

## O Plano Cruzado frente às reestimativas do déficit operacional entre 1984 e 1987

Rubens Penha Cysne\*

Este trabalho tem por objetivo apresentar algumas reestimativas do déficit operacional do setor público entre 1984 e 1987, com base nos números da dívida pública interna e externa publicados pelo Banco Central. Mais especificamente, ele objetiva prover uma evidência empírica adicional para a tese de que o desequilíbrio das contas do setor público tenha sido a causa principal do colapso do Plano Cruzado.

*1. Introdução; 2. O cálculo do déficit do Governo com juros reais; 3. O Plano Cruzado e as reestimativas do déficit.*

### 1. Introdução

Este trabalho tem por objetivo apresentar algumas reestimativas ao déficit operacional do setor público entre 1984 e 1987, com base nos números da dívida pública interna e externa publicados pelo Banco Central. Mais especificamente, ele objetiva prover uma evidência empírica adicional para a tese de que o desequilíbrio das contas do setor público tenha sido a causa principal do colapso do Plano Cruzado.

A reestimativa do déficit do governo com juros reais, em adição aos números já divulgados pelo Banco Central, torna-se necessária pelas questões de ordem metodológica apresentadas na seção 2. A conclusão a que se chega quando da utilização do enfoque alternativo aqui apresentado é que o desequilíbrio das contas públicas foi significativamente superior àquele divulgado pelo Banco Central. Particularmente durante o Plano Cruzado (1986), o déficit operacional do setor público adquire o valor de 6,96% do PIB, bem superior às estatísticas de 3,6% do PIB oficialmente divulgadas.

\* Da Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas.

Finalmente, a seção 3 detém-se mais especificamente sobre o Plano Cruzado, analisando-o não apenas à luz do processo de condução de demanda agregada, mas também no tocante aos aspectos gerais de sua concepção e de seu direcionamento.

## 2. O cálculo do déficit do Governo com juros reais

Define-se o déficit do governo  $D_g$  como o excesso de seus investimentos ( $I_g$ ) sobre a sua poupança ( $S_g$ ):

$$D_g = I_g - S_g$$

A poupança equivale ao excesso de sua renda líquida (RLG) sobre seu consumo (G). Daí obtém-se:

$$D_g = I_g + G - RLG$$

Na passagem da contabilidade com juros nominais para a contabilidade com juros reais<sup>1</sup>, todos os ajustes recaem sobre a renda líquida do governo, que é dada por:

$$RLG = \text{Impostos Diretos} + \text{Impostos Indiretos} + \text{Outras Receitas Correntes} - \text{Outras Despesas Correntes} - \text{Subsídios} - \text{Transferências}$$

Os ajustes a serem feitos são os seguintes:

- os termos “Outras Receitas Correntes” e “Outras Despesas Correntes”, que incluem os juros da dívida externa, devem ser corrigidos tomando-se como base a inflação externa. Em adição, os lucros das empresas em que o governo tem participação devem ser calculados com juros reais;
- no item “Transferências”, onde incluem-se os juros da dívida interna, a perda de poder aquisitivo dos títulos da dívida pública deve ser lançada a crédito do governo. Em outras palavras, tanto na parcela da dívida vendida ao Banco Central quanto na parcela mantida em carteira pelo setor privado os juros devem ser contabilizados em termos reais, e não nominais.

Esses dois ajustes esgotam a passagem da contabilidade nominal à contabilidade real, levando ao conceito de déficit real do governo.

$$D_{gr} = I_g + G - RLG_r$$

onde  $RLG_r$  corresponde ao novo valor da Renda Líquida do Governo (agora, real), após os ajustes mencionados.

