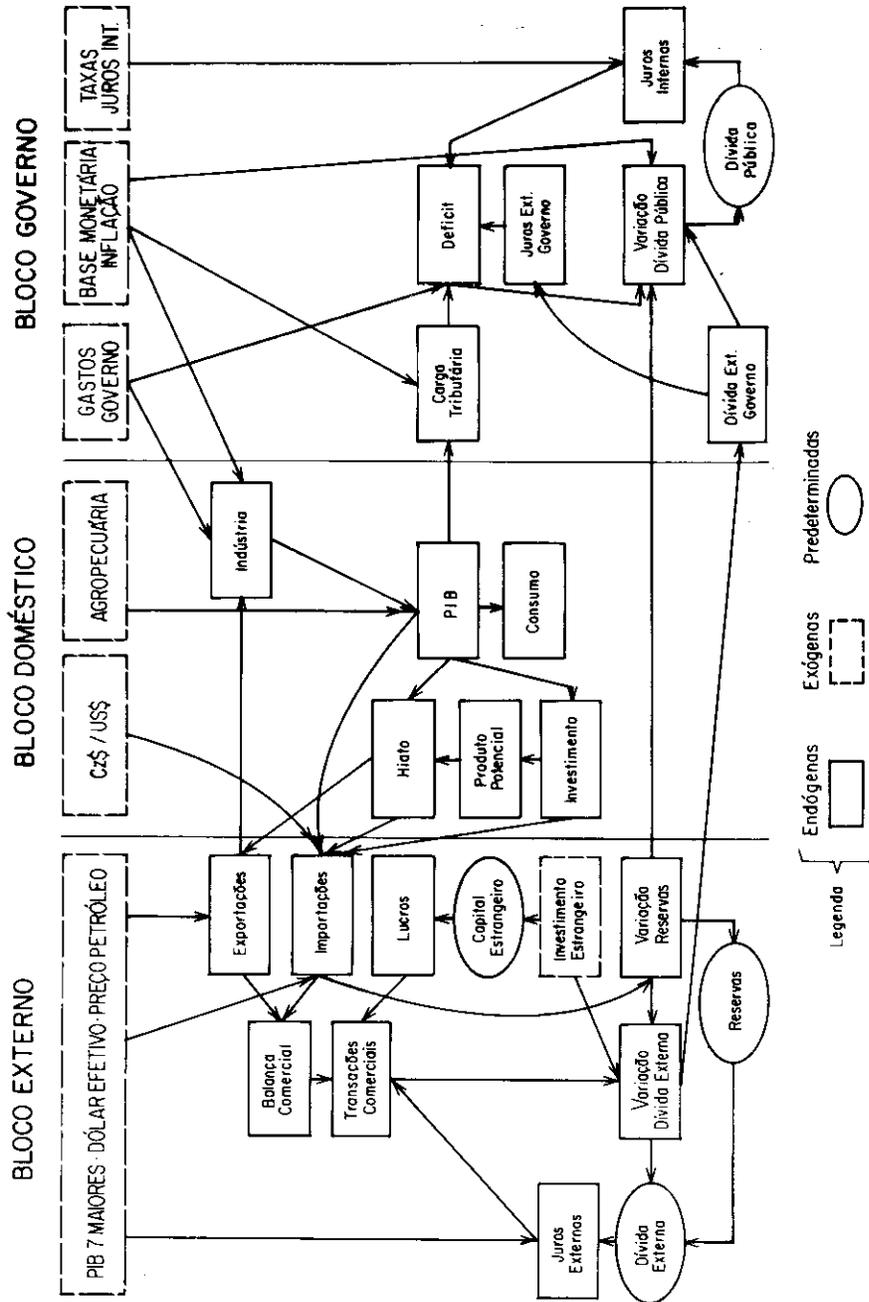
Quantidades exportadas dependem basicamente do nível de comércio mundial, da relação entre preços recebidos nas vendas domésticas e nas exportações (inclusive subsídios) e da taxa de utilização da capacidade produtiva doméstica. Quantidades importadas, por sua vez, dependem do nível de atividade doméstico, da relação entre os preços de importação (inclusive tarifas) e os dos produtos similares domésticos e da taxa de utilização da capacidade produtiva doméstica.

Os preços, tanto para importações como para exportações, são determinados no mercado internacional em função da inflação dos países industrializados, do crescimento do comércio mundial, da taxa de câmbio efetiva do dólar e da taxa de juros internacional.

Um conjunto de sete equações determina o comportamento das demais contas de transações correntes: os serviços não-fatores são determinados pelo valor das importações e exportações; os lucros e dividendos são função da taxa de remessa de lucros e do estoque de capital estrangeiro; as receitas com juros externos, do estoque de reservas e da taxa de juros recebida; e as despesas com juros externos, do valor do estoque da dívida externa e da taxa média de juros paga sobre a dívida externa.

<sup>9</sup> Para referência, veja-se a nota 2. Na versão atual, o MOPSE é anual, linear, composto de 82 equações e 127 variáveis, das quais 53 são endógenas, 29 são definições e 45 são exógenas. Sua resolução é praticamente toda recursiva, com determinação simultânea ocorrendo apenas entre o produto industrial e o *quantum* de exportações de manufaturados. As equações do modelo foram estimadas, na grande maioria, por mínimos quadrados ordinários (OLS). As exceções encontram-se nas equações onde a presença de autocorrelação de resíduos sugeria a necessidade de correção, que foi sempre feita por Cochrane-Orcutt (CORC), e nas equações de preços e quantidades exportadas de manufaturados, que foram estimadas simultaneamente por mínimos quadrados em dois estágios (2SLS). Tanto as estimações como as simulações foram feitas utilizando o pacote econométrico TROLL. Cópias do modelo e das simulações podem ser obtidas com os autores.

# DIAGRAMA DE FLUXOS PARA O MODELO DE PROJEÇÕES PARA O SETOR EXTERNO (MOPSE)



Nas transações de capital, os investimentos diretos são determinados exogenamente; a variação de reservas é uma meta de política econômica que se determina em função das importações; e, por fim, a necessidade de novos empréstimos e financiamentos é determinada residualmente, ou seja, supõe-se que os bancos credores e as agências oficiais de crédito estão dispostos a emprestar os recursos necessários para se “fechar” a balança comercial com a variação de reservas desejada.

