

Política monetária e nível de atividade no Nordeste: a evidência recente*

Jocildo Fernandes Bezerra **

Os planos de ajustamento macroeconômico normalmente não levam em conta o processo de ajustamento regional, embora se reconheça que esse último tipo de ajustamento é um fenômeno monetário que tem fortes implicações sobre a questão das desigualdades regionais. O objetivo deste artigo é mostrar que a política monetária praticada no Brasil, na primeira metade dos anos 80, influenciou fortemente o nível da atividade econômica na região nordestina, e que as implicações são observadas tanto a nível de setores da região como um todo, como a nível desses mesmos setores nos grandes centros urbanos.

1. Introdução; 2. O modelo de análise; 3. A política monetária na década de 80; 4. Os resultados; 5. Perspectivas para o futuro; 6. Conclusões.

1. Introdução

O Plano de Controle Macroeconômico (PCM) do Governo tem dois objetivos fundamentais: promover o crescimento da economia e gerar superávits na balança comercial. Um terceiro objetivo, que, embora importante, aparece no plano apenas como instrumento (PCM, p. ii), é a redução do déficit público.¹

A redução (ou eliminação) do déficit do setor público é um fenômeno compatível com o equilíbrio do setor externo, mas, em ausência do incentivo para investir, por parte do setor privado, não se concilia com o fenômeno do crescimento econômico. Este último, por sua vez, na medida em que requer elevação da demanda agregada, compromete o equilíbrio externo cuja precariedade

* Apresentado ao Seminário sobre Política Econômica Brasileira Atual: Implicações Regionais, realizado em Recife, PE, de 26 a 27 nov. 1987, pelo CME/CDE/Pimes e Inad. O autor agradece ao aluno de pós-graduação Romanul de Souza pela colaboração no tratamento das informações estatísticas.

** Professor e pesquisador do CME/CDE/Pimes do Departamento de Economia da Universidade Federal de Pernambuco e doutor em economia pelo Instituto de Pesquisas Econômicas da Universidade de São Paulo.

¹ Há outros objetivos, como o combate à inflação e a promoção de uma distribuição mais justa da renda nacional (PCM, p. 25-6), mas, conforme o próprio plano afirma, os principais objetivos são os dois citados.

já é, em si, um reflexo do excesso de demanda existente mesmo antes de iniciado o processo de crescimento.

A dificuldade de conciliar esses dois objetivos conduz, em geral, à opção por um deles. Em 1986, optou-se pelo crescimento. O País viveu dias de entusiasmo, o setor externo entrou em colapso e ele foi conduzido à moratória. Agora, há indicações cada vez mais fortes de que, como no início da década de 80, a alternativa é um processo recessivo em benefício dos superávits do balanço comercial.

Uma evidência a este respeito se traduz no recente retorno dos saldos comerciais ao patamar de um bilhão de dólares. É importante notar que esse resultado não decorre de uma política cambial expansionista, já que apenas para manter a paridade, com relação ao dólar, a moeda nacional deveria ter-se desvalorizado em 234,5%, no período de julho de 86 a julho de 87, enquanto a desvalorização, do mesmo período, foi de 232,5%. Este fato leva à segunda evidência, qual seja, a de que esses elevados saldos comerciais se fazem agora, como no passado recente, à custa do nível de atividade do mercado interno².

Estudos recentes da Fundação Getulio Vargas revelam, entre outros indicadores recessivos, que o nível de utilização da capacidade da indústria em julho deste ano (76%) era inferior ao observado em julho de 1985 (77%). Por outro lado, apurou-se que enquanto em 1986 o montante investido pelo setor industrial cresceu 5,1% em termos reais, a previsão para 1987 é de um decréscimo real de 8,7%. A sondagem conjuntural, realizada periodicamente pela mesma instituição, dá conta de que "para o terceiro trimestre de 87 prevalecem expectativas de expansão da indústria de transformação somente na região Nordeste". Nas demais regiões o clima dominante é de que haverá diminuição no nível de atividade econômica, principalmente no setor industrial (Fundação Getulio Vargas, set. 1987).

É claro que a diminuição das atividades nas outras regiões não tardará a se refletir sobre o Nordeste, visto que o dinamismo de uma região depende, em grande parte, do volume de seu comércio com as demais.

As informações descritas nos parágrafos anteriores mostram os sintomas de que a política econômica brasileira atual optou cada vez mais pelo equilíbrio externo e cada vez menos pelo crescimento interno. Até agora parece que o fator mais importante na determinação da queda do nível de atividade foi a diminuição dos salários reais, já que, de acordo com o Departamento Intersindical de Estatística e Estudos Sócio-Econômicos (Dieese), o rendimento real da PEA ocupada em São Paulo havia diminuído em cerca de 38% até julho deste ano, tomando 1985 como base. Note-se, no entanto, que se refletindo desfavoravelmente nas expectativas de realização de investimentos no ano em curso estão também a elevação das taxas de juros e a perspectiva de um controle rígido do déficit público.

É importante, neste contexto, levar em conta a questão das políticas de administração de demanda dentro do PCM, e aqui interessa, particularmente, uma visão da política monetária.

²A recente queda do valor do dólar no mercado financeiro internacional também tem influência positiva no resultado da balança comercial.

A este respeito, há dois pontos importantes a destacar. Primeiro, a formulação pouco precisa do papel da política monetária e, em segundo lugar, a completa ausência de menção ao processo de ajustamento regional. O primeiro ponto pode ser avaliado a partir de um acompanhamento das diversas oportunidades em que o PCM se refere à política monetária. Assim, por exemplo, em uma oportunidade (Ministério da Fazenda, 1987, p. 26) diz que deve ser praticada uma “política monetária adequada à estabilidade de preços”. Isto, no entanto, pode acontecer em duas circunstâncias diferentes: uma é quando se reconhece que a inflação tem origem autônoma e se deseja evitar que a moeda seja administrada de forma a validar essa inflação; a outra é quando se reconhece que a inflação tem um componente de demanda importante e se deseja praticar uma administração da moeda de caráter restritivo.

