

POLÍTICA ECONÔMICA

Crise fiscal e hiperinflação

*Gentil Corazza**

Introdução

O descongelamento total dos preços, no mês de junho, e a reindexação generalizada da economia, em julho, através do BTN fiscal e cambial são as medidas que marcam o fim do Plano Verão e o retorno à política econômica "feijão-com-arroz". Inclui-se também nessas medidas a reindexação dos salários, mediante a nova lei salarial proposta e aprovada pelo Congresso Nacional. As taxas de inflação dos meses de junho e julho, embora se inscrevam num processo inflacionário movido por causas estruturais, explicam-se pelas decisões, primeiro, de descongelar os preços, dando vazão às tensões acumuladas nos meses anteriores, o que se refletiu na abrupta aceleração da inflação de maio (9,9%) para junho (24,8%), e, depois, de reintroduzir a indexação, que seguiu, de certa forma, a taxa de inflação de julho (28,76%).

Se é verdade, no entanto, que a política econômica volta a ser o que foi ao longo de 1988, o cenário da economia não é mais o mesmo do ano passado, pois a crise do setor público é mais aguda, reduzindo-se o espaço da política econômica, com o correlato desgaste de seus instrumentos de política monetária e fiscal. Como consequência, aumentaram a instabilidade e as incertezas dos agentes econômicos em relação ao futuro, alargando-se, assim, o caminho que leva à hiperinflação. Esta não é uma fatalidade, mas coloca-se sempre como uma possibilidade real que resulta, nas circunstâncias atuais, da falência do setor público.

É indiscutível que a crise da economia se transformou também numa crise da política econômica. Esta, após o fracasso do Plano Verão, se restringe à tentativa de controle da liquidez monetária — tarefa recorrentemente frustrada pelo movimento especulativo da massa de recursos financeiros em busca de valorização nos diversos mercados — e a paliativos cortes de gastos correntes face ao crescente aumento dos gastos financeiros, decorrentes das dívidas interna e externa, sob responsabilidade governamental.

Acrescente-se a isso a queda da receita tributária no semestre, a defasagem dos preços e tarifas das empresas estatais e a dificuldade de

* Economista da FEE e Professor da UFRGS.

redução da gama de incentivos e subsídios fiscais para se ter uma idéia da crise fiscal e dos seus efeitos sobre os agentes econômicos. Face a esse quadro agravado e potencialmente explosivo das contas públicas, a política "feijão-com-arroz", que já se mostrou ineficaz no ano passado, pode ser agora totalmente inútil. É esse o cenário que alimenta as expectativas em torno da hiperinflação.

Liquidez da economia e política monetária

Dados recentes apontam um volume aproximado a US\$ 100 bilhões que giram, no curto prazo, nos diversos mercados, metade dos quais no "overnight". Somente no período de junho de 1988 a julho de 1989, esses recursos do "over" tiveram um aumento real de 40,9%.

Essa liquidez crescente e especulativa coloca sérias dificuldades ao manejo da política monetária, tornando-a impotente para exercer algum tipo de controle sobre a economia. Os seus instrumentos convencionais, como os depósitos compulsórios, o controle do crédito e a colocação de títulos públicos, tornam-se ineficazes face à complexidade dos mecanismos monetários e financeiros ligados à dívida pública interna e à externa. A necessidade de gerar saldos no balanço de pagamentos para pagar os juros externos devidos pelo Governo tem efeitos monetários expansionistas internos, os quais tendem a ser absorvidos pela colocação de títulos públicos de alta liquidez, uma vez que se constituem em moeda alternativa de aceitação mais ampla que a própria moeda oficial, pois são protegidos contra a inflação pela correção monetária e cambial a que estão indexados.

O elevado nível de descrédito da sociedade em relação ao Governo traduz-se numa rejeição à própria moeda. Essa rejeição, aliada ao "nó monetário-financeiro" das dívidas pública externa e interna, reduz os efeitos esperados da política monetária, como aconteceu nos primeiros meses do Plano Verão. Como se recorda, a política de juros elevados praticada nesse período visava impedir que a massa de recursos financeiros existentes na economia se traduzisse num aumento da demanda especulativa em ativos reais ou em consumo. Os efeitos, no entanto, foram contrários aos que se pretendia, pois a falta de confiança no Plano, o efeito-renda produzido pelos altos juros e a perspectiva de descongelamento não só estimularam uma antecipação do consumo, como desencadearam também um forte movimento especulativo em ativos reais.