Passemos agora à ótica do financiamento. Como se sabe, uma vez definidos precisamente o agente econômico em questão e o regime contábil,

<sup>1</sup> A justificativa empírica para utilização de juros reais no cálculo do déficit do governo é apresentada em Cysne (1988 ou 1989).

a um déficit sempre equivale uma e apenas uma necessidade de financiamento ( $\Delta A$ ), ou seja:

$$D_g = \Delta A \quad (1)$$

onde  $\Delta A$  representa o acréscimo, no período de tempo considerado, da dívida líquida do governo (títulos emitidos menos títulos em carteira). No Brasil, a utilização das estatísticas disponíveis exige que a dívida líquida do governo ( $A$ ) seja expressa em função da base monetária ( $B$ ), o que obtém-se consolidando-se o Banco Central ao governo. Uma outra variável a ser explicitada em  $A$  é a dívida denominada em moeda estrangeira ( $K$ ) que, por hipótese, admitiremos que equivalha à dívida do governo em poder de não-residentes. Para obter essas transformações, iniciamos fazendo

$$A = A_1 + A_2 + EK \quad (2)$$

onde  $A_1$  representa a dívida pública comprada pelo Banco Central,  $A_2$ , a parcela comprada pelo restante da economia e  $EK$  a parte adquirida por não-residentes.  $E$  representa a taxa nominal de câmbio e  $K$  a dívida externa do governo. Trabalharemos supondo que o balancete simplificado das autoridades monetárias seja expresso como da forma abaixo.

*Balancete simplificado das autoridades monetárias*

Ativo	Passivo
Reservas internacionais (Res)	
Crédito líquido ao setor privado (CSP)	Base Monetária (B)
Crédito líquido ao governo ( $A_1$ )	

donde obtém-se, tautologicamente,

$$A_1 = B - \text{Res} - \text{CSP} \quad (3)$$

De (2) e (3)

$$A = A_2 - \text{Res} = \text{CSP} + B + EK \quad (4)$$

Fazendo

$$F = A_2 - \text{Res} - \text{CSP} + B \quad (5)$$

representar a dívida líquida interna do governo, obtemos, de (5) e (1),

$$D_g = \Delta F + \Delta(EK) \quad (6)$$

Os valores aproximados de  $F$  e  $EK$  são publicados pelo Banco Central no boletim *Brasil. Programa econômico*. No conceito utilizado pelo Ban-

co Central, o setor governo compreende as três esferas governamentais (federal, estadual e municipal), o Banco Central, as empresas estatais e as autarquias. A exposição detalhada dos itens envolvidos na elaboração da dívida interna e na dívida externa do setor público pode ser obtida no periódico supracitado (*Brasil. Programa econômico*).

Para passar da contabilidade nominal à contabilidade real, os ajustes anteriormente mencionados podem ser agora focalizados sob a ótica do financiamento. No tocante à dívida interna, descontaremos a perda de poder aquisitivo dos ativos decorrentes da inflação doméstica. Na parcela relativa à dívida externa, a passagem de juros nominais a reais dar-se-á com base na inflação externa.<sup>2</sup> Assim, se  $P$  e  $Q$  designam, respectivamente, os índices de preços interno e externo, o déficit real do governo entre os instantes  $t$  e  $t + dt$  será dado por:

$$dD_{gr} = dF - FdP / P + EdK - EKdQ / Q \quad (7)$$

Em moeda do instante  $j$ ,

$$dD_{grj} = P_j \left( \frac{dF}{P} - F \frac{dP}{P^2} \right) + P_j (E / P)dk - P_j (EK / P)dQ / Q$$

Integrando-se esta expressão entre os instantes 0 e 1,

$$D_{grj} = P_j \left( \frac{F_1}{P_1} - \frac{F_0}{P_0} \right) + P_j \int_0^1 \frac{E}{P} \frac{dK}{dt} dt - P_j \int_0^1 \frac{EK}{QP} \frac{dQ}{dt} dt$$

Para obtermos uma expressão mais simplificada para o segundo membro da equação acima, admitiremos que a correção cambial seja igual à taxa interna de inflação<sup>3</sup> ( $E/P$  constante), e que a taxa instantânea de inflação externa seja constante ao longo do período ( $(1/Q) dQ/dt = \pi^*$ ). Nesse caso, obtém-se:

$$D_{grj} = P_j \left( \frac{A_1}{P_1} - \frac{A_0}{P_0} \right) + E_j (K_1 - K_0) - E_j \cdot \bar{K} \pi^* \quad (8)$$

<sup>2</sup> Um procedimento alternativo descontaria a inflação doméstica da dívida externa denominada em cruzados, utilizando-se a taxa nominal de câmbio vigente a cada instante. Pode-se mostrar (Cysne, 1986 ou 1989) que este procedimento difere em relação àquele aqui utilizado por incorporar os ganhos e perdas de capital decorrentes das variações da taxa real de câmbio. Essa sistemática alternativa apresenta também a vantagem contábil de definir o déficit exatamente pelo aumento das necessidades de financiamento em cruzados. Todavia, a inclusão dos ganhos e perdas de capital decorrentes das variações de câmbio real torna essa variável desaconselhável para o acompanhamento de política fiscal, visto que as variações do déficit daí decorrente são automaticamente financiadas por não-residentes.