Em outro local do plano (Ministério da Fazenda, 1987, p. 28), diz-se que a política monetária deve “criar condições para a reativação dos investimentos privados”. Para reativar esses investimentos, a política deve ser expansionista a fim de que possa causar uma diferença entre a rentabilidade real do capital e o retorno exigido, desse mesmo capital, pelos possuidores de riqueza. Note-se que esse objetivo não é compatível com o anterior, qualquer que seja a origem de uma eventual instabilidade de preços. Finalmente, em uma terceira oportunidade (Ministério da Fazenda, 1987, p. 66), diz-se que o papel da política monetária é conferir ao sistema um grau de liquidez que garanta taxas reais de juro positivas “compatíveis com a geração de poupança interna”. Note-se, aqui, que, dependendo do modelo que o indivíduo tenha em mente, podem-se produzir resultados deveras interessantes. Em um caso, a elevação da taxa real de juro pode produzir um desequilíbrio crônico no mercado de bens e serviços, fazendo com que o volume de poupança seja sempre superior ao volume de investimento. Em outro caso, o resultado será ainda pior, porque se configura o contrário do objetivo desejado, ou seja, a capacidade de geração de poupança da economia é diminuída.

O segundo ponto destacado — isto é, a ausência de menção ao processo de ajustamento regional — não é uma característica particular do plano. Geralmente, o ajustamento regional não é levado em conta nos Planos de Ajustamento Macroeconômico e há várias razões para esse procedimento.³

É reconhecido, no entanto, que o ajustamento regional permanece sendo um fenômeno monetário e que os fatores monetário e financeiro envolvidos nesse processo de ajustamento geralmente aprofundam as desigualdades regionais.

Essas são razões suficientes para justificar o objetivo deste artigo, que é avaliar os efeitos da política monetária sobre a atividade econômica do Nordeste em duas etapas: primeiro, o impacto da política é avaliado com base nos dados gerados pela experiência recente, vivida na década de 80; depois, com base nas perspectivas que autorizam os atuais rumos da economia brasileira, tenta-se avan-

³ São elas: alto grau de integração dos mercados monetário e financeiro a nível nacional. Perfeita substitutibilidade entre ativos não-monetários emitidos em diferentes regiões. Não é possível praticar políticas monetárias diferentes em regiões que, embora diferentes, usam a mesma moeda.

çar opiniões sobre a política monetária mais provável a ser seguida no futuro próximo e quais seus prováveis efeitos sobre a economia regional.

O artigo está dividido em cinco seções, incluindo esta introdução. Na segunda seção, apresenta-se um modelo teórico apropriado para analisar os efeitos regionais da política monetária; na terceira seção faz-se breve descrição do comportamento da política monetária na década de 80, na quarta apresentam-se os resultados, na quinta traçam-se as perspectivas para o futuro e, na sexta seção, alinham-se algumas conclusões e sugestões.

2. O modelo de análise

Há, pelo menos, duas hipóteses para explicar o efeito da política monetária sobre o nível da atividade econômica regional. Uma estabelece que esse efeito se dá através das exportações e a outra enfatiza os efeitos da política sobre o comportamento da oferta monetária regional.

No primeiro caso, a idéia central é a de que o principal fator determinante do nível da renda regional é a atividade nos setores que são sustentados pela demanda de exportação (não para o resto do mundo e sim para o resto do País) e que esta, por sua vez, é influenciada pela política monetária que se implementa a nível nacional.

O efeito da política monetária sobre as exportações regionais ocorre na medida em que é possível influenciar, através dessa política, o dispêndio global da economia que outra coisa não é senão o dispêndio combinado de todas as regiões⁴ (Garrison & Chang, 1979, p. 167-71).

Para melhor compreensão das relações fundamentais entre as variáveis relevantes, o artigo, neste ponto, deve ser conduzido da seguinte forma: em primeiro lugar, explica-se como a política monetária afeta o dispêndio global da economia, que é o determinante da exportação regional, e como a exportação afeta a determinação da renda regional. Em segundo lugar, explica-se como a política monetária global influencia a oferta regional de moeda.

2.1 O efeito global da política monetária⁵

A idéia central é a de que o nível de dispêndio agregado depende do investimento e este, por sua vez, depende da diferença entre o valor de mercado do estoque de capital existente e o custo de reposição desse capital. A política monetária pode afetar o nível de atividade, então, na medida em que ela altera essa diferença.

Quando o valor do estoque de capital existente é muito alto em relação ao seu custo de reposição, há um incentivo para se produzirem novos bens de capital e diz-se, então, que a economia está numa fase expansionista com aumentos da demanda, da renda e do emprego.

⁴ Não se deve perder de vista o fato de que o dispêndio é também afetado pela política fiscal. Assim, nos resultados regionais devem-se encontrar um componente devido à política monetária e outro devido à política fiscal.

⁵ As idéias esboçadas nesta seção baseiam-se em Tobin (1971, cap. 13, 18 e 21).

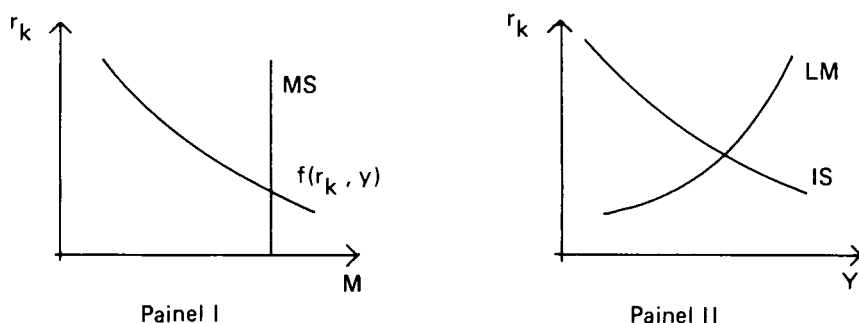
Note-se, por outro lado, que enquanto o custo de produção de novos bens de capital é influenciado pelo custo dos fatores de produção e pela tecnologia sendo, portanto, dado no curto prazo, o preço do estoque de capital existente depende do retorno que a sociedade — mais corretamente o setor privado — exige desse capital.