A determinação residual das necessidades líquidas de empréstimos novos é uma hipótese irrealista que só se justifica pelas dificuldades que se colocam para modelar, de forma simples, os efeitos que as restrições de créditos externos têm sobre a economia brasileira. Para contornar parcialmente esse irrealismo, o cenário básico simulado na próxima seção restringe “exogenamente” as possibilidades de crescimento, de forma a permitir que a dívida externa seja progressivamente reduzida.

A segunda identidade fundamental do modelo é a restrição orçamentária do governo, que, analogamente, garante que o déficit global do governo (ou seja, a diferença entre os gastos com consumo e investimento acrescidos das despesas com juros das dívidas externa e interna de responsabilidade do governo e a carga tributária líquida) deve ser necessariamente igual ou exaustivamente financiado pelo endividamento mobiliário interno, pelo endividamento externo líquido (novos empréstimos deduzidas as variações de reservas cambiais) e pela emissão de base monetária.

Nas contas do governo, os gastos com consumo e investimento são determinados exogenamente como variáveis de política econômica. As despesas com juros da dívida interna dependem do estoque da dívida no período anterior e da taxa de juros doméstica, exogenamente dada. As despesas com juros da dívida externa dependem da participação do governo (incluindo empresas estatais e Banco Central) no estoque da dívida externa do período anterior e das taxas de juros externas, também exógenas. A carga tributária líquida é função crescente do PIB e decrescente da taxa de inflação. O aumento da base monetária é uma variável de política econômica. A variação da dívida interna é determinada residualmente a partir da equação de restrição orçamentária do governo.

A terceira identidade básica do modelo é a que existe entre produto e demanda agregada. No lado do produto, temos o PIB determinado pelo comportamento do produto da agropecuária, exogenamente dado, e do produto industrial, que é determinado como função dos gastos totais do governo, da oferta monetária real e do *quantum* exportado de manufaturados. A oferta monetária, por sua vez, é uma função crescente da base monetária real e decrescente da taxa de inflação. No lado da demanda, o investimento total é determinado pelo crescimento do produto e pela capacidade produtiva preexistente, as exportações líquidas de bens e serviços estão determinadas endogenamente, o consumo do governo é uma variável exógena e, portanto, o consumo privado é determinado residualmente.

Essa descrição sucinta do modelo é suficiente para deixar claras suas maiores deficiências. Tanto a inflação como a taxa de juros doméstica são indevidamente tratadas como variáveis exógenas, e o consumo é residual. Além disso, os efeitos da taxa de juros doméstica sobre os níveis de consumo e investimento não estão captados.

A definição de déficit público no modelo apresenta problemas graves. A delimitação do governo é pouco rigorosa. Para o déficit primário ou não-financeiro (exclusive juros), foram utilizados dados de investimento, consumo e carga tributária líquida das Contas Nacionais, que, como já foi dito, consideram como governo as administrações centralizadas e descentralizadas das esferas federal, estadual e municipal, mas excluem as empresas estatais e o Banco Central. Nas despesas financeiras, contudo, nossa estimativa de juros da dívida externa inclui os juros externos pagos por todo o setor público, inclusive empresas estatais e Banco Central. Além disso, nossa definição de dívida pública interna restringe-se à dívida mobiliária do governo federal em poder do público, excluindo, portanto, tanto a dívida líquida das empresas estatais para com fornecedores e bancos como o endividamento mobiliário de estados e municípios.

A justificativa para esse tratamento híbrido e pouco rigoroso é a tentativa de captar efeitos de ajustamentos nas contas cambiais sobre o déficit público. A hipótese implícita, nesse sentido, é que despesas com juros da dívida externa são, de uma forma ou de outra, transferidas para o governo federal, embora, no mais das vezes, isto não apareça claramente nas estatísticas disponíveis.

#### 4 — Simulações

Nesta seção são apresentados resultados de simulações para a economia brasileira no período 1988/91. O objetivo básico dessas simulações é avaliar quantitativamente as restrições fundamentais ao crescimento da economia brasileira nos próximos anos. Mais especificamente, dando continuidade à análise desenvolvida na Seção 2, pretende-se avaliar em que medida as taxas de crescimento da economia estarão condicionadas por restrições de recursos externos *vis-à-vis* restrições impostas pelo orçamento do governo. Em outras palavras, deseja-se conhecer as limitações que o processo de transformação de dívida externa em dívida interna impõe sobre a trajetória de crescimento da economia.

Com essa finalidade foram simulados dois cenários: o primeiro — designado como “cenário básico” nas tabelas a seguir — supõe uma estratégia ortodoxa de ajustamento externo, ou seja, uma política econômica que tem por objetivo básico a redução progressiva do endividamento externo e que, com essa finalidade, adota uma política fiscal contracionista baseada em cortes no dispêndio governamental; o segundo — designado como “cenário alternativo” nas tabelas a seguir — contrapõe uma estratégia que dá

primazia à sustentação do crescimento econômico. Tendo em vista esse objetivo, a política fiscal implementada é mais expansionista, elevando significativamente os dispêndios governamentais em consumo e investimento. Além disso, implicitamente supõe-se que o aumento de recursos externos necessários para “fechar” o balanço de pagamentos será obtido.

A única diferença entre as hipóteses dos dois cenários está, portanto, na trajetória de gastos do governo. Pretende-se avaliar as implicações dessas diferenças na política fiscal para as trajetórias de crescimento, endividamento externo e endividamento interno da economia. Antes, porém, convém uma discussão mais detalhada das hipóteses feitas no cenário básico.

#### 4.1 — As hipóteses

Na Tabela 4 estão resumidas as principais hipóteses do cenário básico. A primeira observação é que as simulações foram feitas antes de se dispor de estatísticas para o ano de 1987. Portanto, os valores tanto das variáveis endógenas como das exógenas para esse ano são projetados, e não observados.

