



ILPES

Instituto Latinoamericano y del Caribe de Planificación Económica y Social
NACIONES UNIDAS-CEPAL- PNUD- GOBIERNOS DE AMERICA LATINA Y EL CARIBE

Latin American and Caribbean Institute for Economic and Social Planning
UNITED NATIONS-ECLAC- UNDP- LATIN AMERICAN AND CARIBBEAN GOVERNMENTS

Institut Latino-Américain et des Caraïbes de Planification Economique et Sociale
NATIONS UNIES- CEPALC- PNUD- GOUVERNEMENTS DE L'AMERIQUE LATINE ET DES CARAIBES

**COLOQUIO FRANCO-LATINOAMERICANO SOBRE:
"FINANZAS PUBLICAS Y DESARROLLO"**

IIAP - IEI/UFRJ - CEPAL

Rio de Janeiro, Brasil, 16-18 Noviembre 1987

FINANCIAMIENTO EXTERNO E DEFICIT PUBLICO

Luiz Gonzaga de Mello Belluzo *

''

XXV AÑOS DEL ILPES

* **Coordenador de Posgraduação do Instituto de Economia da UNICAMP e Diretor do Instituto de Economia do Setor Público da Fundação do Desenvolvimento Administrativo (IESP-FUNDAP).**

ÍNDICE

página

I	- A montagem do Padrão de Financiamento da Economia	1
II	- Tentativa de ajuste do Balanço de Pagamentos e Reestruturação do Padrão de Financiamento Interno: As origens da crise das Finanças Públicas.....	4
III	- A Ruptura do Mercado de Crédito Voluntário e a "Crise Fiscal"	10
IV	- Impasses	14

I - A montagem do Padrão de Financiamento da Economia.

As reformas monetárias, financeira e fiscal levadas à cabo entre 1965 e 1966 pretendiam estabelecer um novo e moderno padrão de financiamento para a economia brasileira que atendesse tanto aos requerimentos do setor privado quanto às exigências do setor público. A reforma fiscal cuidou de elevar e racionalizar a carga tributária, não só através da criação de novos impostos indiretos sobre o valor adicionado - em substituição aos antigos impostos que recaíam sobre o valor total das operações - como principalmente pela ampliação da base tributável e maior progressividade do Imposto de Renda. Além disso, foi recuperada a capacidade de endividamento do governo, mediante o lançamento de Obrigações Reajustáveis do Tesouro, sujeitas à cláusula de correção monetária, providência considerada indispensável para o financiamento dos eventuais déficits do governo, numa conjuntura de inflação cadente, porém, ainda elevada. Foram liberadas as tarifas de utilidade pública com o propósito de eliminar um foco de pressão sobre o Tesouro representado pelos déficits correntes das empresas públicas.

Na área da moeda e do crédito, a política do novo regime colocou em prática importantes providências de inovação e controle. Para garantir uma boa administração monetária, cuidou-se de criar o Banco Central e de constituir um Conselho Monetário Nacional. O Conselho Monetário foi concebido como órgão normativo - a nível interministerial, sob a presidência do Ministro da Fazenda - encarregado de definir os rumos da política financeira do país.

A maior preocupação das reformas era assegurar um adequado financiamento do setor público, de modo a evitar o uso de expedientes inflacionários na cobertura dos déficits eventuais e, simultaneamente, estimular a poupança privada, cujo volume insuficiente era identificado como o problema crucial do crescimento econômico. A formação e mobilização dessas poupanças exigiriam uma reordenação do sistema de intermediação financeira, até então restrito praticamente à operação dos bancos comerciais e dos bancos públicos de fomento. Finalmente, essa reordenação financeira deveria contemplar mecanismos de atração dos investimentos forâneos e formas de captação de empréstimos externos que complementassem a "poupança" interna.