<sup>3</sup> Essa hipótese não é apropriada para o ano de 1983, que, por isso, deixamos fora de análise. Para os demais anos ela representa uma aproximação razoável.

onde  $\pi^*$  é a taxa de inflação externa e  $\bar{K}$  o valor médio do estoque da dívida externa do governo ao longo do ano. O termo  $E_j (K_1 - K_0)$  representa uma aproximação para o aumento da dívida líquida externa. Ele reproduz um procedimento utilizado pelos técnicos do Banco Central, que computam o déficit referente ao setor externo traduzindo para cruzados, com base na taxa de câmbio médio do período, os dados em dólares obtidos de balanço de pagamentos. O termo  $E_j \bar{K} \pi^*$  traduz o ajuste devido à inflação externa que, entretanto, não é efetuado nos cálculos do déficit operacional conduzidos pelo Banco Central.

Com base na equação (8) e nos dados do estoque da dívida interna e externa do setor público, publicados pelo Banco Central nas edições de março de 1987 e março de 1988 do periódico *Brasil Programa econômico*, calculamos os valores relativos ao déficit real do governo apresentados na tabela 1. Para simplificar a apresentação, chamamos de

$$DI = P_j \left( \frac{F_1}{P_1} - \frac{F_0}{P_0} \right)$$

a parcela do déficit real financiada junto ao setor privado, e de

$$DE = E_j (K_1 - K_0) - E_j \bar{K} \pi^*$$

a parte financiada junto a não-residentes.

Dado o nosso objetivo de avaliar o desequilíbrio das contas do setor público no contexto de um plano de estabilização, torna-se conveniente passar do conceito de déficit real ao de déficit operacional. Para isso repare que, ao subtrairmos em (7) o termo  $FdP/P$ , para a obtenção do déficit real do governo, estávamos implicitamente lançando, a crédito da conta corrente real do setor público, o imposto inflacionário  $BdP/P$ . De fato,  $B$  é um dos componentes de  $F$  (veja a equação (5)). Assim, para passar do conceito real ao conceito operacional, devemos somar ao déficit real o imposto inflacionário. Isso equivale a trabalhar com juros reais com todos os componentes de  $F$ , exceto a base monetária. Esta estatística permite uma avaliação do desequilíbrio das contas públicas antes de a receita inflacionária ser incluída a crédito da conta corrente do governo (ver Simonsen e Cysne, 1985).

Os resultados da tabela 1 são apresentados como percentagem do PIB (produto interno bruto). As colunas (4), (5) e (6) apresentam as nossas estimativas do déficit real, imposto inflacionário e déficit operacional.  $\bar{K}$  foi aproximado pela média aritmética da dívida externa do governo no início e no fim do período. As estatísticas de política fiscal usualmente utilizadas da análise de economia brasileira no período considerado são apresentadas na linha 7. Trata-se do déficit operacional calculado pelo Banco Central ( $D_{go} - Bacen$ ). A comparação entre as linhas (6) e (7) é bastante útil, quando se tem por objetivo uma análise macroeconômica do período, mas infrutífera quando se tenta avaliar os motivos para discre-

pâncias tão significativas entre os dois números. Isto porque as duas variáveis  $D_{go}$  e  $D_{go-Bacen}$  diferem em sua própria concepção. A primeira é definida acrescentando-se ao déficit real o imposto inflacionário, numa seqüência de etapas (aqui descritas) bastante simples e inspiradas na análise macroeconômica. A segunda não se obtém a partir do cálculo preliminar dessas duas variáveis (déficit real e imposto inflacionário), mas sim de uma forma direta, onde se segue uma seqüência de etapas distinta daquela aqui descrita.