Da mesma forma, uma análise dos dados relativos ao comportamento da base monetária no primeiro semestre do ano indica ser ela influenciada

muito mais por uma gama de fatores ligados às operações externas da economia ou à dívida interna do que pelas decisões autônomas das autoridades monetárias.

Tabela 1

Variação percentual da base monetária e do
INPC no Brasil — 1988/89

ANOS E MESES	BASE MONETÁRIA (1)			INPC		
	No Mês	No Trimestre	No Ano	No Mês	No Trimestre	No Ano
1988						
Dez.	51,7	-	567,6	28,4	-	993,3
1989						
Jan.	27,0	-	27,0	35,5	-	35,5
Fev.	26,6	-	60,8	16,4	-	57,6
Mar.	12,7	81,2	81,2	5,9	65,7	65,7
Abr.	17,8	-	113,5	8,1	-	79,0
Mai	23,3	-	163,2	16,7	-	108,9
Jun.	18,5	72,2	211,9	29,4	63,1	170,3

FONTE: Banco Central do Brasil.

IBGE.

(1) A base monetária é feita pela média dos saldos diários.

Os dados da Tabela 1 indicam uma acentuada expansão da base monetária nos primeiros seis meses de 1989, chegando a um percentual nominal de 211,9% para uma inflação de 170,3% no período. Ela foi, contudo, maior no primeiro trimestre (81,2% contra uma inflação de 65,7%) do que no segundo (72,2% em relação à inflação de 63,1%). No entanto constata-se um vigoroso crescimento da mesma nos meses de fevereiro, março, abril e maio, chegando a um percentual nominal de 108% para uma inflação de 56%. Recorde-se que esses índices elevados de expansão monetária foram acompanhados por taxas de juros reais elevadas, especialmente nos 90 dias que se seguiram ao início do Plano Verão.

A expansão de moeda num período de congelamento de preços pode ser entendida como uma remonetização da economia. Os encaixes reais de moeda nessas circunstâncias tenderiam a aumentar devido ao menor custo de

reter moeda, determinado pela baixa inflação. No caso presente, entretanto, os juros elevados e a baixa credibilidade do Plano Verão determinaram que a expansão da base monetária fosse acompanhada por um aumento da demanda nominal de moeda, quer para aplicações financeiras, quer para antecipação do consumo.

Nos meses de janeiro, fevereiro e março, o principal fator responsável pelo aumento da base monetária foram as operações com o setor externo, causando um impacto líquido da ordem de NCz\$ 5.021,4 bilhões. Em menor proporção, contribuíram o aumento dos depósitos à vista após o Plano Verão e os recursos destinados à liquidação do BRDE. Entre os fatores contracionistas, destacaram-se, no período, por ordem de importância, a captação líquida de recursos mediante a colocação de títulos, os depósitos vinculados ao SBPE e o pequeno "superavit", em fevereiro, na execução financeira do Tesouro Nacional, devido, principalmente, ao adiamento da folha de salários do funcionalismo e da não-liberação de recursos do orçamento das operações oficiais de crédito em virtude da demora do Congresso em aprovar a programação orçamentária.

Já nos meses de abril e maio, ao contrário do que ocorreu no primeiro trimestre, a expansão da base monetária pode ser explicada pelo forte movimento de resgate nas operações com títulos federais, pela redução das disponibilidades do Tesouro Nacional junto ao Banco Central e pelos saques do SBPE. Pelo lado contracionista, atuaram especialmente as operações do setor externo.

Contrariando a tendência expansiva dos primeiros cinco meses, em junho houve uma sensível redução real da base monetária, uma vez confrontado seu aumento nominal de 18,5% com a variação de 29,4% do INPC. Esse resultado decorreu, principalmente, da contração das reservas cambiais, dos aumentos relativos aos depósitos de projetos para pagamento do serviço da dívida externa com aval do Tesouro Nacional, aos depósitos registrados em moeda estrangeira e ao volume recorde das remessas de lucros e dividendos que, nos cinco primeiros meses do ano, somaram US\$ 1.213 milhões. Note-se que o aumento destes dois últimos fatores de contração da base monetária, relativos à aquisição de moeda estrangeira, aconteceu justamente no período que antecedeu a desvalorização cambial de 11,98%, praticada em 30.06.89. Contribuiu, igualmente, para a contração da base monetária, também no mês de junho, o fato de o Tesouro ter financiado seus gastos sobretudo através da transferência de recursos oriundos do resultado do Banco Central, da ordem de NCz\$ 4,0 bilhões. Como fato expansionista, atuou o saldo maior dos saques sobre os depósitos do SBPE.