As hipóteses projetadas para o contexto internacional são caracterizadas por: *a)* crescimento tímido para as sete maiores economias da OECD, que, depois de uma forte desaceleração em 1988, retornaria a taxas iguais à média de 1980/86; *b)* perspectivas relativamente otimistas para a *Libor* e a inflação americana, que se estabilizariam em torno de 7 e 3%, respectivamente; *c)* a taxa efetiva de câmbio para o dólar seria estabilizada após uma desvalorização de aproximadamente 15% em 1987; e *d)* para o preço do petróleo, acatamos projeções do Banco Mundial.<sup>10</sup>

Estas hipóteses revelam certo otimismo quanto às possibilidades de que o ajustamento fiscal norte-americano se faça cooperativamente com o dos demais países da OECD, sem implicar, portanto, elevações nas taxas de juros. Em termos de crescimento, contudo, implicam perspectivas relativamente sombrias. Para nossas projeções, interessa frisar que não se trata de um cenário otimista.

No contexto doméstico, o cenário básico projeta uma política fiscal, refletida nos dispêndios governamentais em consumo e investimento, fortemente contracionista, supondo que esses gastos permanecerão praticamente constantes em 1987 e 1988 e crescerão a uma taxa de 5% a partir de então. Comparada com a tendência histórica, essa é uma política fiscal nitidamente conservadora que só se justifica em uma estratégia ortodoxa de ajustamento externo.

<sup>10</sup> Banco Mundial, “Commodity prices”, *Office Memorandum*, 17 de setembro de 1987. Para as quantidades importadas de petróleo, foram utilizadas projeções consistentemente feitas utilizando o Modelo do Setor Petróleo (MOSPET) do IPEA/INPES, que se encontra em Ardeo (1986).

TABELA 4

## Hipóteses do cenário básico

	Observado		Projetado				
	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
<b>Cenário externo*</b>							
Crescimento para as sete maiores economias da OECD	3,1	2,9	2,3	1,6	2,2	2,2	2,2
<i>Libor</i>	10,7	8,3	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
Inflação americana	-0,3	-3,0	3,5	3,0	3,0	3,0	3,0
Dólar efetivo	3,0	-17,0	-14,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Preço do petróleo	-4,2	-53,5	33,0	34,4	-2,4	1,8	2,4
<b>Cenário doméstico**</b>							
Dispêndio total do governo	28,7	14,0	2,4	0,0	5,0	5,0	5,0
Base monetária	-0,1	0,6	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Produto agrícola	8,3	-7,3	12,0	0,0	4,4	4,5	4,5
Taxa de câmbio	4,4	-20,1	16,5	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0
Taxa de juros interna	14,9	5,0	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0

FONTE: IPEA/INPES.

\* Variações percentuais exceto para *Libor*.

\*\* Variações percentuais em termos reais exceto para taxa de juros interna.

A política monetária do cenário básico é passiva no sentido de manter a base monetária constante em termos reais. A inflação é exógena ao modelo e, supostamente, ficará constante ao nível de 200% a.a. Para as projeções, estas hipóteses, supondo que a inflação será maior e a expansão da base proporcionalmente menor, implicam superestimar a expansão da oferta monetária e a senhoriagem e subestimar a corrosão da carga tributária líquida real.

A taxa de juros real que incide sobre a dívida pública interna mantida constante em 15% a.a. é outra hipótese crucial. Esta taxa pode, à primeira vista, parecer extremamente elevada, sobretudo tendo-se em conta suas implicações para a trajetória da relação dívida/PIB. No entanto, foi a taxa "efetivamente" paga na dívida mobiliária federal em 1985, ou seja, esta é a taxa que se obtém para o ano de 1985 quando, a preços constantes, dividimos os encargos da dívida (juros, taxa e comissões, excluindo-se as despesas de correção monetária, mas incluindo-se os acréscimos devido à correção cambial) pelo valor médio do estoque da dívida mobiliária federal. Não há por que se supor que ela se reduza nos próximos anos. A curto prazo, pelo menos, as expectativas são de elevação. Nossa hipótese pode ser, portanto, considerada conservadora.

Com relação à política cambial, a suposição é que, após as oscilações de 1986 e 1987, a paridade do poder de compra em relação ao dólar será rigidamente implementada a partir de 1988, ou seja, valorizações reais de 3% para exatamente compensar a taxa de inflação americana. A hipótese subjacente é que a economia não apresenta problemas de competitividade internacional, devendo o ajustamento externo remanescente ser feito primordialmente através de controle do nível de dispêndio. Esta questão será retomada nas conclusões.

Finalmente, para o produto agropecuário, projeta-se, a partir de 1989, um crescimento de 4,5% a.a., que é a tendência histórica do setor. Para 1988, o crescimento projetado é nulo, tendo em vista os níveis recordes de produção atingidos em 1987.

#### 4.2 — Cenário básico: ajustamento externo

Os resultados da simulação do cenário básico encontram-se nas Tabelas 5, 6 e 7, onde sumariamente são apresentadas as Contas Nacionais, o balanço de pagamentos e as contas do setor público, respectivamente.

Na Tabela 5, destaca-se, em primeiro lugar, as baixas taxas de crescimento do PIB: abaixo de 3% em 1987 e 1988 e aproximadamente 4,6% de 1989 em diante. Este padrão reflete basicamente o desempenho do produto industrial, que, respondendo por 70% do crescimento do PIB, cresce 1% em 1987, 3,5% em 1988 e 4,5% daí em diante.

Apesar de medíocre, esta trajetória de crescimento do PIB requer uma elevação de aproximadamente 1% na taxa de investimento da economia, que, nas projeções, passa de 17,8% em 1987 para 19% nos próximos três anos. Possivelmente, estas estimativas para os requisitos de investimento estão superestimadas, já que a equação de investimento apresenta forte componente inercial e, portanto, o crescimento excepcional da taxa de investimento em 1986 transfere-se para os anos posteriores. De fato, a estimativa disponível para 1987 apresentada na Tabela 1 é de 16,8%, bem inferior aos 18,8% projetados.

O baixo crescimento do produto e a elevação da taxa de investimento implicam redução significativa na pressão sobre a capacidade produtiva da economia. O hiato do produto da economia, partindo de 6,2% em 1986, supera os 9% a partir de 1988 — nível superior à tendência histórica quando são excluídos os anos de recessão.

Além disso, o cenário básico contempla uma forte contenção do crescimento do consumo privado, levando a uma redução significativa na sua participação no PIB, que, de 70% em 1987, cai para 65% em 1991. Os custos sociais implícitos nessa estratégia são, portanto, excessivamente elevados, o que torna questionável sua viabilidade política.