Tabela 1

Déficit real e déficit operacional do setor público

	1984	1985	1986	1987
(1) DI/PIB	3,9	2,6	0,5	2,73
(2) DE/PIB	0,44	2,32	5,29	1,57
(3) DE/(DI+DE)	0,11	0,47	0,90	0,36
(4) $D_{gr}$ /PIB(%)	4,34	4,92	5,79	4,30
(5) II/PIB(%)	2,23	2,11	1,17	3,53
(6) $D_{go}$ /PIB(%)	6,57	7,03	6,96	7,83
(7) $D_{go} - Bacen$ /PIB	2,7	4,3	3,6	5,5

Obs.: 1. Os dados referentes ao câmbio nominal, índice de preços e inflação foram obtidos da revista *Conjuntura econômica*, edições de abr. 1988 e fev. 1986.

2. O PIB foi obtido da listagem divulgada em fev. 1987 pelo IBGE, datada de 21.6.88.

3. O déficit operacional calculado pelo Banco Central ( $D_{go} - Bacen$ ), bem como os dados relativos à dívida interna e externa do setor público, foram obtidos a partir das publicações de mar. 1987 a mar. 1988 de *Brasil, Programa econômico*.

4. Imposto inflacionário obtido de Cysne (1988).

Passemos agora aos números da tabela 1 e à análise da condução de política de demanda efetuada antes, durante e depois do Plano Cruzado.

O primeiro ponto a ser notado na tabela 1 é a magnitude do déficit público operacional entre 1984 e 1987. Contrariamente aos números divulgados pelo Banco Central, nossas estimativas traduzem um desequilíbrio bem maior nas finanças públicas.<sup>4</sup> Como percentagem do PIB, o menor valor da série ocorreu em 1984 (6,57%), e o maior em 1987 (7,83%).

Se admitirmos que o déficit do governo coincida em termos *ex-ante* e *ex-post*, a compatibilização de um déficit da ordem de 7% do PIB com um equilíbrio *ex-ante* entre oferta e demanda exigiria que os valores planejados da poupança externa mais a poupança bruta do setor privado ultra-

<sup>4</sup> Toledo (1986) e Banco Mundial (1987) são outros exemplos de trabalhos em que as estimativas do déficit operacional do setor público apresentam números significativamente superiores àqueles divulgados pelo Banco Central.

passassem do mesmo montante o investimento privado *ex-ante*. A observação dos fatos após o lançamento do Cruzado, entretanto, deixa claro que isto não ocorreu. Após a solução do dilema média-pico pela passagem dos salários à média, a trajetória da inflação teve todos os seus vínculos com o passado subitamente rompidos. O que iria explicar a evolução do nível de preços daquele momento em diante, ao menos até o ponto em que o gatilho salarial fosse disparado a primeira vez (quando a taxa acumulada de inflação ultrapassasse 20%), era única e exclusivamente a política monetária-fiscal. E as filas e ágios que ocorreram no ano, após o início de março de 1986, evidenciam claramente um excesso de demanda *ex-ante*.

O fator a permitir um certo período de estabilidade de preços durante algum tempo foram as importações financiadas pelo acúmulo de reservas anteriormente efetuado. O saldo em conta corrente foi bastante reduzido em 1986, de forma a minorar o excesso de demanda então existente. A tabela abaixo ilustra esse ponto:

Tabela 2

Saldo em conta corrente do balanço de pagamentos

	1984	1985	1986	1987
Milhões de dólares	44,8	-241	-4.028	-487

Fonte: *Conjuntura econômica* (FGV) e *Brasil, Programa econômico* (Bacen), mar, 1988.

Esse recurso à poupança externa traduziu-se também num aumento do endividamento do governo financiado junto a não-residentes. Como se mostra na tabela 1, dos 6,96% do PIB relativos ao déficit operacional do setor público em 1986, 1,17% do PIB foi coberto pelo imposto inflacionário, 5,29% do PIB financiados pelo aumento real da dívida externa do governo e apenas 0,5% do PIB financiados pelo aumento da dívida pública interna.