Logo se conclui que para afetar a diferença entre os preços do capital, já referidos, basta que se altere a taxa de retorno que o setor privado exige para manter — como parte de sua riqueza — o estoque de capital já existente. Para demonstrar como isso é possível, basta fazer as seguintes suposições:

- a) a riqueza do setor privado é composta de vários ativos, contando-se entre eles a moeda e o estoque de capital, que competem entre si na formação do **portfolio** (são substitutos entre si);
- b) existe uma função-demanda para cada ativo, cujos argumentos são a taxa de retorno deste e de todos os outros, além da renda e da riqueza. Em equilíbrio, as demandas são iguais às ofertas e as taxas de retorno ficam perfeitamente determinadas;
- c) a taxa de retorno sobre a moeda é fixada institucionalmente (em zero) e a taxa real de retorno do capital (diferente daquela taxa que o setor privado exige para manter o estoque existente) é determinada pela dotação de recursos e a tecnologia. Assim, todas as demais taxas têm que se ajustar a essas duas;
- d) existe uma demanda de moeda para transação que é associada, positivamente, ao nível de renda.

Por causa da hipótese a — de substitutibilidade —, sabe-se que a quantidade demandada de um ativo **j**, **ceteris paribus**, aumenta quando aumenta o preço do ativo **i**. Isto equivale a afirmar que a quantidade demandada de **j** aumenta quando se reduz a taxa de retorno de **i**. Em particular, quando a taxa de retorno — de mercado — do capital diminui aumenta a quantidade demandada de moeda (figura 1).

Figura 1



Por causa da hipótese **d**, a renda é um fator que desloca a função-demanda de moeda no painel I da figura 1, implicando que às rendas mais elevadas correspondem maiores níveis de **rk**, relação que pode ser representada pela função **LM** do painel II. Essa é a condição de equilíbrio no mercado de moeda. Supondo que haja equilíbrio também no mercado de bens, é possível obter a curva **IS**.

Devido à hipótese **b**, uma alteração na oferta de moeda implica uma nova determinação de todas as taxas de retorno (também por causa da hipótese **a**). Agora, como o retorno da moeda é fixado e a taxa real sobre o capital também é fixada (hipótese **c**), o ajustamento tem que ocorrer, necessariamente, na taxa de retorno de mercado do capital e na taxa de retorno dos títulos do Governo (estes últimos constituem, normalmente, um componente da riqueza privada). Ora, mas se a política monetária afeta a taxa de retorno de mercado sobre o capital, ela afeta o preço de mercado desse ativo e, assim, a diferença entre esse preço e o custo de reposição.⁶

2.2 Dos efeitos globais aos efeitos regionais

Na medida em que o dispêndio global é determinado pela política monetária implementada fora da região, as exportações regionais são um dado exógeno e, portanto, dada aquela política, só há, obviamente, um nível de renda regional que é compatível com o equilíbrio externo — dada a hipótese de que as importações dependem da renda.

No setor monetário, qualquer divergência entre oferta e demanda de moeda é resolvida através de um ajustamento na balança regional de conta corrente. Assim, se a oferta é maior do que a demanda, o ajustamento é feito através de um déficit, e vice-versa. Em condições de equilíbrio externo, a demanda de moeda é deslocada por movimentos na renda e o equilíbrio no setor real interno ocorre sob as hipóteses usuais quanto ao comportamento do investimento e da poupança. Sob essas condições, a figura 2 mostra como se determina a renda regional.

Onde **Xm** é a condição de equilíbrio externo, **IS** é a condição de equilíbrio no setor real e **LL** é o equilíbrio no setor monetário. Agora, se uma política monetária restritiva, a nível nacional, implica uma diminuição das exportações regionais, então o equilíbrio externo só é possível a uma renda menor. A curva **XM** se desloca para a esquerda e **IS** se desloca para baixo, de modo que qualquer ponto à direita de **B** implica déficit no balanço de conta corrente. Como a região não tem meios para esterilizar os efeitos monetários desse déficit, a renda regional não pode continuar em **YE** porque a curva **LL** vai-se deslocar até **B**. Nesse ponto, a renda regional de equilíbrio é menor e a causa foi a diminuição das exportações.

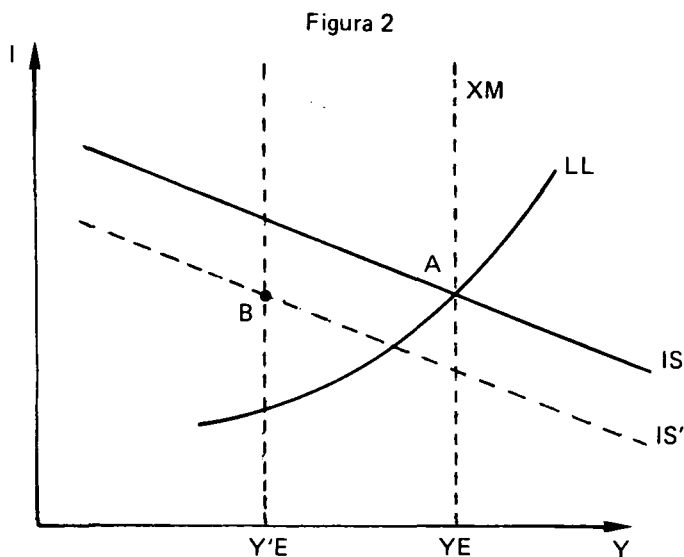
No modelo apresentado, a curva **LL** tem elasticidade positiva, mas não infinita. Para determinada região, dentro de um país, o mais provável é que essa curva seja horizontal no plano (**y, i**), refletindo o fato de que há perfeita mobilidade de moeda. Nesse caso, o que se torna relevante para a determinação da ren-

⁶ O fato de as exportações regionais serem afetadas pela política monetária — já que esta afeta o dispêndio global — tem um apelo intuitivo. Veja-se Garrison & Chang (1979, p. 170).

da não é a balança de conta corrente já que, dada a política monetária, a região pode dispor de qualquer volume de moeda para financiar o déficit e manter o nível de renda. Nesse caso, o que é importante, mesmo, é a balança de capital e esta, por sua vez, depende da taxa de juros.