A reorganização do sistema financeiro obedeceu ao princípio da especialização, tanto no que respeita aos instrumentos de mobilização de recursos, quanto no que se refere às instituições dedicadas ao abastecimento dos vários tipos de crédito. Caberia às financeiras a função de amparar o consumo de bens duráveis, aos bancos comerciais o financiamento do capital de giro das empresas e aos Bancos de Investimento operar na faixa do crédito a longo prazo. Para impulsionar o mercado de ações, imaginou-se a formação de fundos de investimento abastecidos por deduções do Imposto de Renda. Foi criada uma instituição oficial de crédito imobiliário - O Banco Nacional de Habitação - que, amparada por recursos do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (uma espécie de seguro-desemprego), destinava-se a estimular o setor de construção civil, garantindo, em última instância, as agências privadas de crédito imobiliário. Esta reestruturação do aparelho de financiamento da economia foi acompanhada de medidas que buscavam incentivar o investimento externo e tornar atraente a

tomada de empréstimos no mercado internacional de crédito, já em franca expansão. Para tanto, foi regulamentada a Lei nº 4.131, de 1962, que permitia o endividamento direto das empresas no exterior, com anuência prévia do Banco Central, e promulgada a resolução 63 que facultava às instituições financeiras domésticas a captação e repasse de fundos em moeda estrangeira.

As operações de repasse de recursos em moeda estrangeira, através do sistema financeiro doméstico, foram uma forma secundária de ampliação do endividamento externo brasileiro. Não há dúvida de que os empréstimos diretos das empresas estrangeiras até 1978 e as captações das empresas públicas, sobretudo a partir de 1976, foram os veículos principais do processo de endividamento.

Essa intensa utilização do crédito externo, principalmente através dos empréstimos em moeda (cresceram à elevadíssima taxa de 50% a.a. entre 1968/1973), revelava que o insuficiente desenvolvimento do sistema financeiro doméstico, no que toca ao volume, prazos e condições do crédito de médio e longo prazos, foi simultaneamente condição e resultado intencional da vinculação do financiamento interno ao sistema financeiro internacionalizado, em fase de rápida expansão. Isto significou a internacionalização da parcela significativa do volume de crédito utilizado pelas empresas privadas e mais tarde pelo próprio setor público.

II - Tentativa de ajuste do Balanço de Pagamentos e Reestruturação do Padrão de Financiamento Interno: As Origens da crise das Finanças Públicas

A reação da política econômica brasileira ao primeiro choque do petróleo foi bastante singular. Procuraram as autoridades conciliar um ajuste do Balanço de Pagamentos com a manutenção de elevadas taxas de crescimento do PIB, a partir de um projeto de substituição de importações na área de bens de capital e insumos básicos. Não cabe aqui analisar o acerto de tal opção. Pretendemos apenas tentar explicitar os reflexos da estratégia escolhida sobre os mecanismos de financiamento da economia brasileira e, particularmente, sobre a evolução das contas fiscais, cambiais e monetárias.

O Governo Geisel, ao redefinir as prioridades da economia e do crescimento industrial, desloca o eixo dinâmico da expansão. O consumo e investimento privados cedem lugar para o investimento do setor público, notadamente das empresas estatais. Os investimentos do setor público vão cumprir, inclusive, o papel de articular a nova onda de investimentos privados. Este movimento deveria estar associado a uma alteração na forma de financiamento da economia brasileira, se fosse intenção das autoridades econômicas evitar uma maior "exposição" ao endividamento externo. Na verdade, a compatibilização dos dois objetivos — ajuste do Balanço de Pagamentos e manutenção do crescimento — foi alcançado fundamentalmente através da aceleração do endividamento externo e especificamente através de uma expansão mais rápida do endi-

vidamento público em moeda estrangeira.