Além de retratar uma situação das contas públicas muito mais grave do que aquela sugerida pelo Banco Central, os números da tabela 1 evidenciaram outros pontos de interesse:

a) Observa-se, entre 1984 e 1986, um crescente processo de endividamento do governo junto ao setor externo, representado pelos valores da variável *DE*, respectivamente 0,44%, 2,32% e 5,29% do PIB. Em 1987 esse quadro foi revertido, com apenas 36% do total do endividamento real financiado junto ao setor externo (o que representou 1,57% do PIB).

b) Simetricamente, observa-se entre 1984 e 1986 uma redução do montante de endividamento interno. Em 1984, essa parcela representou 3,9% do PIB. Em 1985 e 1986, tal montante reduziu-se para, respectivamente, 2,6% e 0,5% do PIB. A reversão da tendência, tal como no item anterior, deu-se em 1987, quando o aumento da dívida interna líquida real do governo representou 2,73% do PIB.

c) As observações efetuadas nos dois itens anteriores (referentes ao déficit real) podem ser sintetizadas na linha 3 da tabela, que explicita a razão entre o aumento do endividamento externo e o aumento total da dívida real do setor público. Entre 1984 e 1986, tal parâmetro passou de 0,11 a 0,47, tendo alcançado o máximo de 0,90 em 1986.

d) Até agora estivemos interessados em avaliar o desequilíbrio das contas públicas. Por esse motivo, e também a título de comparação com os números divulgados pelo Banco Central, utilizamos o conceito de déficit operacional. Concentrar-nos-emos agora no déficit real. Esse conceito apresenta a vantagem de melhor traduzir (na ausência de ilusão monetária) o efeito das contas públicas na determinação de demanda agregada.<sup>5</sup> De fato, quando o imposto inflacionário se reduz, o aumento de consumo decorrente da elevação da renda disponível do setor privado é traduzido pelo déficit real, que também aumenta, mas não pelo déficit operacional, que permanece constante. Assim, a simples observação dessa estatística já indicaria um motivo para o inusitado aumento de consumo ocorrido em 1986. De fato, observa-se que o déficit real deste ano é o maior da série (5,79% do PIB, contra 4,34% em 1984, 4,92% em 1985 e 4,30% do PIB em 1987).

### 3. O Plano Cruzado e as reestimativas do déficit

O Plano Cruzado representou uma tentativa de contenção da inflação tendo como variável-chave a eliminação do dilema média-pico pela passagem dos salários à média. Já no início algumas falhas ocorreram. A mais importante foi não se ter levado em consideração, na prática, que após o congelamento de preços perdem-se preciosos graus de liberdade na condução da política de demanda. Os impostos indiretos não podem ser aumentados nem os subsídios reduzidos. Da mesma forma, os juros reais efetivos não podem ser muito elevados, sob pena de aumentar os custos relativos à manutenção do capital de giro das empresas. Em particular, como a demanda é função da taxa de juros real esperada ( $r - \pi^e$ ), em épocas de exacerbação das expectativas inflacionárias ( $\pi^e > \pi$ ) o controle de demanda acaba por impingir um elevado custo ao capital de giro das empresas.

O que todas essas observações trazem à tona é a necessidade, na fase anterior a um plano desse tipo, de se acumular uma certa folga fiscal e cambial. Isto deve ser feito pela correção dos preços administrados, redução de subsídios e, se for o caso, desvalorização do câmbio real. Após o início do plano de estabilização, tais medidas constituir-se-iam em um obstáculo à pretendida estabilidade de preços. Em resumo, é necessário que as “gorduras” a serem queimadas durante o plano de estabilização sejam adquiridas antes de sua divulgação. Se o congelamento de preços é um dos ingredientes da mistura, esse ponto torna-se ainda mais importan-

<sup>5</sup> Ver, a este respeito, Cysne (1989).

te, visto que, com preços congelados, desvalorizações do câmbio real, aumento de impostos indiretos e redução de subsídios levam a uma redução da oferta global de bens e serviços (Cysne, Leal e Werlang, 1987).

A segunda falha ocorrida no lançamento do plano foram os abonos concedidos ao salário mínimo (15%) e aos salários em geral (8%). Tais abonos representaram, na verdade, a compra de uma apólice de seguro contra a possibilidade de o plano não ser aceito pela população como um todo. O que não se imaginava àquela época é que, além de tal risco estar sendo superestimado, o preço da apólice se mostraria depois demasiado elevado. A colocação dos salários acima da média, viabilizada pela valorização do câmbio real então ocorrida, concomitantemente ao aumento da renda disponível do setor privado decorrente da redução do imposto inflacionário, levaram a uma euforia consumista incompatível com preços estáveis. Some-se a estes fatores o fato de que algumas categorias, que deveriam ter seus salários nominais rebaixados de forma a serem trazidos à média real, terem mantido inalterados os seus rendimentos nominais.