Assim, pois, se imaginarmos a curva **LL** da figura 2 como sendo horizontal, a curva **XM** coincide com ela e o equilíbrio pode ser mantido em **YE** enquanto perdurar a taxa de juro **iE**.

Uma política monetária restritiva, no entanto, eleva a taxa de juro e desloca para cima a curva **LL** e, por causa da forma da função **IS**, a renda de equilíbrio diminui. A causa da alteração da renda terá sido, então, a taxa de juros.⁷



3. A política monetária na década de 80

Na seção anterior, a preocupação foi estabelecer a racionalidade que garante a relação entre a política monetária e a atividade econômica regional. Nesta seção e na seguinte, a preocupação será — com base na orientação dos modelos já apresentados — identificar a evidência empírica relevante que ajude a concluir sobre a associação entre a política monetária recente, no Brasil, e a atividade econômica no Nordeste.

Inicia-se aqui, essa tarefa, com uma tentativa de identificar os rumos da administração da moeda, no Brasil, na primeira metade desta década.

⁷Para uma exposição mais detalhada sobre as idéias subjacentes aos modelos da Seção 2.2, veja: Dow (1987), Deiss (1978), Fishkind (1977), Roberts & Fishkind (1979), Moore & Hill (1982), Mundel (1968).

A política monetária, na primeira metade dos anos 80, pode ser dividida em dois segmentos: no primeiro, que vai de 1979 a 1983, a preocupação das autoridades era controlar a oferta de moeda com vistas a alcançar os objetivos de combater a inflação e ajustar o balanço de pagamentos. Logo, foi praticada, nesse período, uma política monetária de natureza fortemente contracionista no sentido de afetar, de forma conveniente, o excesso de demanda agregada existente na economia.

As origens do crescimento da oferta de moeda, naquele período, estavam associadas à forte demanda de crédito subsidiado, ao déficit do setor público e à falta de margem para manobrar os instrumentos de política monetária, como a taxa de redesconto e os depósitos compulsórios.

As autoridades trataram, então, no período de 1979-83, de controlar as causas que provocaram o descontrole da oferta de moeda, no sentido de implementar a política contracionista desejável no momento.

Assim, procurou-se reduzir as margens de subsídios creditícios à agricultura e à exportação, passando os custos desses financiamentos a contarem com dois componentes — um fixo e outro variando com a inflação — que garantiam uma remuneração mais realista aos financiadores. Com essa providência foi possível introduzir a participação das instituições financeiras privadas, aliviando, assim, a pressão sobre a base monetária.

A pressão exercida pelo déficit público foi substancialmente amenizada com a redução deste, para o que muito contribuiu a unificação dos orçamentos federais na medida em que permitiu a transferência de recursos fiscais para o orçamento monetário.

Finalmente, pelo menos em duas oportunidades, no período, foram elevadas as taxas de recolhimento compulsório, implicando uma sensível queda do multiplicador e suavizando, portanto, os efeitos do crescimento da base monetária sobre a expansão dos meios de pagamentos.

A relação da autoridade monetária com as instituições financeiras privadas não mudou apenas no que diz respeito à administração dos depósitos compulsórios. Os custos dos empréstimos de liquidez também passaram a ter correção monetária e juros reais crescentes na medida em que extrapolavam os limites estabelecidos para cada banco.

O segundo segmento da política monetária, na década de 80, é aquele que vai de 1984 a 1986 e se caracteriza por sua natureza expansionista. Na verdade, o caráter expansionista da política monetária, que se seguiria a partir de 1983, já começa a aparecer no fim desse mesmo ano quando foram tomadas medidas para a diminuição dos níveis das taxas internas de juro e para ampliação dos limites de expansão dos créditos concedidos pelas instituições financeiras privadas.

No período 1984-85 as causas mais importantes na explicação da política monetária expansionista são: no primeiro ano, a reação favorável da balança comercial às medidas restritivas, tomadas nos anos anteriores, e, no segundo ano, a mudança nos rumos da política econômica privilegiando o crescimento.

Em 1984, a política monetária não apelou para depósitos compulsórios e taxas de redesconto como forma de controlar a liquidez. É certo que a taxa de recolhimento compulsório dos depósitos a prazo aumentou de 10 para 22%, mas a permissão de efetivá-las na forma de títulos públicos não implica efeitos contracionistas sobre o valor do multiplicador da base monetária.

Na verdade, o instrumento de política monetária mais usado em 1984 foram as operações de mercado aberto que agem diretamente sobre as reservas bancárias e sobre o volume de moeda em poder do público.

Em 1985, as operações de mercado aberto foram utilizadas ainda de forma mais suave, limitando-se o volume de colocação de títulos federais às condições de liquidez do sistema, de forma a evitar pressões sobre a taxa real de juros. Ao mesmo tempo, o percentual médio de depósito compulsório dos bancos comerciais caiu de 43 para 36% e ampliaram-se as condições de acesso das instituições financeiras à assistência de liquidez do Banco Central.

Quanto ao ano de 1986, diz-se que "entrará para a história econômica do Brasil como aquele que apresentou as mais elevadas taxas de juros, o mais alto índice de consumo e a maior expansão monetária de todos os tempos" (Fundação Getúlio Vargas, **Conjuntura Econômica**, fev. 1987, p. 36).

O que aconteceu com a política monetária em 1986 é reflexo da filosofia do Plano Cruzado. Um plano baseado, unicamente, em controle rígido de preços e salários, sem qualquer controle sobre o déficit público e com objetivo de manter baixa a taxa de juro.