Pode-se visualizar com mais clareza o resultado dos fatores condicionantes da base monetária no primeiro semestre a partir da Tabela 2.

Tabela 2

Fatores condicionantes da base monetária
no Brasil — jan.-jun./89

DISCRIMINAÇÃO	FLUXOS DE MOEDA		PARTICIPAÇÃO PERCENTUAL
	JAN/JUN (NCz\$ 1 000) (1)		
Operações do BACEN com títulos federais	3 670 981	56	
Recursos do Tesouro Nacional	1 786 444	27	
Assistência financeira de liquidez	716 622	11	
Operações com micro e pequenas empresas	-132 405	-2	
Depósitos vinculados ao SBPE	163 446	2	
Compulsórios	227 352	3	
Voluntários	-63 906	-1	
Operações do setor externo	413 121	6	
Outras contas	-117 528	-2	
Base monetária	6 500 681	100	
Papel-moeda em circulação	3 171 025	49	
Reservas bancárias	3 329 656	51	

FONTE: Banco Central do Brasil.

(1) Os valores positivos indicam efeito expansionista, e os negativos, efeito contracionista da base monetária.

Na Tabela 2, ressalta que 56% do aumento de dinheiro na economia foi provocado pelo resgate de títulos federais, ou seja, o Governo recomprou sua dívida. O segundo fator de aumento foram os recursos repassados pelo Banco Central para atender necessidades do Tesouro Nacional (27%). Em menor proporção, contribuíram os gastos para a assistência financeira à liquidez (11%) e as operações do setor externo (6%).

Fica claro, pela análise desses dados, que a política monetária opera com um raio de manobra muito exíguo, em face dos constrangimentos a ela impostos pelos fatores relacionados às dívidas públicas interna e externa. A liquidez da economia não expressa tanto o descontrole da emissão, mas, principalmente, o movimento dos detentores de riqueza para transformá-la em dinheiro. Nesse sentido, é sintomático e preocupante o fato de o Governo ter resgatado NCz\$ 3,6 trilhões de sua dívida. A dificuldade em continuar rolando essa dívida pela colocação de títulos pode estar indicando que a crise fiscal esteja se aproximando de seu limite crítico e abrindo o caminho da hiperinflação.

Dívida pública e crise fiscal

Em fins de junho último, a dívida mobiliária federal atingiu o montante de NCz\$ 175,9 bilhões. O aspecto dessa dívida que mais preocupa, no entanto, não é o seu tamanho, mas as peculiaridades do seu refinanciamento diário no mercado de curto prazo e sua imbricação com a política monetária, uma vez que seus títulos possuem alta liquidez.

No primeiro semestre do corrente ano, a questão do refinanciamento dos títulos da dívida pública emitiu alguns sinais de alerta, embora seja ainda difícil avaliar com clareza a situação, devido à falta de informações e análises a respeito. Em todo caso, é possível fazer algumas considerações sobre três fatores relacionados ao assunto.

O primeiro diz respeito às dificuldades enfrentadas na colocação dos títulos cambiais (BTN cambial). O Governo teve que cancelar o primeiro leilão desses papéis, em virtude das grandes disparidades dos preços propostas para pagamento dos títulos e do pequeno interesse revelado pelos bancos e exportadores por um papel que não poderia ser utilizado como lastro no "over".

O segundo está relacionado ao resgate líquido de títulos praticados pelo Banco Central, no montante de NCz\$ 3,6 bilhões. A importância do fato não está tanto no valor resgatado, mas nas razões que o explicam. Ou seja, por que as autoridades econômicas trocam dívida por emissão de moeda, uma vez que não dispõem de receitas fiscais para tanto? Estariam aumentando as dificuldades para a rolagem dos títulos? Recorde-se que essa foi a principal causa da expansão da base monetária no semestre (56%), como se demonstrou no item anterior.

Esse fato mostra o impasse a que pode conduzir a dívida pública. Seu refinanciamento no curtíssimo prazo, ao se tornar cada vez mais crítico, torna-se também mais custoso e tende a absorver uma parcela cada vez maior das receitas governamentais através dos altos juros. Por outro lado, na impossibilidade de continuar rolando papéis, o Governo vê-se forçado a emitir, com todas as suas conseqüências sobre o nível de preços numa fase recessiva da produção, como a que atravessa a economia brasileira atualmente.

