

EVOLUÇÃO RECENTE DA ECONOMIA BRASILEIRA

Adroaldo Moura da Silva

*Professor do Instituto de Pesquisas Econômicas
da Faculdade de Economia e Administração,
Universidade de São Paulo*

1. Introdução

Tentar identificar os fatores que emperram presentemente o desenvolvimento econômico brasileiro é, a um só tempo, difícil e arriscado. Difícil porque de certa forma estamos diante de um problema com características sem paralelo na história econômica do país. E isso não porque seja novo o que hoje se observa em termos de aceleração da inflação, desaceleração do crescimento e elevação da dívida externa. Isso também ocorreu no final da década de 50. O inédito é que tudo isso desta vez ocorreu acompanhado de amplas folgas de recursos financeiros nas mãos do Tesouro sem origem inflacionária e de substancial ampliação da entrada de recursos externos, de risco e de empréstimo.

Arriscado porque, dada a proximidade dos acontecimentos, as motivações do analista podem comprometer a chamada análise científica da situação. Isso, no entanto, é daquelas coisas saudavelmente inevitáveis, visto que é da própria natureza da ação política econômica.

Nessa ótica, as reflexões sobre a economia brasileira que se seguem não pretendem ir além de uma interpretação tentativa da presente e complexa situação da economia brasileira, a despeito de seu caráter deliberadamente provocativo.

A idéia básica que permeia todo o presente trabalho é a de que os limites à modernização e ao crescimento da sociedade brasileira no presente não residem nem em limitações físicas que inibam o crescimento de tal ou qual setor, nem em escassez de recursos financeiros externos ou internos. O limite reside ao nível da organização da política econômica e particularmente no que respeita à organização do mercado de capitais do país. É como se sofrêssemos de uma fragilidade institucional congênita, ou seja, as instituições são incapazes de absorver e sobreviver às transformações sociais que elas próprias ajudaram a gerar. Este tipo de proposição poderia aparecer um pouco ousada demais frente à crescente elevação da dívida externa. No entanto, convém que desde o início fique bem claro o seguinte: primeiro, ainda que se observe o crescimento da dívida externa, em nenhum

momento, mesmo após 1974, a capacidade de compra, no mercado externo, do país foi comprometida por escassez de divisa forte. Segundo, a velocidade de crescimento da dívida externa após 1974 foi muito além das necessidades de financiar a expansão da capacidade produtiva doméstica e mesmo de compras de matérias-primas.

Dizemos assim que o limite é dado pela organização para indicar a necessidade de se entender os problemas do presente à luz, de um lado, do desenvolvimento e estrutura de um novo e importante ator da economia brasileira: o mercado de capital e, de outro, dos principais condicionantes internos de política econômica, a exemplo da questão da piora distributiva observada entre 1960 e 1970. Isso não significa dizer, no entanto, que a crise internacional não seja importante para essa compreensão, como veremos abaixo. Significa sim que as dimensões da crise doméstica, em particular a política, vão bem além daquilo que poderia ser explicado a partir da crise do petróleo.

Para tentar explicar esses pontos, organizamos o presente trabalho da seguinte forma: primeiro, fazemos uma breve digressão sobre algumas características da política econômica durante as fases de rápido crescimento da economia brasileira no pós-guerra. Isso nos permitirá colocar com mais clareza os problemas a enfrentar no presente.

Em seguida, traçamos o pano de fundo no qual tem início a crise pós-74: controle e disciplina dos reajustes de preços; crescente centralização das decisões de implementação dos investimentos; a questão distributiva e o caráter intrinsecamente instável do mercado de capitais do país.

É nesse contexto então que elaboramos sobre a intensidade da crise de crescimento e especulativa de então. Aqui tentamos mostrar que aquela organização não seria capaz de absorver a crise internacional, de um lado, e as tentativas de mudanças das prioridades de política econômica então propostas, de outro. Essa não absorção se reflete no que poderíamos chamar de quedas na eficiência marginal dos investimentos. A partir disso então entra a capacidade de magnificar crises embutidas na presente organização de capitais do país.

Passemos então ao trabalho.