A queda súbita da inflação reduziu, também subitamente, o custo de manter moeda, aumentou a preferência pela liquidez e levou a uma rápida monetização dos ativos financeiros na economia. Esse processo é normalmente interpretado como tendo pouco impacto sobre a inflação (Ando et alii, 1985, p. 3). Acontece, porém, que numa situação onde a redução do processo inflacionário não promete ser permanente, é possível que os agentes, numa tentativa de ganhar da inflação, acabem gerando mais inflação.

4. Os resultados

De acordo com os modelos descritos na seção 2.2, o nível de atividade regional é afetado pela política monetária através das exportações e dos fluxos inter-regionais de capital. Deve-se, portanto, avaliar a evidência empírica através da tentativa de associar o comportamento dos indicadores regionais de atividade ao comportamento das variáveis que refletem a política monetária como oferta de moeda e taxa de juro.

Neste artigo, os indicadores usados refletem o comportamento da atividade a nível da região Nordeste como um todo e a nível de áreas metropolitanas (Recife e Salvador).

A tabela 1 mostra o comportamento da oferta de moeda (conceito **M1**) no período 1979-86, refletindo os movimentos da política monetária, naquele período, descrita na seção anterior. Tanto as taxas nominais quanto as reais mostram tendência ascendente apenas a partir de 1983. No período anterior, o comportamento dessas taxas reflete claramente o caráter restritivo com que a moeda foi administrada. As taxas nominais são decrescentes no período 1979-82 (com exceção apenas de 1981) e as taxas reais são negativas no período 1980-83.

A tabela 2 é a primeira tentativa de associar o nível da atividade regional à política monetária na década de 80.

Ali são apresentadas as taxas de crescimento da oferta de moeda, do produto na indústria, do produto no setor de serviços e do produto total da região.

Tabela 1
Taxas de crescimento da oferta real e nominal de moeda – Brasil
(1979-86)

Ano	\dot{M}	\dot{m}
1979	73,6	12,7
1980	70,2	-14,9
1981	74,7	-16,8
1982	69,7	-13,2
1983	103,1	-20,2
1984	236,5	5,0
1985	304,3	24,1
1986	303,8	66,7

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil, vários números.

Obs.: \dot{M} = taxa de crescimento da oferta nominal de moeda (conceito M1);
 \dot{m} = taxa de crescimento da oferta real de moeda (conceito M1).

Tabela 2
Oferta de moeda e nível de atividade no Nordeste
(1980-86)

Período	(1)	(2)	(3)	(4)
	\dot{M}^*	Indústria*	Serviços*	Total*
1980-83	79	-5,5	8,0	4,6
1983-86	237	4,5	8,3	8,3

Fontes: coluna (1) Boletim do Banco Central do Brasil, vários números; colunas (2) a (4), Sudene, Produto e formação bruta de capital: Nordeste do Brasil – 1965-86. Recife, 1987.

*Taxas médias anuais de crescimento no período.

Observa-se que do período 1980-83 ao período 1983-86 a taxa média anual de crescimento da oferta de moeda evoluiu de 79 para 237% e que esse comportamento foi acompanhado por uma substancial elevação das taxas de crescimento da indústria (-5,5 para 4,7%) e do produto total (4,6 para 8,3%), não aparecendo resposta significativa, a esse nível de agregação, por parte do produto do setor serviços. Para uma observação mais detalhada da possível relação entre essas variáveis é instrutivo acompanhar as informações da tabela 3.

No painel A da tabela 3 têm-se informações sobre as taxas de crescimento da oferta real de moeda e dos produtos dos setores industrial e de serviços, para o período 1979-86. No que diz respeito ao setor industrial a correlação entre o seu desempenho e o comportamento da oferta de moeda parece bastante forte em todo o período, excluindo-se apenas o ano de 1986. Assim, por exemplo, no período 1979-81 a taxa de crescimento da oferta real de moeda cai de 12,7 para -16,8% e esse movimento é acompanhado por um declínio na taxa de crescimento do produto industrial que passa, no mesmo período, de 14,6 para -12,4%. Entre 1981 e 1982 há ligeira redução no ritmo de queda da taxa de crescimento da oferta de moeda passando, esta, de -16,8 para -13,2% a esse fenômeno, o produto industrial responde com uma elevação de sua taxa de cres-

cimento que muda, no mesmo período, de -12,4 para 5,9%. O mesmo fato se repete, em sentido inverso, no período 1982-83. Nesse intervalo, o crescimento da oferta real de moeda se desacelera substancialmente, passando, a taxa, de -13,2 (em 82) para -20,2% (em 83). Ao mesmo tempo, a taxa de crescimento do produto industrial cai de 5,9 para -1,7%. A partir de 1983 até 1985 observa-se um comportamento fortemente ascendente da oferta real de moeda quando a sua taxa de crescimento passa de -20,2 para 24,1% aí o produto industrial responde com sua taxa passando de -1,7 para 10,3%.

O produto do setor serviços também acompanha, muito de perto, o comportamento da oferta real de moeda no período 1979-86, com exceção, apenas, do ano de 1980, apresentando, no entanto, uma característica que o difere do produto industrial. Trata-se, a este respeito, do fato de que, embora acompanhando sempre na mesma direção, a oferta de moeda não apresenta taxa de crescimento negativo em nenhum ano do período considerado, o que faz suspeitar de que alguma força importante além da política monetária tem moldado o comportamento desse setor ao longo do tempo.⁸

Como já foi dito antes, a oferta de moeda cai entre 80 e 81 e diminui o ritmo de queda entre esse último ano e 1982. A taxa de crescimento do setor serviços cai de 9,8 para 7% entre os dois primeiros anos (80/81) e aumenta de 7 para 10,9% entre os dois últimos (81/82). De 1983 até 1986, a oferta real de moeda cresce de forma sustentada e vigorosa ascendendo de uma taxa de -20,2 no primeiro ano, do período, para 66,7% no último ano. Ao mesmo tempo, a taxa de crescimento do produto do setor aumentou de um nível de 4,5 para o patamar de 13,7%. Nos anos intermediários, o comportamento do produto foi ascendente, apresentando taxas de 6,9 (84) e 8% (85).