É muito importante, porém, sublinhar as alterações ocorridas no papel do financiamento externo, a partir de meados dos anos setenta. O setor público passa a ser o maior tomador final dos empréstimos contratados ao amparo da Lei nº 4.131 que, no período em exame, é a principal modalidade de endividamento externo. Este movimento de ampliação da dívida em moeda estrangeira do setor público cumpre não só a função de atender aos seus próprios requerimentos de financiamento, mas também a de abastecer o setor privado das cambiais necessárias para o serviço da dívida passada e para o crescimento das importações. Vale dizer, a dificuldade do setor privado de equilibrar os fluxos financeiros de suas operações com o exterior, leva o governo a se utilizar crescentemente do endividamento público externo para fechar o Balanço de Pagamentos, sem reduções bruscas na capacidade para importar.

O processo de ajustamento da economia brasileira foi viabilizado pela abundante liquidez dos mercados internacionais de crédito. As políticas de câmbio, crédito, juros e preços públicos trataram de criar as condições para que os agentes domésticos — públicos e privados — fossem induzidos a preferir as fontes externas de financiamento. Descontadas as oscilações, o sentido mais geral da política econômica do período foi caracterizado pela elevação da taxa real de juros interna, restrições à expansão do crédito doméstico, crescimento da dívida mobiliária e defasagens na desvalorização cambial.

No caso particular das empresas estatais, o governo atrasou o reajuste das tarifas e preços — à exceção dos derivados de petróleo — com o duplo objetivo de combater a inflação e forçar a captação de dívida externa. Numa conjuntura de forte aceleração do investimento, estas medidas provocaram uma profunda alteração no padrão de financiamento, reduzindo a contribuição das fontes internas às empresas.

As mencionadas condições gerais de crédito, juros e câmbio, favoráveis à captação de recursos em moeda estrangeira, não eram, porém, compatíveis com o reequilíbrio da balança comercial e com o financiamento do investimento privado previsto no II PND. Assim, foram sendo criadas políticas especiais para a agricultura, exportações e substituição de importações.

No setor agrícola estimulou-se as culturas de exportação, notadamente a da soja, em detrimento das culturas voltadas para o mercado interno. Os instrumentos utilizados foram os incentivos fiscais para os grandes projetos, créditos subsidiados (Fundos e Programas do Banco Central, Banco do Brasil e exigibilidades dos demais bancos comerciais), preços mínimos e subsídios diretos (trigo). Na agroindústria é montado um gigantesco esquema financeiro — através do Banco Central — para viabilizar o Pró-Álcool, no âmbito da política de substituição de fontes energéticas.

As prioridades do setor industrial foram sustentadas por mecanismos creditícios e fiscais. No caso do programa de substituição de importações de bens de capital e insumos bási-

cos, o BNDES financiou as novas inversões a taxas de juros reais negativas. O orçamento fiscal arcou com o subsídio creditício implícito nestas operações. As exportações de produtos manufaturados receberam o favorecimento de benefícios fiscais, com destaque para o crédito prêmio e os programas amparados no BEFLEX, ao mesmo tempo em que o Banco do Brasil, agente do FINEX, concedia volumosos recursos a taxas incentivadas.

O orçamento monetário que já era utilizado para registrar os custos do giro da dívida mobiliária, passa então a abrigar não só avanços de crédito como também subsídios relativos às operações com o setor exportador e agropecuário. A deturpação crescente dos objetivos do orçamento monetário vão ensejar o aparecimento de operações de salvamento financeiro de empresas ou setores, como por exemplo, usinas de açúcar, frigoríficos, etc. O agente financeiro do Tesouro nestes empréstimos era o Banco do Brasil que, para tanto, sacava recursos junto ao Banco Central, através da chamada conta-movimento. Na realidade, a conta-movimento propiciava ao Banco do Brasil um financiamento automático de qualquer desequilíbrio de caixa, independentemente de sua origem, e não apenas daqueles nascidos de sua atuação enquanto agente do Tesouro. Este privilégio dava ao Banco do Brasil a condição de autoridade monetária, mas a ausência de restrições no funding criou a necessidade do estabelecimento de limites quantitativos à expansão das operações ativas e impediu que o banco operasse nos mercados não monetários. Assim, com o desenvolvimento de novas formas de intermediação financeira e a desmonetização da economia, associada à aceleração inflacionária, o Banco do Brasil paulatinamente foi reduzindo sua

participação no mercado de crédito.