A contrapartida de um crescimento modesto acompanhado de expansão de capacidade produtiva e contenção de consumo é a possibilidade de

TABELA 5

Sumário das Contas Nacionais — 1987/91

(Em % do PIB)

	Observado		Projetado		
	1986	1987	1988	1991B	1991A
Crescimento do PIB	8,2	2,9	2,8	4,6	7,0
Participação no PIB					
Consumo privado*	69,9	66,3	65,8	64,7	62,5
Consumo do governo	10,0	10,1	9,8	9,9	15,3
Formação bruta de capital	17,8	18,8	19,2	19,0	20,2
Saldo de transações reais	2,3	4,8	5,2	6,3	2,0
Memo:					
Renda líquida enviada para o exterior	3,8	3,9	3,7	3,1	3,0
Hiato do produto**	6,2	7,7	9,3	9,2	6,0

FONTE: IPEA/INPES: estimativas para 1986; projeções para os demais anos, inclusive 1987.

OBS.: 1991B e 1991A referem-se, respectivamente, a projeções para os cenários básico e alternativo.

\* Inclui variação de estoques.

\*\* Percentagem do produto potencial.

transferências crescentes de recursos para o exterior. Isso está refletido no superávit em transações reais projetado, que, de 4,8% em 1987, passa a representar 6,3% do PIB no final do período.

O “sucesso” dessa estratégia de ajustamento externo aparece mais claramente nos dados do balanço de pagamentos sumariados na Tabela 6. O desempenho que se projeta para a balança comercial aparece como o fato mais destacável. Os superávits comerciais crescem continuamente, passando de US\$ 11 bilhões em 1987 para US\$ 18 bilhões em 1991.

A chave do sucesso está no crescimento das exportações, cujos valores crescem a uma taxa média de 9,6%, atingindo US\$ 37 bilhões em 1991. Desagregadamente, a maior contribuição encontra-se na categoria de manufaturados, que cresce a uma taxa média de 10,8%, aumentando sua participação na pauta de exportações de 63,7% em 1987 para 66,6% em 1991. O *quantum* de manufaturados cresce a 7,7%.

Algumas idiossincrasias do modelo devem ser apontadas para se entender o crescimento projetado para as exportações. O modelo apresenta elevadas elasticidades do *quantum* e preços das exportações brasileiras em relação ao nível de comércio mundial e também elevadas elasticidades do *quantum* das exportações em relação à taxa de utilização de capacidade da economia. Devido a isto, mesmo um crescimento mundial modesto resulta em um desempenho bastante favorável das exportações no modelo.

TABELA 6

## Sumário do balanço de pagamentos — 1987/91

(Em US\$ bilhões)

	Observado		Projetado		
	1986	1987	1988	1991B	1991A
Balança comercial (FOB)	8,3	10,8	12,2	17,9	15,0
Exportações	22,4	25,8	28,1	37,2	37,0
Importações	14,0	15,0	15,9	19,2	22,0
Serviços (líquidos)	-12,5	-12,3	-12,4	-12,9	-13,5
Juros (líquidos)	-9,1	-8,7	-8,5	-8,1	-9,4
Transações correntes	-4,0	-1,5	-0,1	5,0	1,5
Financiamento					
Investimento direto (líquido)	-0,1	0,0	0,0	0,5	0,5
Variação de reservas	-3,7	0,7	0,5	0,7	1,2
Necessidades de empréstimos novos	0,4	2,3	0,6	-4,9	-0,7
Memo:					
Dívida externa bruta	110,6	112,8	113,5	104,2	11,22
Reservas	6,7	7,5	8,0	9,6	11,0
Dívida líquida/exportações (%)	454	409	376	254	273

FONTES: Para 1986, Banco Central; e, para os demais anos, inclusive 1987, projeções do IPEA/INPES.  
OBS.: 1991B e 1991A referem-se, respectivamente, a projeções para os cenários básico e alternativo.

O crescimento modesto das importações é também um aspecto digno de nota. Os valores importados crescem a taxas médias de 6,8% no período de projeção. O crescimento do *quantum*, tanto para bens de capital como para produtos intermediários, situa-se em torno de 3%. O principal fator subjacente é o desempenho do setor industrial.

O coroamento do processo de ajustamento externo está no fato de que a dívida externa projetada *diminui* a partir do atual ano de 1988, ou seja, desde então a dívida externa brasileira, de fato, começaria a ser paga. Assim sendo, a dívida atingiria um valor máximo de US\$ 113 bilhões em 1988, declinando a partir de então até atingir US\$ 104 bilhões em 1991. Neste cenário, a relação dívida líquida/exportações cai de 400 para 250%.

Deve ser notado que o pagamento da dívida ocorre apesar de hipóteses bastante conservadoras em relação à contribuição dos investimentos estrangeiros (nulo em 1987/88 e US\$ 500 milhões por ano no restante do período) e de uma regra de reservas externas que implica uma acumulação de aproximadamente US\$ 3 bilhões no período de projeção. A título de sugestão,

as operações de conversão poderiam ser a forma em que esse pagamento estaria ocorrendo (as implicações disso, contudo, não estão sendo consideradas nas simulações).

As implicações do processo de ajustamento externo para as finanças do setor público aparecem na Tabela 7, onde se apresentam as projeções das contas do governo para o cenário básico. O resultado mais contundente aparece na última linha, onde é mostrada a evolução projetada para a relação dívida pública/PIB, que, passando de 9 para 17,5%, praticamente dobra até 1991. A trajetória é alarmante, tendo em vista a limitada capacidade de absorção dos mercados financeiros domésticos e a hipótese adotada de uma taxa real de juros doméstica constante. Deve-se mesmo colocar em questão a própria viabilidade dessa trajetória de endividamento interno.

Ao analisar os números para a relação dívida/PIB apresentados na Tabela 7, é importante ter em conta que aqui se considera apenas a dívida pública em poder do público, excluindo, portanto, a carteira do Banco Central; além disso, diferente do que é usual, corretamente deflacionamos o valor da dívida para os preços médios do ano que avaliam o PIB. Por ambas as razões, nossos valores são menores do que estimativas usuais, podendo erroneamente sugerir que a evolução não é tão desfavorável. Nesse sentido, note-se que o valor observado em 1985, ano de significativas pressões altistas nas taxas de juros domésticas, é tão-somente de 11%.