2. Breve Digressão Sobre a Política Econômica Recente

A reflexão sobre a desaceleração recente do crescimento econômico, acompanhada de recrudescimento inflacionário e elevação da dívida externa, tem colocado questões substantivas quanto à natureza do desenvolvimento econômico do pós-guerra:

- Como explicar hoje os mesmos sintomas de recrudescimento inflacionário, desaceleração do crescimento e elevação da dívida externa que marcaram o início da década de 60, à luz:
 - a) das amplas reformas institucionais na organização da política econômica;
 - b) da aparentemente bem sucedida experiência de ampliação do mercado de capitais;
 - c) da internacionalização da economia brasileira simbolizada pela expansão sem precedente de suas exportações, as quais acompanharam e, em parte, explicam o desenvolvimento recente?
- Será que está o país marcado por um determinismo cíclico que não se dobra à criatividade da política econômica?
- Será o raio de ação da política econômica limitado tão somente a ganhos marginais nas flutuações cíclicas sem, no entanto, evitá-las?

Inúmeras tem sido as respostas a essas indagações¹. A despeito da ampla controvérsia que isso tem suscitado, não seria muito arriscado afirmar que há uma certa convergência em se apontar os movimentos cíclicos da economia brasileira no pós-guerra para melhor compreender o presente².

A fim de melhor organizar a reflexão sobre essas questões, convém começar com um breve registro da experiência do pós-guerra.

A despeito do vigoroso crescimento do pós-guerra — a uma taxa média anual da ordem de 7% a.a. ao longo das três décadas —, a economia esteve sujeita a amplas flutuações nas taxas de crescimento do produto, dos preços e dos meios de pagamentos, como ilustradas na Figura 1. De forma bastante sucinta, essas flutuações podem assim ser catalogadas:

- Período 1955/61: aceleração do crescimento da inflação e dos meios de pagamentos, particularmente após 1959;
- Período 1962/67: desaceleração do crescimento acompanhada inicialmente de forte aceleração até 1965, seguindo-se então uma desaceleração da inflação;

1 Por exemplo, para citar somente algumas, veja Baer (1976), Malan e Bonelli (1976 e 1977), Bacha (1977), Mello e Belluzzo (1977) e Singer (1976).

2 Isso seguramente poderá não encontrar guarida naqueles que atribuem ao sucesso da política econômica pós-64 a criação de uma "nova economia brasileira". Veja, por exemplo, Simonsen e Campos (1974).

- Período 1968/73: rápida aceleração do crescimento do produto acompanhada, na primeira fase, de quedas e depois de estabilização das taxas de inflação. É certo que a partir de 1973 já se observam sintomas de aceleração da inflação e expansão dos meios de pagamentos, o que faz lembrar 1959;
- Período 1974/—: desaceleração do crescimento, aceleração da inflação e dos meios de pagamentos.

Por certo, esse registro, ainda que informativo, pouco de substantivo acrescenta quanto à natureza da crise de crescimento pós-1974³. Em todo esse período houve uma forte expansão do setor industrial, um rápido processo de urbanização, uma verdadeira revolução nos meios de comunicação e uma extraordinária expansão de fronteira agrícola. Em suma, o país se modernizou de tal forma que pode até parecer, e é, arriscado querer descobrir alguma regularidade nesse movimento cíclico.

No entanto, como se verá, essa digressão permitir-nos-á isolar algumas questões que nos parecem básicas para melhor compreender os impasses de política econômica do presente. Porém, antes de prosseguir, convém fazer duas observações críticas sobre duas interpretações que vêem a recente desaceleração do crescimento como uma manifestação desse movimento cíclico.