Finalmente, o terceiro fato, estritamente vinculado ao segundo, refere-se às inquietações manifestadas pelas lideranças empresariais do País em relação às possibilidades e aos riscos de o Governo não poder continuar honrando os títulos da dívida. Esse temor foi registrado em documento assinado por 80 dos mais representativos empresários do País no mês de junho e entregue ao Congresso Nacional. Nele a classe empresarial exige, expressamente, o compromisso e a garantia de que seus créditos junto ao Tesouro Nacional serão honrados pelo atual e pelo futuro Governo.

Essa preocupação empresarial, além de apontar os riscos efetivos de um impasse nas contas públicas, dado que a dívida pública compromete não apenas a receita fiscal atual, mas também a dos próximos anos, não deixa, por outro lado, de mostrar a contradição contida no endividamento público. Com efeito, a causa fundamental da dívida pública reside na crise econômica, cujo ônus foi assumido integralmente pelo setor público. O setor privado ajustou-se agilmente, transferindo ao Governo sua dívida externa e recebendo internamente uma série de benefícios fiscais, além de preços e tarifas subsidiadas. A aludida eficiência do setor privado e a ineficiência do setor público certamente escondem uma outra história não revelada.

Ironicamente, a fragilização financeira do setor público representa hoje uma ameaça ao próprio setor privado, pois toda essa riqueza financeira acumulada na última década poderá desvalorizar-se de um momento para outro. É nessa possibilidade que reside o temor da classe empresarial.

Os dados da dívida mobiliária analisados até aqui não expressam, no entanto, toda a dimensão da crise fiscal. Esta é muito mais ampla, como se pode observar na Tabela 3 elaborada por Lizardo (1989, p. B-2), a partir de dados do Banco Central.

Tabela 3

Dívida global líquida do setor público no Brasil — 1982-1987

DISCRIMINAÇÃO	(% do PIB)			
	1982	1985	1986	1987
Total geral	44,0	88,0	57,0	94,0
Dívida interna	20,0	36,0	23,0	42,0
Dívida externa	24,0	52,0	34,0	52,0
Governo Federal e Banco Central	12,0	31,0	23,0	48,0
Dívida interna	4,0	12,0	8,0	18,0
Dívida externa	8,0	19,0	15,0	30,0
Estados e municípios	7,0	12,0	8,0	12,0
Dívida interna	6,0	8,0	5,0	9,0
Dívida externa	1,0	4,0	3,0	3,0
Estatais e autarquias	25,0	45,0	26,0	34,0
Dívida interna	10,0	15,0	10,0	14,0
Dívida externa	15,0	30,0	16,0	20,0

FONTE: BRASIL PROGRAMA ECONÔMICO (1987). Brasília, BACEN, v. 15, jun.

BRASIL PROGRAMA ECONÔMICO (1988). Brasília, BACEN, v. 16, mar.

A Tabela 3 fala por si mesma. Em apenas cinco anos, a dívida global líquida interna e externa do setor público, em relação ao PIB, passa de 44% (1982) para 94% (1987), ou seja, o setor público deve a quase-totalidade do PIB. Essa dívida representa as responsabilidades financeiras do setor público não financeiro nos três níveis de governo e do Banco Central junto ao mercado de crédito internacional ou junto ao sistema bancário privado nacional, fornecedores, empreiteiras e emissão de títulos públicos.

Fica patente, pelos dados acima, que, sem o equacionamento dessas dívidas, o setor público dificilmente terá condições de liderar um novo processo de desenvolvimento nacional, como fez no período de 1930 a 1980. Essa impossibilidade projeta incerteza e instabilidade sobre toda economia.

Da mesma forma, pareceu de pouca significação o desempenho positivo de alguns indicadores das contas fiscais da União no curto prazo, como os apresentados no decorrer do primeiro semestre de 1989, quando confrontados ao peso dos efeitos negativos oriundos dos estoques da dívida pública.