Em 1973, os subsídios totais (creditícios, diretos e fiscais) representavam 3% do PIB e 31,9% da receita tributária. Em 1980, estas relações passam a 7,6% e 99,2% respectivamente. O crescimento real dos subsídios foi espantoso: 139,4% no período de 1973/76 e 84% no período de 1976/80. Neste último período ocorre uma forte desaceleração da receita tributária, refletindo a queda na taxa de crescimento da economia, o próprio efeito da renúncia fiscal do governo, materializada na ampliação dos incentivos, e a subida das taxas de inflação.

O Professor José Carlos Braga já sublinhou que "frente a aceleração inflacionária, à subida da taxa de juros e às ambigüidades da política cambial — desvalorizar ajuda a exportação, mas não a captar empréstimos externos — a concessão de subsídios à agricultura e ao setor exportador tornou-se uma tentativa de ação compensatória de emergência" (1)

Os diferenciais de taxas de juros, os diferenciais de câmbio (conta petróleo), o manejo de fundos de fomento pelas autoridades monetárias, as compensações de caixa da administração descentralizada (as relações intrafinanceiras do setor público) e o serviço da dívida pública interna são os fatores mais importantes, ao lado do crescimento das reservas, na expansão acelerada do endividamento interno.

(1) Braga, José Carlos - Os orçamentos estatais e a Política Econômica, in Belluzzo e Coutinho, O Desenvolvimento Capitalista no Brasil, Brasiliense, 2ª Edição 1983.

A discussão sobre a unificação orçamentária nasce neste ambiente de grave descontrole das finanças públicas. Já no início de 1979, o Ministro da Fazenda encarece a necessidade de regular a entrada de recursos externos, ampliando o prazo de permanência nos depósitos da resolução nº 432, e toma providências para conter a expansão do crédito. Mais importante, porém, é a intenção manifestada de gerar um superávit fiscal que pudesse cobrir os desequilíbrios do orçamento monetário.

É curioso observar que a política econômica do Ministro Delfim Netto, entre setembro de 1979 e novembro de 1980, ainda que de forma contraditória, tenta enfrentar basicamente o problema das finanças públicas. Anuncia uma reforma fiscal e aumentos das tarifas do setor público e faz uma maxidesvalorização também com o propósito de eliminar os subsídios fiscais à exportação. A pré-fixação das correções cambial e monetária foram importantes para "desvalorizar" uma fração significativa da dívida interna, num momento em que a inflação caminhava para 100%.

III - A Ruptura do Mercado de Crédito Voluntário
e a "Crise Fiscal"

O segundo choque do petróleo, o salto das taxas de juros internacionais — provocado pela mudança brusca da política americana — ampliaram as necessidades de captação de recursos numa circunstância em que as empresas estatais estavam sobreendividadas e em que o setor privado revelava pouco apetite para ampliar o seu endividamento externo. Esses fatos se deram em concomitância à mencionada má desvalorização do cruzeiro (cerca de 30% em relação ao dólar, em dezembro de 1979) seguida da pré-fixação da correção monetária e cambial em 45% e 40%, respectivamente, quando a inflação já avançava para 100% ao ano. Esta conjunção de acontecimentos desestabilizou as expectativas dos agentes econômicos e esta desestabilização se refletiu imediatamente numa aversão à tomada de empréstimos externos, proporcional ao risco de uma nova má desvalorização. Não bastaram, neste caso, as salvaguardas concedidas pelas Resoluções nº 432 e 230 do Banco Central. Essas resoluções permitiam aos tomadores diretos e bancários de recursos forâneos depositar o contravalor em cruzeiros numa conta junto ao Banco Central, que se responsabilizava pelos encargos financeiros (juros externos mais "spreads" e comissões) e pelo risco cambial.