TABELA 7  
Sumário das contas do governo — 1987/91

(Em % do PIB)

	Observado		Projetado			
	1985	1986	1987	1988	1991B	1991A
Carga tributária líquida	13,5	13,7	13,0	13,1	13,2	13,2
Gastos totais do governo	12,3	12,6	12,6	12,3	12,4	15,3
Juros da dívida externa	3,2	2,6	2,4	2,3	1,8	1,8
Juros da dívida interna	1,2	0,5	1,2	1,3	2,1	2,2
Déficit global	3,3	2,0	3,3	2,8	3,1	6,0
Financiamento						
Variação real da base monetária	-0,2	2,3	-1,9	0,0	0,0	0,0
Imposto inflacionário	1,2	3,0	1,2	1,3	1,1	1,0
Variação real da reservas (-)	-0,7	-1,6	0,0	0,1	0,1	0,2
Variação real da dívida externa	-0,9	0,0	0,9	0,2	-1,5	-0,2
Variação real da dívida interna	2,3	-2,8	1,4	1,4	3,6	5,4
Memo:						
Dívida interna	11,6	8,0	9,2	10,3	17,4	19,9

FONTES: Para 1985, FGV; estimativas para 1986 e projeções para os demais anos, inclusive 1987, do IPEA/INPES.

OBS.: 1991B e 1991A referem-se, respectivamente, a projeções para os cenários básico e alternativo.

O principal fator de acumulação da dívida é o próprio pagamento de juros da dívida interna — passam de 1,2% em 1987 para 2,1% em 1991 —, uma vez que o governo apresenta um superávit primário ou não-financeiro (abaixo de 1% do PIB e praticamente constante) e os juros externos são decrescentes. Salientar o caráter financeiro do déficit público tem sentido, portanto, diante desse processo caracterizável como *Ponzi-finance*.

Com relação às fontes alternativas de financiamento, vale lembrar que as hipóteses de constância da inflação e da base monetária real implicam, com relação ao PIB, uma contribuição declinante da senhoriagem (imposto inflacionário + crescimento real da base monetária). Por sua vez, pelas regras do modelo, o estoque de reservas externas deverá ser aumentado a partir de 1988, implicando, portanto, uma contribuição negativa nos próximos anos. Essa acumulação de reservas não é, contudo, de grande magnitude, parecendo razoável no contexto das contas externas brasileiras. Finalmente, o pagamento da dívida externa implica uma drenagem crescente de recursos — 1,5% do PIB em 1991.

Concluindo, as projeções do cenário básico mostram que, como argumentamos na Seção 2, o nó górdio do processo de ajustamento externo está no desequilíbrio potencial que esse processo gera para as finanças do setor público. Vale dizer, na ausência de um processo de ajustamento fiscal concomitante, o processo de ajustamento externo significa simplesmente transformar dívida externa em dívida interna, o que implica aumentar significativamente a taxa média de juros paga na dívida total do governo, tornando explosivo o processo de acumulação da dívida interna. Isto colocaria pressões dificilmente suportáveis sobre os mercados financeiros e as taxas de juros domésticas.

### 4.3 — Cenário alternativo: sustentação do crescimento

O crescimento do PIB projetado no cenário básico é claramente insatisfatório diante dos requisitos e das demandas da sociedade brasileira. Por outro lado, a redução do endividamento externo projetada pode ser considerada excessiva ou irrealista por implicar limitações nas taxas de crescimento  $c$ , além disso, aumentos significativos nas necessidades de financiamento doméstico do setor público. Em outras palavras, a razão do desequilíbrio das finanças públicas poderia estar sobretudo no resgate da dívida externa. A questão que se coloca é em que medida a entrada de maiores volumes de financiamento externo não possibilitaria uma folga no financiamento doméstico, permitindo, portanto, que o governo implementasse uma política de sustentação do crescimento.

Para responder a essa questão foi simulado um cenário alternativo que, como já dissemos, difere do cenário básico apenas pela hipótese de um crescimento mais acelerado no dispêndio total do governo (que agora cresce a 15% a.a. no período 1989/91) e, implicitamente, pela suposição de que os requisitos adicionais de recursos externos para tanto serão obtidos atra-

vés de financiamento externo. Os resultados das simulações para o ano de 1991 estão apresentados na última coluna das Tabelas 5, 6 e 7. Note-se que até 1988 os resultados são os mesmos do cenário básico.

Na Tabela 5 pode-se ver que o maior crescimento dos gastos do governo aumenta o crescimento do PIB, que, no triênio 1989/91, passa de 4,6 para 7,0% a.a., refletindo basicamente o desempenho da indústria, que nesse cenário passa a ser de 7,5% a.a.

O maior crescimento se faz com uma redução de 7,5% na participação do consumo privado no PIB, o que se compara com 5% no cenário básico. Em termos absolutos, contudo, seu valor em 1991 seria 3% maior. O consumo privado no modelo, sendo residualmente determinado, acomoda a maior participação do governo.

A taxa de investimento e, portanto, o produto potencial crescem relativamente pouco, levando a uma rápida queda no hiato do produto.

O resultado mais notável é a brusca queda nas transferências reais para o exterior, que agora representam apenas 2% do PIB em 1991, o que se compara com 6,3% no cenário básico.

Como se pode ver na Tabela 6, este resultado reflete sobretudo a forte expansão das importações induzida pelo maior crescimento da economia, já que os efeitos sobre as exportações são praticamente negligenciáveis. Em consequência, a balança comercial em 1991 é cerca de US\$ 3 bilhões menor do que no cenário básico.

O saldo de transações correntes é superavitário e crescente a partir de 1989, atingindo US\$ 1,5 bilhão em 1991. Dada a contribuição do investimento estrangeiro e as necessidades de acumulação de reservas, isto implica necessidades líquidas de recursos novos negativas já a partir de 1989, ou seja, o Brasil já poderia começar a resgatar a dívida externa a partir desse ano.