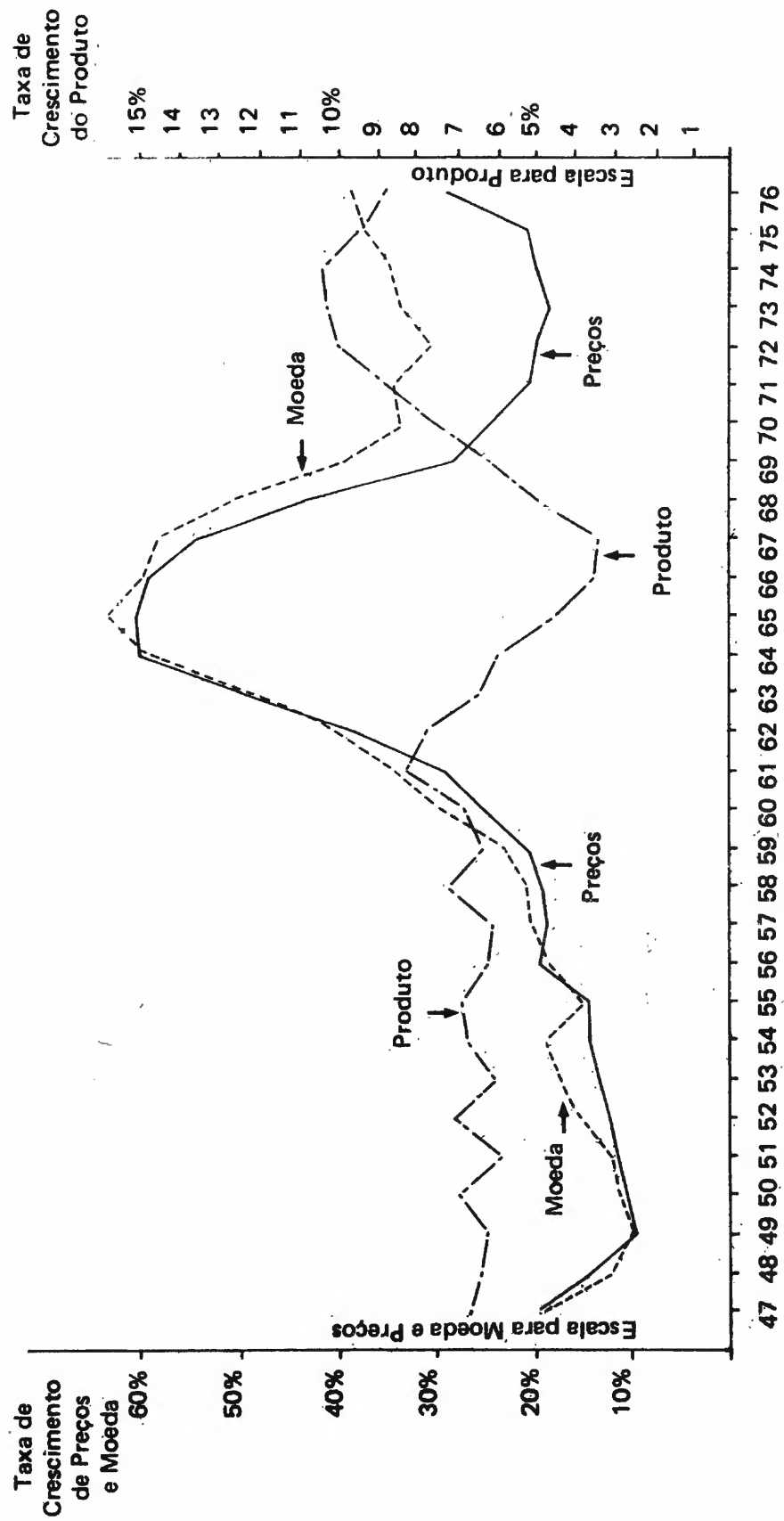
Talvez a mais popular seja a que faz uso de uma versão da teoria dos ciclos de Hicks (1950). Ingenuamente admite-se que há uma barreira física a limitar os níveis de produção e crescimento do produto. A partir então desse limite, arbitrariamente fixado, define-se a trajetória do que se chama de produto potencial, a qual então define o limite superior permissível para o nível do produto. Sempre que desavisadamente se impulsiona o crescimento do produto efetivo, inevitavelmente a sociedade se surpreenderá com um brusco estancamento do crescimento, acompanhado de inflação e crise⁴.

3 Interessante observar, ainda que isso não seja relevante para a discussão, a constância das diferentes fases do ciclo observado entre 1955/74. Cada fase tem uma duração de sete anos.

4 Por exemplo, Bacha (1977) afirma: "The 1968/74 boom conforms to the cyclical growth pattern of the Brazilian economy in the post-war period. There is no 'economic miracle' to be explained despite nearly seven years of unprecedented prosperity in the period. Moreover, the 1973-4 downward turning point was predictable on the basis of the post-war behavior of potential GDP, regardless of external circumstances".

Da mesma forma, Malan e Bonelli (1976 e 1977) usam uma variante dessa aproximação como evidência do componente endógeno da presente desaceleração do produto, que viria independentemente de qualquer outro desenvolvimento, afirmam eles.