Neste passo, as autoridades foram obrigadas a intensificar os estímulos à captação de recursos externos, assustadas com a rápida evaporação das reservas. As condições de liquidez internacional, porém, se alteraram significativamente e

muito particularmente para um grande devedor como o Brasil. Os "spreads" médios subiram para mais de 2% acima da LIBOR e o país já havia degradado, no final de 1979, sua posição no mercado financeiro internacional, com o levantamento de um "jumbo-loan" de US\$ 1,2 bilhão, diretamente através do Tesouro.

O governo brasileiro se vê constrangido a adotar medidas heróicas e a mais heróica delas é a imposição de limites quantitativos à expansão do crédito, fixados em níveis muito inferiores aos da inflação. No final de 1980, essas providências são reforçadas por uma nova elevação dos juros internos e pelo fim da pré-fixação das correções monetária e cambial, que voltam a acompanhar a evolução do Índice Geral de Preços.

O resultado desta súbita inversão de sinais foi uma recessão acompanhada de elevação do patamar inflacionário, grave constrangimento cambial e taxas reais de juros muito altas. Estes fenômenos levaram o setor privado mais ágil — tanto as grandes empresas nacionais quanto as estrangeiras — a uma recomposição das estruturas passivas. Corte nos investimentos fixos, redução do nível de atividade, enxugamento brutal dos estoques de matérias-primas e de produtos acabados, elevações de preços acima da inflação média: tudo isso permitiu que as grandes empresas reduzissem drasticamente o seu endividamento passado e restringissem a demanda de crédito. Na verdade, a política de ajustamento do triênio recessivo (81-83), ao encaminhar a composição dos ativos empresariais na direção de aplicações financeiras de maior liquidez e remuneração real assegu

rada, transformou as grandes empresas em credoras líquidas do sistema financeiro.

A partir de 82, com o colápsos dos fluxos de financiamento externo, o governo tem que se voltar para o mercado doméstico de crédito e para a ampliação da dívida mobiliária, diante do imperativo de atender ao crescimento de suas necessidades de financiamento. Neste momento, já é o serviço da dívida passada que contribui pesadamente para a ampliação dos requerimentos financeiros do governo, uma vez que o investimento público, sobretudo o das empresas do governo, começa a sofrer cortes significativos entre 82 e 83.

Diante disso, o sistema bancário — inclusive os bancos estrangeiros — passaram a prover crédito prioritariamente para o setor público, uma vez revogada, em 1980, a proibição da tomada de recursos externos, via resolução 63, por estados, municípios e autarquias. As empresas estatais, por seu turno, foram incentivadas a recorrer aos empréstimos em moeda intermediados pelo sistema financeiro. Apesar da expressiva demanda do setor público — hoje, quase que exclusivamente, motivada pelas necessidades de refinanciamento da dívida acumulada — uma fração expressiva dos recursos externos captados pelos bancos acaba sendo depositada junto ao Banco Central, na forma da Resolução nº 230. Em dezembro de 1984, cerca de 1/3 dos recursos captados pelos bancos privados estava sob a guarda das autoridades monetárias, que arcam com os encargos financeiros e cambiais dos débitos. O saldo total de depósitos em moeda estrangeira, sob a responsabilidade do Ban

co Central (Resoluções nºs 432 e 230) chegou a atingir, em 1981, cerca de US\$ 12 bilhões. É irônico (ou natural?) que um sistema de captação de recursos externos, movido por incentivos privados, tenha resultado numa brutal "estatização" da dívida. Esta estatização diz respeito não só à concentração do estoque de dívida no setor público (80%), mas também à "socialização" do endividamento privado, através dos depósitos em moedas estrangeiras junto ao Banco Central.