Com efeito, a execução financeira da União apresentou, no período de janeiro a junho, um "deficit" operacional acumulado de NCz\$ 7,9 bilhões. Embora esse valor represente uma redução real de 34% em relação ao mesmo período de 1988, o importante a destacar é que nada menos que 71% do mesmo foi provocado pelo pagamento dos encargos financeiros da dívida mobiliária federal, os quais somaram NCz\$ 5,6 bilhões, representando um crescimento real de 40,3% em relação a igual período de 1988. Ou seja, se excluídos os encargos financeiros, o orçamento fiscal é superavitário em NCz\$ 574,0 milhões. Constata-se, igualmente, na análise das contas públicas do primeiro semestre, que a receita fiscal teve uma queda real de 5,1%, se comparada com igual período de 1988, sendo também acompanhada por uma queda real de 9,0% das despesas com pessoal e encargos sociais. Esses dados permitem chegar a uma conclusão, já por demais conhecida a respeito da crise fiscal e do significado da dívida pública: para fazer face ao encurtamento das receitas e ao voraz crescimento dos encargos financeiros da dívida pública processa-se um corte nas despesas correntes, com todas as conseqüências negativas que esse fato produz sobre o volume e a qualidade dos serviços públicos prestados à sociedade.

A falência do setor público é o caminho para a hiperinflação. Face a isso, como diz Antônio Kandir: "Não há mais espaço para soluções parciais. Foi-se o tempo em que havia alternativas diferenciadas para resolver a crise das finanças públicas" (Kandir, 1989, p. 5). Para ele, é necessário atacar simultaneamente a questão da dívida externa, reduzindo seu estoque e o montante de seus juros, a questão da dívida interna, jun-

tamente com a recuperação do nível das receitas e a questão dos gastos de pessoal e dos subsídios e incentivos fiscais. De nada resolverá uma solução parcial baseada em apenas um desses itens, dada a dimensão do "superavit" fiscal necessário para a recuperação do setor público e de sua capacidade de investimento. As estimativas feitas pelo Professor Kandir indicam que tal "superavit" seria da ordem de 9,23% do PIB, ou seja, um volume de recursos equivalente ao atual nível da receita líquida da União. Tal montante só pode ser conseguido se realmente forem atacadas ao mesmo tempo todas as causas que provocaram a falência do setor público: as dívidas externa e interna, a queda da receita, a indisciplina do gasto e os incentivos e subsídios fiscais.

A hiperinflação como alternativa?

Face a esse quadro conjuntural extremamente volátil e explosivo, decorrente de mais uma alternativa frustrada de estabilização e da incapacidade governamental em atuar sobre as causas estruturais da crise, reduziu-se sensivelmente o leque de alternativas reais para os gestores da economia neste segundo semestre do ano. No debate econômico atual, destacam-se quatro possibilidades: um novo choque antes das eleições presidenciais, um pacto social e político patrocinado pelo Congresso Nacional, a administração de uma inflação acelerada até a posse do novo presidente e, por último, a aceitação de um processo hiperinflacionário. Sobre elas se deseja tecer alguns comentários.

Parece distante a possibilidade de o Governo aventurar-se a aplicar mais choques na economia após o fracasso do Plano Verão, por não dispor da credibilidade mínima necessária a uma tal política. Um novo choque nas atuais circunstâncias envolve um alto risco e pode encurtar o caminho para a hiperinflação.

Da mesma forma, parece afastada a hipótese de que se consiga estabelecer uma política concertada por algum tipo de pacto social e político, patrocinado pelo Congresso Nacional. As dificuldades a superar nessa direção são tão grandes, que o tempo até as eleições não será suficiente para a sua efetivação.

Por outro lado, a possibilidade da hiperinflação está sempre colocada em virtude do agravamento crescente da crise do setor público e da percepção cada vez mais clara por parte dos agentes econômicos da incapacidade governamental de reverter as expectativas e incertezas sobre o futuro da economia. No entanto, paralelamente à possibilidade da hiperinflação, coloca-se a alternativa da convivência com níveis mensais crescentemente elevados de inflação, até a posse do novo presidente, sem

que a deterioração das condições provoque uma explosão do nível geral de preços, desorganizando as atividades econômicas.

O fator decisivo entre a possibilidade de acontecer uma hiperinflação e a de se poder administrar uma inflação acelerada reside na capacidade do BTN fiscal e cambial de sustentar a rolagem diária da imensa massa de recursos financeiros (aproximadamente US\$ 100 bilhões) que inundam o mercado. O BTN fiscal é o indexador oficial da economia e principal instrumento financeiro de que dispõe o Governo para a rolagem de seus títulos públicos. Com a aceleração inflacionária, aumentaram as necessidades de financiamento do setor público. A perda de confiança no BTN fiscal e cambial desencadeará uma onda especulativa em outros ativos financeiros ou reais. Isso significa a impossibilidade de o Governo continuar financiando seus "deficits" e com ela a possibilidade real da hiperinflação.