É importante notar, contudo, que a dívida externa agora permanece praticamente constante em termos nominais, enquanto que no cenário básico ela se reduzia em cerca de US\$ 9 bilhões entre 1988 e 1991. A drenagem de recursos externos é, portanto, significativamente menor.

As implicações de maiores gastos do governo e uma menor drenagem de recursos externos para as contas do setor público podem ser vistas na Tabela 7. A inviabilidade dessa estratégia aparece na trajetória da relação dívida interna/PIB, que é claramente explosiva: sendo 8,2% em 1987, atinge 20% em 1991. A explicação básica está, naturalmente, no próprio crescimento acelerado dos gastos do governo, que, em relação ao PIB, atinge 15,3% em 1991, contra 12,4% no cenário básico. Em consequência, já a partir de 1989 aparecem déficits não-financeiros ou primários de magnitudes expressivas (aproximadamente 2% do PIB em 1991) nas contas do governo e, em relação ao cenário básico, apesar de os déficits financeiros permanecerem na mesma ordem de grandeza, o déficit global em relação ao PIB quase dobra.

Mais claramente, a inviabilidade dessa estratégia aparece nas contas de financiamento, que mostram, mesmo com uma drenagem externa de recursos significativamente menor (em termos do PIB, não mais do que 0,2%), uma necessidade de colocação líquida de títulos junto ao setor privado aumentando explosivamente. Assim, partindo de valores da ordem de 1,4% do PIB em 1988, ela cresce até atingir 5,4% em 1991. A necessidade de aumentar o endividamento nessa ordem de grandeza caracteriza, claramente, uma deterioração insustentável das contas do setor público. A pressão que isto colocaria sobre os mercados financeiros domésticos, juntamente com os riscos implícitos de uma moratória da dívida interna, certamente levaria a uma crise de credibilidade de conseqüências imprevisíveis. Algumas implicações e alternativas de política econômica são discutidas na próxima seção, onde são apresentados o resumo e as conclusões do artigo.

## 5 — Resumo e conclusões

Este artigo, através de simulações feitas com um modelo econométrico, fornece elementos para uma avaliação dos *trade-offs* entre capacidade de endividamento externo, desequilíbrio financeiro do setor público e potencial de crescimento da economia brasileira nos próximos quatro anos.

O requisito básico para que se possa retomar o patamar histórico de crescimento da economia brasileira e, dessa forma, possibilitar alívio para os problemas de desemprego e pobreza é a recuperação das taxas de poupança. Uma retrospectiva histórica mostra que a redução na contribuição da poupança externa com a crise da dívida veio acompanhada de quedas substanciais na taxa de poupança doméstica. A capacidade de poupança do setor público, sobretudo, foi totalmente corroída pelo processo de ajustamento externo. O duplo problema de transferências que se colocou para a economia brasileira na atual década de 80 foi equacionado precariamente na medida em que a capacidade de transferir recursos para o exterior foi feita sem solucionar — na verdade, agravando — o problema de transferir recursos do setor público para o setor privado.

Através de um modelo econométrico que explicita as inter-relações entre déficits e dívidas, internas e externas, foram feitas simulações de duas alternativas básicas de política fiscal para a economia brasileira. Os resultados não permitem conclusões otimistas. Pelo contrário, mostram que a economia brasileira defronta-se, nos dias que correm, com severos dilemas para a escolha entre os objetivos de crescimento, balanço de pagamentos e inflação, muito embora, na análise das projeções, esse último personagem só apareça nos bastidores.

Mais especificamente, os resultados mostram que o financiamento do setor público constitui a restrição básica da economia brasileira. Nesse sentido, as simulações do cenário alternativo mostram que a sustentação

do crescimento baseado em políticas fiscais expansionistas, embora seja viável em termos das necessidades de financiamento externo *stricto sensu* — isto é, o endividamento externo líquido pode ser reduzido —, é totalmente inviável em termos das finanças do setor público: a trajetória da dívida interna/PIB torna-se claramente explosiva. Por sua vez, a simulação do cenário básico mostra que o pagamento da dívida externa, mesmo com taxas de crescimento medíocres em termos das demandas sociais e políticas, levaria a uma situação de finanças do setor público, no mínimo, preocupante — a relação dívida interna/PIB situa-se em níveis dificilmente sustentáveis.

Na agenda da política econômica, a questão fiscal tem, portanto, prioridade absoluta. A questão do financiamento externo aparece, logo em seguida, como o segundo item da agenda. Com base nas análises feitas nesse trabalho, vale a pena discutir algumas alternativas e/ou propostas feitas nos dois sentidos.

A primeira, praticamente consensual, é a necessidade de ampla reforma fiscal que possibilite ao governo reduzir o déficit público e, dessa forma, aumentar de forma não inflacionária os recursos à sua disposição. A escolha entre corte de dispêndios e aumento de tributação é, contudo, extremamente controversa. Muito embora uma discussão produtiva nesse sentido requiera um nível bem mais detalhado de análise, logo de início, cabe questionar a postura de que qualquer corte de dispêndio é bem-vindo.

A análise histórica e as projeções feitas neste trabalho sugerem, ao contrário, que o corte do déficit via aumento da carga tributária líquida, ou seja, aumento de tributação e redução nas isenções fiscais e subsídios concedidos nas mais diferentes formas (crédito subsidiado para exportações, habitação, agricultura, tarifas e preços do setor público, etc.), é claramente mais recomendável. Por comparações históricas e internacionais é possível mostrar que a carga tributária bruta encontra-se em níveis relativamente baixos, o que responde por parte não desprezível do desequilíbrio financeiro do setor público.

Além disso, o Brasil enquadra-se, no que diz respeito à distribuição de rendimentos, entre as sociedades mais injustas do mundo atual. Nesse sentido, existe espaço para a tributação direta e indireta, sendo que a retirada de subsídios e incentivos constituirá certamente um dos mecanismos mais eficazes e efetivos para se reduzir as desigualdades na distribuição de rendimentos entre capital e trabalho.

A questão crucial é como aumentar a carga tributária líquida sem reduzir a competitividade internacional da economia, sem desestimular os investimentos privados e, sobretudo, sem inibir os influxos de recursos externos. Uma desvalorização real da taxa de câmbio, acompanhada de liberalização compensatória das importações, é uma solução que praticamente se impõe nesse sentido, ou seja, dar à taxa de câmbio o papel alocativo que é hoje desempenhado deficientemente pela selva de subsídios e incentivos.