IV - Impasses

A economia brasileira e, particularmente, o setor público passam a enfrentar a mais grave crise de financiamento desde o pós-guerra. Esta crise tem suas causas imediatas não só na brusca interrupção, em 1982, da oferta voluntária de recursos externos, mas também nas políticas de ajustamento adotadas para sanar o desequilíbrio do balanço de pagamentos, através da geração de enormes saldos comerciais.

O padrão de financiamento da economia e do setor público, fortemente apoiado durante os anos 70, no endividamento externo, entrou em colapso. Este fato já seria suficiente para configurar uma severa "crise fiscal". Isto não só porque foi interrompida a principal fonte de abastecimento de recursos líquidos para o Estado e suas empresas, mas também porque — durante o período de endividamento rápido — foram-se atrofiando a contribuição das receitas tributárias e, sobretudo, a capacidade de autofinanciamento das empresas públicas.

As conexões entre o processo de endividamento externo e a "crise fiscal" começam a se estabelecer ainda no período de fluxos líquidos positivos de financiamento. Na segunda metade da década dos 70, já são transparentes os efeitos da estratégia de overborrowing sobre as finanças públicas e a ampliação do endividamento interno, além de perfeita

mente previsíveis as conseqüências de uma interrupção súbita na oferta de recursos ou de uma mudança nas condições (juros e prazos) em que os recursos eram ofertados.

De fato, as mudanças nas condições de financiamento externo, ocasionadas pelo choque de juros em 1979, e posteriormente, o desaparecimento do mercado voluntário de empréstimos, em 1982, forçaram a aceleração do processo de estatização da dívida externa e a adoção de políticas de ajustamento que agravaram os problemas financeiros do setor público.

As desvalorizações reais do câmbio, particularmente a de 1983, provocaram uma valorização do estoque da dívida externa a brigada no setor público e reduziram relativamente a capacidade de servi-la pela impossibilidade econômica e política de reajustar as tarifas públicas e as receitas tributárias na magnitude e na velocidade exigida pelo ajuste. A ampliação do superávit comercial foi um fator importante no crescimento da dívida pública interna, na medida em que o governo tinha que se financiar em cruzados junto ao setor privado — detentor de saldos positivos em moeda estrangeira — para liquidar os com promissos de sua dívida externa no Banco Central.

A deterioração progressiva da situação financeira do governo e de suas empresas conduziu o debate sobre o estado das finanças públicas para muitos impasses e tentativas de solução totalmente desvinculadas da natureza real do problema. Tanto da parte da opinião pública quanto do lado dos economistas e

homens de governo prevaleceu o reducionismo nos diagnósticos e nas propostas. Há uma idéia de que basta um esforço para reduzir a intervenção do Estado na economia, cortando gastos e transferindo empresas para o setor privado. Ninguém pode negar que o processo de estatização avançou sem controle nos últimos 20 anos e que a ampliação do Orçamento Monetário, na segunda metade da década de setenta, correspondeu exatamente ao padrão de criação de despesas e linhas de crédito favorecidas sem o amparo de receitas fiscais correspondentes e à revelia de uma programação adequada do crédito oferecido pelas agências financeiras públicas.

A ilusão do Orçamento Fiscal equilibrado, durante este período, é a simétrica do engano que recomenda a unificação orçamentária como instrumento maior de racionalidade no processo de fixação anual de receitas e despesas do governo. É certo que a unificação é um imperativo democrático e de transparência nas contas públicas, além de permitir a identificação dos fatores que contribuem com maior peso para o crescimento das necessidades de financiamento do setor público. Identificar a natureza do problema não implica necessariamente a capacidade de resolvê-lo e esta é uma constatação muito amarga para os que têm ou tiveram alguma vez a incumbência de administrar a política econômica ou gerir as finanças públicas.