No painel **B** da tabela 3, as taxas de crescimento dos produtos dos dois setores (industrial e de serviços) são relacionadas com as taxas de crescimento da oferta nominal de moeda. Observa-se, ali, um fenômeno interessante, qual seja, o de que as taxas de crescimento das atividades do setor real respondem aos eventos do setor nominal com um ano de atraso. Isto é quando a taxa de crescimento da oferta nominal de moeda cai de 73,6, em 1979, para 70,2%, em 1980, o efeito sobre o produto se faz sentir em 1981. Assim, também, quando a oferta nominal de moeda aumenta. Note-se, por exemplo, o que acontece entre 1982 e 1983. Nesse período, a taxa de crescimento da oferta nominal de moeda passa de 69,7 para 103,1% e se associam, respectivamente, às taxas de crescimento do produto industrial de 83 (-1,7) e 84 (2%). O mesmo fenômeno acontece com o setor serviços e senão com mais intensidade, é certo que com maior regularidade já que não se observa exceção em nenhum ano da série, enquanto para o setor industrial há uma exceção em 1985.

O fenômeno da defasagem dos efeitos da política monetária sobre as variáveis reais e nominais da economia tem sido discutido durante muito tempo na literatura e hoje faz parte de uma discussão mais ampla a respeito de se os agentes antecipam completamente ou não os movimentos da oferta de moeda.

⁸ O setor serviços, aqui considerado, inclui as atividades financeiras exercidas na região. Essas atividades muito têm-se beneficiado da forma como o Governo tem administrado seu orçamento e a dívida pública durante as fases cíclicas da economia brasileira. Para uma análise mais detalhada, a esse respeito, veja Maia Gomes (1987, p. 91-4).

Friedman (1985, p. 16), por exemplo, diz que um aumento não-antecipado na oferta de moeda tende a afetar o dispêndio total – em princípio através de mudanças nas quantidades reais – dentro de seis a nove meses, após sua ocorrência, nas economias desenvolvidas.

Nas economias subdesenvolvidas e principalmente nos países da América Latina, diz o mesmo autor, as defasagens são irrelevantes e os efeitos de mudanças não-antecipadas na oferta de moeda afetam mais prontamente os preços do que o produto.

Tabela 3
Taxas de crescimento da oferta de moeda, da indústria e dos serviços:
Nordeste (1979-86)

A

Ano	(1) \dot{m}	(2) Produto industrial	(3) Produto do setor serviços
1979	12,7	14,6	8,8
1980	-14,9	2,7	9,8
1981	-16,8	-12,4	7,0
1982	-13,2	5,9	10,9
1983	-20,2	- 1,7	4,5
1984	5,0	2,0	6,9
1985	24,1	10,3	8,0
1986	66,7	8,3	13,7

Fontes: coluna (1), **Boletim do Banco Central do Brasil**; colunas (2) e (3), Sude-
ne loc cit.

Obs.: \dot{m} = taxa de variação da oferta real de moeda (**M1**).

B

Ano	\dot{M}	Produto industrial $t + 1$	Produto do setor serviços $t + 1$
1979	73,6	2,7	9,8
1980	70,2	-12,4	7,0
1981	74,7	5,9	10,9
1982	69,7	- 1,7	4,5
1983	103,1	2,0	6,9
1984	236,5	10,3	8,0
1985	304,3	8,3	13,7
1986	303,8	-	-

Fonte: ver painel (A).

Obs.: **M** = taxa de variação da oferta nominal de moeda **M1**

Diante desses fatos, é interessante observar uma relação, com defasagem de um ano, entre oferta de moeda e produto no Nordeste.

Embora a explicação mais correta para esse fenômeno deva passar por um procedimento apropriado de verificação da existência e de estimativa das defasagens, é tentador interpretá-lo como a manifestação do que acontece com a taxa de crescimento da oferta nominal de moeda em um ano e com a taxa real de juro nos dois primeiros trimestres do ano seguinte.

Observando-se o comportamento da oferta nominal de moeda no painel B da tabela 3 e da taxa real de juro na tabela 5, é possível notar que, na absoluta maioria dos casos, movimentos da oferta de moeda em uma direção, no ano t , implicam movimentos em direção oposta na taxa real de juro nos dois primeiros trimestres do ano $t + 1$.⁹

Lembrando que os modelos da seção 2.2 mostram que os efeitos da política monetária sobre a atividade regional passam pelas exportações e pela taxa de juro, o final desta seção tratará de destacar o papel dessas variáveis. Em primeiro lugar, na tabela 4, mostra-se o comportamento das exportações regionais – para o resto do País – e da oferta real de moeda no período 1976-83.

Tabela 4
Oferta real de moeda e exportações regionais: Nordeste (1976-83)

Período	\dot{X}^*	\dot{m}^a
1976-78	10,25 ^b	– 1,57
1978-80	21,27 ^b	– 0,03
1980-83	5,35 ^c	–16,27

Fontes: a Boletim do Banco Central do Brasil. b Sudene. Importações e exportações do Nordeste do Brasil – 1974-80. c Maia Gomes (1987, tabela 6).

*em valores de 1980.

Tabela 5
Oferta nominal de moeda e taxa real de juros: Brasil (1980-85)

Oferta nominal de moeda aumenta (+) diminui (–) em (1)		Taxa real de juros aumenta (+) diminui (–) (2)	
Ano		Ano	Trimestre
1980 (–)		1981 (+)	1 ^o e 2 ^o
1981 (+)		1982 (–)	1 ^o e 2 ^o
1982 (–)		1983 (+)	3 ^o e 4 ^o
1983 (+)		1984 (–)	1 ^o e 2 ^o
1984 (+)		1985 (–)	2 ^o e 3 ^o

Fontes: coluna (1), tabela 1; coluna (2), taxas calculadas a partir das taxas de desconto dos títulos de 90 dias.