A euforia consumista não pôde ser sustentada por muito tempo. Se os indivíduos avaliassem os ministros da Fazenda pelo critério contábil de competência (que contabiliza as perdas e ganhos quando eles são efetivamente gerados, e não quando se materializam), associariam esse período de *boom* ao condutor de política econômica responsável pela acumulação de reservas internacionais no período anterior. Mas como a avaliação popular costuma estar mais baseada na contabilidade de caixa, vinculando a boa administração à data em que se realiza a euforia consumista, e não ao período de esforço em que tal atitude foi viabilizada, o ministro da Fazenda condutor da política pós-cruzado acumulou, à época, uma imagem de quase-santo. Esse é um problema comum em economia. As estatísticas da colheita são conhecidas e bastante divulgadas. Da plantação, entretanto, quase não se fala.

Tanto a política fiscal quanto a monetária foram conduzidas com demasiada benevolência durante o Plano Cruzado. Um déficit operacional da ordem de 7%, como se mostra na tabela 1, é claramente incompatível com preços estáveis numa economia operando sem acesso à poupança externa. O mesmo pode ser dito com relação à expansão de 82,2% de  $M_4$ , o agregado mais correlacionado com o produto nominal num período de estabilização da inflação, ocorrida entre fevereiro de 1986 e fevereiro de 1987. As demonstrações de autoridade do então ministro da Fazenda, freqüentemente traduzidas pela frase “se aumentar o preço eu autorizo a importação”, acabaram por levar o país à pouco feliz moratória da dívida externa, no início de 1987.

O insucesso da estratégia de combate à inflação iniciada em fevereiro de 1986, como já foi dito e poucos discordam, deveu-se à subestimação do papel de demanda no contexto de um plano de estabilização. O embasamento para esta afirmativa está nos dados aqui apresentados bem como, fundamentalmente, nos fatos que se sucederam em 1986 e 1987. De certa forma, as tentativas de estabilização pelo lado da demanda entre 1981 e 1986 tornaram “fora de moda” voltar a ênfase das discussões de política

econômica para a política monetária-fiscal. O problema é que, se isso era razoável antes do final da indexação, tornou-se totalmente irrazoável após a introdução do plano. Como disse, certa vez, um economista, “nada melhor do que economistas ortodoxos no poder para dar razão aos heterodoxos, e economistas heterodoxos no poder para encher de razão os ortodoxos”.

### **Abstract**

In this paper we re-estimate the operational deficit for the period 1984-87, departing from data of the net debt of the government. The figures of the deficit as a percentage of GDP are always higher than those previously divulged by the Central Bank. Particularly, this fact is used to support the claim that the public finance disequilibrium was the main reason of the Cruzado failure.

### **Referências bibliográficas**

Banco Central do Brasil. *Brasil. Programa econômico*. mar. 1987 e mar. 1988.

Banco Mundial. *A macroeconomic evaluation of the Cruzado Plan*. A World Bank case study, 1987.

Cysne, Rubens P. *Política macroeconômica no Brasil: 1964-1966 e 1980-84*. Rio de Janeiro, Losango Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários, 1985.

———. *Monetary correction and real interest accounting*. Rio de Janeiro, EPGE/FGV, 1988, mimeogr.

———. *Contabilidade com juros reais*. Rio de Janeiro, EPGE/FGV, 1989, mimeogr.

Cysne, Rubens P.; Leal, Carlos I. Simonsen & Werlang, Sérgio Ribeiro da Costa. *Macroeconomia com racionamento: um modelo simplificado para economia aberta*. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, nº 2, ago. 1987.

Simonsen, M. Henrique & Cysne, Rubens P. *As contas Nacionais*. Simposium Consultoria e Serviços, 1986.

Toledo, Joaquim Cirne de. *Estimação do déficit público e do imposto inflacionário*. São Paulo, USP, maio 1986, mimeogr.