No entanto, a adoção de soluções alheias à natureza do problema podem seguramente agravar as coisas e torná-las quase inadministráveis, a partir de um certo ponto. Fala-se, outra vez, de um choque fiscal, combinando corte de gastos com

elevação de impostos. Realizado dentro dos padrões e normas tributárias vigentes, esta prometida escalada impositiva deve agravar a iniquidade na distribuição da carga tributária, que recai basicamente sobre o trabalho assalariado e autônomo. O aumento de impostos, sem ampliação no conceito de renda tributável e sem a adoção de critérios efetivos de progressividade, vai-se tornando cada vez mais difícil do ponto de vista político.

A reforma tributária que está desenhada no ante-projeto da Constituição, à pretexto de descentralização, vai acarretar uma redistribuição da receita sem a proporcional redivisão de encargos e deve-se constituir num fator adicional de debilitamento das finanças da União.

De qualquer maneira, ainda que sejam inadiáveis a reformulação dos instrumentos fiscais e tributários nascidos da reforma de 1966 e uma recuperação da carga tributária líquida, não se deve imaginar que providências desta natureza possam solver a questão do financiamento. Não é possível separar o problema da criação de fontes adicionais de recursos para o governo das condições gerais de financiamento da economia. Ora, estas condições gerais estão profundamente influenciadas pela dupla determinação do serviço da dívida externa — a sua dimensão cambial (geração de divisas) e seu aspecto fiscal (crescimento da dívida interna, encurtamento de seu perfil temporal e pressão sobre a taxa de juros). As críticas aos esquemas de ajustamento tradicionais, como os patrocinados pelo Fundo Monetário Internacional, estão apoiadas na percepção de que há in-

compatibilidade entre as metas e os instrumentos recomendados para alcançar o equilíbrio em transações correntes e os propósitos de alcançar uma dimensão financiável do déficit público.

Não vou aqui reprisar todos os argumentos que levantam objeções à possibilidade de um choque fiscal na proporção exigida para reequilibrar as finanças do setor público. As estimativas preliminares chegam a fixar a elevação das receitas (tarifárias e tributárias) em 6% do PIB. Os conflitos distributivos implícitos num choque desta magnitude não precisam ser exagerados. Além disso, os efeitos de uma escalada fiscal e tributária sobre as receitas do governo podem ser negativas, na medida em que provocam uma aceleração da inflação e a consequente redução no valor real da receita. Os choques fiscais, numa economia de inflação alta e crônica, por isso mesmo marcada pela disseminação dos mecanismos formais e informais de indexação, têm o mesmo destino de qualquer tentativa de mudança de preços relativos: a aceleração da taxa de crescimento dos preços. Por isso mesmo, particularmente no caso das tarifas e preços das empresas públicas, há uma alternância entre momentos de reajustes rápidos e períodos de menor velocidade de reajuste diante da evolução das taxas de inflação.

Num mundo de dívidas contratadas a taxas de juros reais, os efeitos da aceleração inflacionária são desfavoráveis ao setor público, que não consegue indexar suas receitas de maneira adequada. O imposto inflacionário sobre os saldos líquidos dos agentes privados diminui à medida em que se reduz a de

manda de moeda. Os estudos econométricos revelam uma alta elasticidade da demanda de moeda em relação à inflação. Isto significa que o governo não pode determinar livremente o mix de financiamento, entre moeda e títulos. Significa, também, uma completa endogeneização da política monetária, no sentido de que a discricionariedade do governo é reduzida ao mínimo, diante da agilidade dos mercados financeiros em antecipar as manobras das autoridades. Isto é facilitado pelo encurtamento das estruturas temporais dos passivos do setor público, não só da dívida mobiliária como também da dívida bancária.

Esta situação tende a aproximar frequentemente o governo da zona de decisões críticas (desvalorizações compulsórias) e provoca nos agentes financiadores a percepção de que a dívida pública não é riqueza líquida do setor privado. Esta circunstância agrava as condições de giro da dívida e, portanto, a capacidade de obtenção de novos recursos através do endividamento.