Na tabela 4, \dot{X} é a taxa média anual de crescimento das exportações e \dot{m} é a taxa média de crescimento anual da oferta real de moeda. Os dados mostram forte correlação entre as duas variáveis. Assim, foi no período 1978-80, em que a oferta de moeda cresceu mais (decreceu menos), que a região obteve a maior taxa média anual de crescimento de receitas das exportações (21,27%), seguida

⁹ A exceção é o ano de 1983, no qual a taxa real de juro só começa a subir a partir do terceiro trimestre em resposta a um aperto da oferta de moeda em 1982.

pelas taxas referentes aos períodos 1976-78 (10,25%) e 1980-83 (5,35%) que apresentaram, nessa ordem, taxas médias anuais de crescimento da oferta de moeda substancialmente mais baixas.

No que diz respeito ao papel da taxa de juros, é importante observar as informações das tabelas 6 e 7. Na tabela 6 apresentam-se dados sobre taxas reais de juro e emprego na indústria e no comércio da região metropolitana do Recife, no período 1983-86.

A observação dos comportamentos do emprego na indústria e da taxa de juros revela que:

- a) no período que vai do segundo até o quarto trimestre de 1983 a taxa real de juros é ascendente e a taxa de crescimento do emprego varia em direção oposta, ou seja, é descendente;
- b) entre o quarto trimestre de 1983 e o primeiro trimestre de 1984, a taxa real de juros cai e aumenta a taxa de crescimento do emprego, acontecendo comportamento idêntico entre todos os trimestres do ano de 1984;
- c) do primeiro trimestre de 1985 até o terceiro trimestre de 1986 repete-se a relação esperada entre taxa de juros e taxa de crescimento do emprego na indústria.

Tabela 6
Taxas reais de juros e taxas de variação no emprego:
Região Metropolitana do Recife, PE

Ano	Taxa de juros ^a	Emprego na indústria ^b	Emprego no comércio ^b
1983			
I	-20,0	-1,8	-1,4
II	-34,3	0,02	1,8
III	-22,8	-0,54	0,51
IV	- 3,2	-1,41	-1,05
1984			
I	-10,8	0,56	1,7
II	- 5,1	-8,4	-0,32
III	-14,2	1,4	0,64
IV	5,6	1,06	1,37
1985			
I	15,0	0,91	-0,98
IV	-35,0	1,41	0,18
1986			
I	23,2	-0,32	-0,26
II	14,4	1,98	0,89
III	15,4	2,00	0,90

Fontes: **a** Média das taxas trimestrais anualizadas, calculadas a partir das taxas de desconto dos títulos públicos de 90 dias. **b** Média das taxas trimestrais — Pesquisas mensais de emprego do IBGE.

Finalmente, pode-se dizer que do primeiro trimestre de 1983 até o terceiro trimestre de 1986 ocorre a relação esperada entre juros e emprego na indústria, excetuando-se apenas o segundo e o terceiro trimestres de 1985.

Quanto ao emprego no comércio, coluna (2) da tabela 5, observa-se que há uma resposta sistematicamente inversa deste ao comportamento da taxa de juros nos sete trimestres que vão do primeiro de 1983 até o terceiro de 1984 e, depois, do quarto de 1985 ao terceiro de 1986, tudo num total de 11 trimestres.

A tabela 7 contém resultados para taxa de juros e emprego no comércio da região metropolitana de Salvador no período 1983-86. A relação entre as duas variáveis se mostra de acordo com o esperado em 10 trimestres. Assim, nos anos 83 e 84 a taxa de juros é crescente e o emprego é decrescente, enquanto nos anos 85 e 86 a taxa de juros cresce e o emprego diminui.

Tabela 7
Taxa real de juros e emprego no comércio da
Região Metropolitana de Salvador, BA
(1983-86)

Ano	Juros	Emprego no comércio
1983		
II	-34,3	2,2
III	-22,8	-1,8
IV	- 3,2	-2,2
1984		
I	-10,8	0,56
IV	5,6	-0,06
1985		
II	36,4	-0,40
III	3,3	0,65
IV	-35,0	2,5
1986		
I	23,2	-0,29
II	14,4	0,70

Fonte: veja tabela 6.

5. Perspectivas para o futuro

A evidência analisada nos parágrafos anteriores põe em relevo dois fatos importantes: primeiro, que a política monetária afeta o nível de atividade no Nordeste de forma bastante vigorosa e, em segundo lugar, que aquela política tem sido, ao longo do tempo, fortemente influenciada pelas relações econômico-financeiras do Brasil com o exterior.

Esses fatos levam, de imediato, à conclusão de que o futuro da economia do Nordeste, naquilo que diz respeito à sua relação com a política monetária, depende, de forma bastante significativa, da forma como são administradas as relações do País com o exterior e da forma como se decide combater o processo inflacionário.

No que diz respeito ao primeiro aspecto, os fatos recentes são por demais conhecidos. Premido pela escassez absoluta de reservas, no início de 1987, o Governo resolveu anunciar aos quatro ventos que, num ato de soberania, decidia pela moratória com suspensão do pagamento dos juros e do principal da dívida externa.

Desde então, as autoridades brasileiras se batem na tentativa de uma renegociação da dívida que implique — mesmo em vigência da moratória — taxas de juros mais baixas e entrada de dinheiro novo para ajudar no financiamento das obrigações financeiras do País. Desde o início, no entanto, estabeleceu-se um impasse: de um lado o Governo comprometido com a sociedade numa política de crescimento e de melhoria das condições sociais, relutou, enquanto pôde, em aceitar monitoramento das instituições financeiras internacionais que defendem o ajustamento pelo caminho recessivo. De outro lado, os bancos sabendo que só seria possível retomar o caminho dos seus recebimentos normais com o aumento das exportações, não aceitavam acordo que não implicasse restrições ao crescimento interno da demanda.

Ainda na tentativa de encontrar caminho alternativo, as autoridades brasileiras se esforçaram no sentido de conseguir a transformação da dívida em capital de risco. Este caminho, também, não poderia ser promissor, pois sabe-se que a decisão de investir é determinada por fatores que se ligam às expectativas de crescimento da demanda agregada e à confiança na estabilidade da economia. Essas condições, a economia brasileira não oferece por enquanto.