A redução significativa do déficit público requer a retirada de subsídios concedidos às exportações diretamente e/ou via tarifas e preços de bens produzidos/supridos pelo setor público. A desvalorização cambial é, portanto, necessária para compensar os efeitos que a retirada desses subsídios e o aumento desses preços teriam sobre a competitividade dos setores produtores de bens exportáveis e importáveis. A liberalização das importações é fundamental para que não haja redução nas importações, com efeitos deletérios tanto para a formação de capital e a incorporação de progresso técnico como para o dispêndio líquido com divisas do governo. Os efeitos adversos que poderiam ocorrer com a receita de tarifas de importações não chega a ser um fator expressivo, sobretudo tendo-se em conta as isenções tarifárias e o montante de importações do próprio setor público.

Por outro lado, esse processo de desvalorização *cum* unificação cambial — menores diferenças entre as taxas de câmbio, inclusive subsídios e tarifas, para os diversos setores da economia — cria incentivos mais transparentes para a realocação dos recursos da economia nos setores *tradables*, propiciando, simultaneamente, estímulos à retomada dos investimentos privados e à maior abertura internacional.

É importante advertir que maior abertura da economia não significa maiores saldos comerciais. O que se pretende é aumentar a participação das exportações no produto e o coeficiente de importações, e não transferir mais recursos para o exterior, o que nos remete à questão do financiamento externo.<sup>11</sup>

Como é sabido, aumentar a contribuição da poupança externa significa reduzir os saldos de transações em bens e serviços com o exterior. Para tanto, é preciso atrair recursos externos — moedas conversíveis — na forma de investimentos diretos ou de novos empréstimos externos. O problema para a captação desses recursos é o risco cambial do cruzado, que deprime a rentabilidade esperada dos ativos brasileiros e que se reflete, por exemplo, nas taxas de deságio dos títulos da dívida externa brasileira nos mercados secundários. A desvalorização cambial reduziria esse risco, aumentando a rentabilidade esperada dos ativos brasileiros e, nessa medida, atraindo novos recursos externos.

Nessa perspectiva, é importante frisar que, tal como regulamentada, a legalização para operações de conversão da dívida externa em capital de risco (nem se fale na conversão de dívida em exportações) é francamente condenável, pois significa oficializar uma taxa de câmbio privilegiada para investimentos diretos feitos através da compra de títulos da dívida externa nos bancos credores, sem aportar, portanto, divisas para a economia. O resgate desses títulos pelas autoridades monetárias, contudo, aumenta significativamente a dívida interna e/ou a base monetária.

<sup>11</sup> Para um tratamento mais rigoroso dessas proposições e de suas implicações veja-se referências da nota 5.

A desvalorização cambial, inexistindo o mecanismo legal de conversão, certamente atrairia os investimentos estrangeiros que se fazem agora via mercados secundários.<sup>12</sup> Naturalmente, estas medidas teriam que ser acompanhadas de maior liberalismo e incentivos para a atração de capital estrangeiro, sobretudo em setores ou áreas onde suas vantagens e benefícios são inquestionáveis, como é o caso dos setores de tecnologia de ponta, como na informática, e pouco competitivos, como no setor bancário.

A sugestão de desvalorização cambial em um contexto pré-hiperinflacionário pode parecer descabida. Note-se, primeiro, que a sugestão é, em grande parte, a mera substituição de tarifas e quotas de importação, subsídios fiscais, creditícios e tarifários por taxa de câmbio, minimizando, portanto, possíveis impactos inflacionários via custos. Por outro lado, como já se enfatizou, não se pretende maiores saldos comerciais, o que implica que não há por que se esperar maiores pressões de demanda na economia. Além disso, na medida em que a desvalorização cambial *cum* liberalização efetivamente permita uma redução do déficit fiscal, as necessidades de financiamento do setor público serão menores, possibilitando, portanto, o controle monetário. Por fim, a desvalorização cambial não tem aqui um caráter emergencial e, nesse sentido, pode ser implementada a médio prazo.

No que concerne à entrada de novos recursos na forma de empréstimos externos, é difícil, nas condições atuais, esperar qualquer contribuição voluntária dos bancos privados. Tudo irá depender das concessões obtidas na mesa de negociação. Nesse sentido, a estratégia de renegociação com os credores privados deveria se basear, entre outros, no princípio de que, diante do quadro em que se encontra a economia brasileira, o principal não pode nem deve ser pago. Outro princípio básico é o de subordinação, ou seja, a introdução de cláusulas que permitam dar prioridade para o serviço de novos empréstimos, tornando dessa forma subordinada a dívida velha. Naturalmente, isto requereria uma postura mais dura das autoridades brasileiras com os bancos privados.

À guisa de conclusão, poderíamos dizer que a questão fiscal tem primazia sobre a do financiamento externo. Grande parte de sua explicação encontra-se, contudo, nos problemas de competitividade internacional dos setores público e *privado* da economia. Devido a isto, o ajustamento fiscal passa por um ajuste cambial.

Na questão do financiamento externo, a estratégia deve mostrar duas faces: de um lado, um endurecimento na mesa de negociações com os banqueiros privados, procurando reduzir a drenagem de recursos reais; e, de outro, um maior liberalismo e incentivos — sobretudo via taxa de câmbio — para a atração de capital estrangeiro.

<sup>12</sup> *En passant*, deve ser notado que a perspectiva aqui adotada é um anátema não só à legalização da conversão, como também ao retorno dos títulos da dívida pública indexados à taxa de câmbio.