EVOLUÇÃO DAS TAXAS DE CRESCIMENTO DE MOEDA, PREÇOS E PRODUTO (PIB) - 1947/77
(Médias Móveis de 5 Anos)



Essa versão pouco imaginativa do desenvolvimento brasileiro sequer indica as questões relevantes. Nada diz quanto à duração e intensidade dos ciclos; desconsidera a questão da mobilização financeira para o desenvolvimento; desconhece a bem documentada evidência de que o sistema capitalista, ao longo de sua história, tem expandido sua fronteira produtiva enormemente pela incorporação de desenvolvimentos tecnológicos nos processos produtivos; e dá a impressão que política econômica é totalmente impotente para escapar ao férreo determinismo cíclico a que está sujeito o desenvolvimento econômico.

Há também os que explicam as causas da recente desaceleração a partir de variantes das chamadas crises de sub-consumo. (Cardoso de Mello e Belluzzo (1977), por exemplo, explicam a desaceleração pós-74 como reflexo do atraso relativo entre a taxa de crescimento da demanda efetiva e a taxa de expansão da capacidade do setor produtor de bens duráveis de consumo. Como este setor, segundo os autores, é o que comandou a dinâmica do desenvolvimento recente no país, segue-se que esse atraso crescente termina por inibir investimento e, portanto, por provocar a paralisia do crescimento. Tivesse essa dinâmica se centrado no setor de bens de produção, prosseguem eles, isso não teria ocorrido.

Essa explicação — que os autores chamam a “crise de realização dinâmica” —, ainda que mais rica que a anterior, peca em, pelo menos, três aspectos:

1. superdimensiona a importância relativa do setor de bens de consumo durável no valor da produção industrial no Brasil; essa participação não é superior a 10% do valor da produção bruta da indústria de transformação⁵;
 2. subestima o mercado brasileiro de duráveis, por também subestimar o crescimento da classe média brasileira e de sua renda real, de um lado, e por negligenciar a grande frequência com que ocorre a posse de bens duráveis em famílias localizadas nos baixos estratos de renda da pirâmide distributiva, de outro. Ainda que metade da população viva em níveis deploráveis de pobreza, como veremos abaixo, basta lembrar que os 10% mais ricos da população economicamente ativa em 1970 — constituída de três milhões de indivíduos mais dependentes — tinham uma renda *per capita* anual da ordem de 3.600 dólares, representando, portanto, um comando de compra superior a
- 5 Para 1973, Bonelli e Façanha (1978, Tabela 3) calculam em 8.0 e 15.1%, respectivamente, a importância relativa dos setores de bens de consumo durável e de capital no valor da produção da indústria de transformação.

10 bilhões de dólares anuais, a preços de 1970. E mais, são exatamente estes que mais se apropriam dos incrementos de renda a partir desta data⁶. Isso seguramente não parece ser um mercado pequeno e nem pouco dinâmico relativamente ao tamanho da indústria no Brasil;

3. subestima a importância relativa, assim como despreza as elevadas taxas de crescimento do produto e emprego do setor de bens de capital; no período 1967/73 o setor cresceu a uma taxa média anual da ordem de 21% a.a. e expandiu o emprego a um nível bem superior a sua taxa histórica de 8% a.a.⁷ Dado o tamanho relativo do setor — em torno de 18% em 1973 contra 9,8% de bens de consumo durável no valor da produção do setor industrial —, é pouco provável que sua dinâmica tenha sido dominada pela expansão do setor de duráveis. Basta lembrar inúmeros outros sub-setores de forte crescimento no período: comunicações, petroquímica, equipamento elétrico pesado etc., para se apreciar essa proposição.

Talvez a forma mais promissora de avaliação dessa manifestação cíclica da economia brasileira resida não em esquemas explicativos mecânicos ou preconcebidos, mas nas marcantes diferenças entre as formas de organizar a mobilização dos recursos financeiros para o desenvolvimento. E isso é particularmente rico de implicações para a política econômica do presente quando, desta ótica, se observam os contrastes e até algumas semelhanças entre as fases ascendentes dos ciclos dos períodos 1955/61 e 1967/73.