Quem ganhou, nessa disputa, já começa a ficar mais ou menos claro. O País acaba de suspender a moratória, o processo de renegociação da dívida volta ao ponto zero e o FMI acaba de chegar para orientar o processo de ajustamento. Diante disso, o que se pode esperar para o futuro próximo, em termos das relações econômicas com o exterior, não é novidade. Deverá continuar a política de geração de elevados saldos comerciais que, em ausência do crescimento da capacidade produtiva, serão gerados pela diminuição da demanda interna.

Nesse contexto, o papel da política monetária é bem claro. Como ela age influenciando o preço de mercado do capital, deve, nessa circunstância, contribuir para baixá-lo o suficiente a fim de desestimular a produção de novos bens de capital. Isto significa dizer que a política monetária deve ser restritiva.

A decisão sobre a forma de combater a inflação é o segundo fator de que depende o desempenho da economia. Desde julho começou a se delinear a natureza do que será, em breve, a natureza da política antiinflacionária. De fato, a carta do Instituto Brasileiro de Economia (IBRE), daquele mês, traz as seguintes impressões sobre o assunto:

“O novo Cruzado, conquanto deve ser elogiado como um avanço operacional e de princípios com relação ao Cruzado I, ainda está aquém do que seria desejável em matéria de política de estabilidade. (. . .) Comenta-se a inflação inercial como se esta substituísse a inflação primária, quando na realidade a esta se adiciona nos processos inflacionários crônicos e intensos; nada mais é do que a antigamente chamada espiral de preços e salários. Conseqüência como é da inflação primária, sua eliminação, sem que a desta última aconteça, é uma providên-

cia parcial, que não soluciona o problema. Cabe, portanto, combater a inflação primária, que, em nosso País encontra-se intimamente ligada ao déficit do setor público'' (Fundação Getulio Vargas, jul. 1987).

6. Conclusões

Este artigo demonstra que existe uma correlação positiva entre a política monetária, a nível nacional, e o desempenho da economia do Nordeste.

Os efeitos da política monetária se transmitem tanto através do desempenho das exportações regionais como através da evolução da taxa real de juros.

No início da década de 80, quando a deterioração das condições externas e o ressurgimento da inflação impuseram uma política monetária restritiva, a produção industrial da região apresentou taxas de crescimento negativas em várias oportunidades. A produção de serviços, embora não tenha apresentado comportamento negativo, também respondeu, com substanciais quedas nas taxas de crescimento, às restrições da política monetária.

Observa-se, ainda, que essa política afeta o desempenho da atividade econômica a nível da região metropolitana. Dados sobre emprego, nas cidades de Recife e Salvador, revelam que essa variável apresenta comportamento inverso ao da taxa real de juros, em base trimestral, no período 1983-86.

Finalmente, constata-se que no período mais recente, que vai de 1984 a 1986, os setores industrial e de serviços da região Nordeste muito se beneficiaram da política monetária expansionista que derivou, no período, da influência dos resultados do setor externo e da mudança de filosofia econômica que assumiu um caráter mais desenvolvimentista.

Conclui-se, então, que a se confirmarem as expectativas de política monetária restritiva em futuro próximo, o Governo, no sentido de evitar maiores prejuízos para a região, deverá implementar ações compensatórias. Trabalho recente demonstra que tais ações foram implementadas no passado, nas que se limitam a tentar deslocar para a direita a curva **IS** da figura 2, através de gastos públicos em grande parte de caráter emergencial. Embora tais providências sejam importantes e necessárias, os resultados deste trabalho, se corretos, sugerem que alguma ação sobre a curva **LL**, da figura 2, também deve ser implementada.

Abstract

Macroeconomic Adjustment Policies usually do not take into account the regional adjustment process, although it is recognized that this last type of adjustment has very important implications as far as the growth of the regional economic is concerned. The aim of this paper is to show that the monetary policy adapted in Brazil, in the first half of the 1980s, has largely influenced the level of economic activity in the Northeast and that the effects are observed both at the sectoral level as a whole and at the level of the same sectors within the large urban centres in the Northeast.

Referências bibliográficas

- Ando, A. e alii, ed. Monetary policy in our times. MIT Press. 1985.
- Deiss, J. The regional adjustment process and regional monetary policy. **Int. Sci. Econ. Com.**, **25**: 858-77, 1978.
- Dow, S. C. The treatment of money in regional economics. **Journal of Regional Science**, **27**: 13-24, 1987.
- Fishkind, H. H. The regional impact of monetary policy: In Economic simulation study of Indiana 1958-73. **Journal of Regional Science**, **17**: 77-88, 1977.
- Friedman, M. Monetarism in rethoric and in pratice. In: Ando, A. et alii, ed., op. cit. 1985. p. 15-28.
- Fundação Getulio Vargas. **Conjuntura Econômica**, Rio de Janeiro, **7(41)**, jul. 87.
- _____. **Conjuntura Econômica**, Rio de Janeiro, **9(41)**, set. 87.
- Garrison, C. B. & Chang, H. S. The effect of monetary and fiscal policies on regional business cycles. **Internatinal Regional Science Review**, **4**: 167-80, 1979.
- Maia Gomes, G. Da recessão de 1981-83 aos impactos do Plano Cruzado, no Brasil e no Nordeste: um alerta para o presente. **Boletim Sócio-Econômico do Nordeste**, **1**, Sudene, Recife, **1**: 55-168, 1987.
- Ministério da Fazenda. Plano de controle macroeconômico. Brasília, DF, jul. 87.
- Moore, C. L. & Hill, J. M. Interregional arbitrage and the supply of loanable funds. **Journal of Regional Science**, **22**: 499-512, 1982.
- Mundell, R. A. **International economics**. Macmillan, 1968.
- Roberts, R. B. & Fishkind, H. H. The role of monetary forces in regional economic activity: an econometric simulation analysis. **Journal of Regional Science**, **19**: 15-29, 1979.
- Tobin, J. **Essays in Economics**. New York, North-Holland, 1971. v. 1: Macroeconomics.