## Abstract

*In the early eighties, debt crisis and the growing public deficits led to significant reductions in investment and saving rates of the Brazilian economy. To evaluate present trade-offs between growth, external debt and government financial disequilibrium two simulations are made with an econometric model. The first shows that paying the external debt implies slow growth and a persistent public finance disequilibrium. The other shows that growth sustained by government expenditures implies unsustainable public finance disequilibrium. Public sector financial constraints, however, are intrinsically related to external constraints and as a solution exchange rate adjustments are recommended.*

## Bibliografia

- ARDEO, V. L. *O terceiro choque do petróleo: uma análise comparativa usando os modelos do INPES*. Rio de Janeiro, IPEA/INPES, out. 1986 (Texto para Discussão, Grupo de Energia, 38).
- ARIDA, P. O déficit público: um modelo simples. *Revista de Economia Política*, São Paulo, 5 (4):67-76, out./dez. 1985.
- BONTEMPO, H. C. Transferências externas e financiamento do governo federal e autoridades monetárias. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro, 18 (1):101-30, abr. 1988.
- BRAGA, C. A. P., WELCH, J. H., e ANDRÉ, P. de T. A. de. O desequilíbrio do setor público brasileiro: cenários alternativos. *Revista de Economia Política*, São Paulo, 7 (3):5-17, jul./set. 1987.
- BUIJTER, W. H. A guide to the public sector debt and deficits. *Economic Policy*, 1:13-79, 1985.
- CARDOSO, E. A. *O processo inflacionário no Brasil e suas relações com o déficit e a dívida do setor público*. Ago. 1987, mimeo.
- CARDOSO, E. A., e REIS, E. J. Deficits, dívidas e inflação no Brasil. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro, 16 (3):575-98, dez. 1986.
- COHEN, D. *External and domestic debt constraints of LDCs: a theory with a numerical application to Brazil and Mexico*. Paris, Cpremap, 1987, mimeo.
- . The management to the developing countries debt: guidelines and applications to Brazil. *The World Bank Economic Review*, Washington, D. C., 2:77-104, 1988.
- COSTA, M. H. A política fiscal na economia brasileira. *Conjuntura Econômica*, Rio de Janeiro, 39 (2):109-16, fev. 1985.

- DALL'ACQUA, F. M., e PEREIRA, L. C. B. A composição financeira do déficit público. *Revista de Economia Política*, São Paulo, 7 (2) :54-65, abr./jun. 1987.
- DOELLINGER, C. VOI, e BONELLI, R. O problema do financiamento. In: IPEA/INPES. *Perspectivas da economia brasileira — 1987*. Rio de Janeiro, 1987.
- EISNER, R. Wich budget deficit? Some issues of measurement and their implications. *American Economic Review*, Nashville, 74 (2) :138-43, maio 1984.
- EISNER, R., e PIEPER, P. A new view of the federal debt and budget deficits. *American Economic Review*, Nashville, 74 (1) :11-29, mar. 1984.
- FISHER, S. Issues in medium-term economic adjustment. *Research Observer*, 1:163-82, 1986.
- FRAGA NETO, A., e RESENDE, A. L. Déficit, dívida e ajustamento: uma nota sobre o caso brasileiro. *Revista de Economia Política*, São Paulo, 5 (4) : 57-66, out./dez. 1985.
- GERSOVITZ, M. *Savings and development*. Princeton, Princeton University, 1987 (Research Program in Development Studies, Discussion Paper, 131).
- IPEA/INPES. *Perspectivas de longo prazo da economia brasileira*. Rio de Janeiro, 1985.
- JUMP, G. V. Interest rates, inflation expectations, and spurious elements in measured real income and saving. *American Economic Review*, Nashville, 70 (5) :990-1.004, dez. 1980.
- LERDA, J. C. *A dinâmica da dívida pública: de Domar-Lerner a Tobin-Simonsen*. Brasília, UnB/Departamento de Economia, 1986 (Trabalho para Discussão Interna).
- LONGO, C. A. Dívida e inflação. *Revista de Economia Política*, São Paulo, 6 (2) :132-3, abr./jun. 1986.
- MOREIRA, R. M. A determinação da taxa de juros em uma economia financeira aberta. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, 11 (3) :5-32, jan./mar. 1985.
- OLIVEIRA, J. C. *Déficits dos orçamentos do governo no Brasil: conceitos e problemas de mensuração*. Brasília, Secretaria de Planejamento da Presidência da República, maio 1987, mimeo.
- PINHEIRO, A. C., e MATESCO, V. *Investimento em capital fixo na economia brasileira: estimativas trimestrais para o período 1975/1987*. Rio de Janeiro, IPEA/INPES, mar. 1988 (Texto para Discussão Interna, 135).

- RAMALHO, V. *Caráter "financeiro" do déficit público: apreciação de um diagnóstico*. Rio de Janeiro, FGV/Ibre/Cemei, out. 1986.
- RIOS, S. M. C. P. Exportações brasileiras de produtos manufaturados: uma avaliação econométrica para o período 1964/84. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro, 17 (2) :299-332, ago. 1987.
- RIOS, S. M. C. P., BONELLI, R., e REIS, E. J. *Estimação e resultados do MOPSE — modelo para projeções do setor externo*. Rio de Janeiro, IPEA/INPES, mar. 1988 (Texto para Discussão Interna, 134).
- ROSSI, J. W. Notas sobre o conceito apropriado de *deficit* público real. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro, 15 (3) :567-74, dez. 1985.
- . A dívida pública no Brasil e a aritmética da instabilidade. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro, 17 (2) :369-80, ago. 1987.
- SACHS, J. *Theoretical issues in international borrowing*. Princeton, Princeton University, 1981 (Princeton Studies in International Finance, 51).
- . External debts and macroeconomic performance in Latin America and East Asia. *Brookings Papers on Economic Activity*, Washington, (2) :523-73, 1985.
- . Managing the LDC debt crisis. *Brookings Papers on Economic Activity*, Washington, (2) :397-431, 1986.
- SEPLAN/PR. *1 Plano Nacional de Desenvolvimento da Nova República*. Brasília, 1985.
- SIEGEL, J. J. Inflation-induced distortions in government and private savings statistics. *Review of Economic and Statistics*, Cambridge, Mass., 61 (1) :83-90, fev. 1979.
- SILVA, M. T. da. A crise financeira do setor público no Brasil e a reforma tributária. *Revista de Finanças Públicas*, Rio de Janeiro, 46 (366) :3-32, abr./jun. 1986.
- WERNECK, R. L. F. Poupança estatal, dívida externa e crise financeira do setor público. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro, 16 (3) :551-74, dez. 1986.
- . *Empresas estatais e política macroeconômica*. Rio de Janeiro, Campus, 1987.

(Originais recebidos em junho de 1988.)