Essa breve comparação pode assim ser organizada:

a) Quanto a Recursos Internos:

É sabido que o esforço desenvolvimentista do período 1955/61 defrontou-se com crescentes dificuldades de financiamento. Financiar

- 6 Esse valor é extraordinariamente elevado se se tem em mente que em 1970 o valor adicionado pela indústria de bens de consumo durável foi inferior a 1 bilhão de dólares, a preços de 1970. Neste ano o valor adicionado pelo setor de bens de consumo duráveis foi igual a 8.6% do valor adicionado do setor industrial. Este, por sua vez, representou 28.2% do GDP que, em 1970, estava em torno de 38 bilhões de US dólares.

Para os dados de distribuição de renda, veja Langoni (1973); para os demais, veja Baer (1976), Malan e Bonelli (1977) e Simonsen (1974).

- 7 Para esses valores veja Bonelli e Façanha (1978). Infelizmente, não dispomos da taxa de expansão do emprego do setor neste período. Contudo, a julgar pelas taxas históricas de crescimento no emprego do setor, não seria exagero admitir o crescimento do emprego no setor, neste período, em torno de 11 a 12% a.a.

uma expansão dos investimentos que gerou um crescimento da ordem de 9% a.a., no período, sem uma estrutura fiscal suficientemente ágil, sem praticamente um mercado de capitais domésticos e com contínuas perdas nas relações de trocas terminaria inevitavelmente por transformar a expansão primária dos meios de pagamentos numa importante fonte de financiamento das inversões e da inflação. Ainda que a carga tributária bruta tenha crescido ao longo de toda a década de 50, o déficit de caixa do Tesouro Nacional em relação ao PIB cresce de 1.2 em 1949 para 2.6 em 1959 e para 3.4 em 1961⁸. Paralelamente, a expansão de crédito para o setor privado, também de origem inflacionária, se acelera dramaticamente, mormente a partir de 1959, seguindo-se à fracassada tentativa de estabilização de Lucas Lopes e Roberto Campos. Esse é o ano crítico, a partir do qual sucessivas crises de organização dos instrumentos de mobilização financeira acabam, a partir de 1961, por cristalizar uma severa crise política.

De outra parte, o pano de fundo financeiro no qual tem lugar o extraordinário crescimento do período 1968/73 é radicalmente diverso. Esse período é antecedido por inúmeras reformas do sistema tributário e do mercado de capitais. Isso permitiu assim que se eliminasse o déficit de caixa do Tesouro, ainda que os gastos do Governo tenham crescido em relação ao PIB no período. O déficit de caixa passa de 4.3 em 1962 para 1.2 em 1968 e para 0.2 do PIB em 1972, desaparecendo a partir desta data.

Além do mais, no período 1957/61 praticamente inexistia fonte doméstica de financiamento para investimento. O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico, fundado em 1952, era a única agência a operar isoladamente nesse mercado fazendo empréstimos de longo prazo e a juros subsidiados e aquém das taxas de inflação. De outra parte, a captação de fundos para essas aplicações, na ausência de um mercado de capitais organizado, provinha fundamentalmente de adicionais sobre o imposto de renda e eram escassos. Ao contrário, no período 1968/73, além dos fundos compulsórios — FGTS, PIS, PASEP —, aparece uma ampla gama de instrumentos de captação de recursos ao público: ORTN, Letras de Câmbio, Certificados de Depósitos, cadernetas de poupança e outros. Como veremos abaixo, tal foi esse desenvolvimento que terminou por conduzir a uma grande folga de recursos financeiros.

8 Entre 1949 e 1959 a carga tributária bruta passou de 14.9 para 20% do PIB. Para as informações que se seguem, o leitor interessado poderá consultar Baer (1965), Lessa (1975), Malan e Bonelli (1976 e 1977) e Conjuntura Econômica, Julho de 1977 (Revisão das Contas Nacionais).

b Recursos Externos:

Ao lado da crescente dificuldade de encontrar fontes internas de origem não inflacionárias, defronta-se o país no período 1957/61 com uma crescente escassez de divisas. Usando-se então as políticas cambial, a tarifária e a comercial como instrumento básicos para a industrialização substituidora de importações, terminou-se por penalizar drasticamente as atividades exportadoras pela contínua valorização do câmbio real via inflação doméstica. A receita proveniente das exportações permaneceu praticamente estagnada no período: 1.4 em 1955, 1.2 em 1958 e 1.4 bilhões de dólares em 1961. Paralelamente, crescia dramaticamente a necessidade de divisas fortes às necessidades de importações de equipamentos e matérias-primas para sustentar taxas de crescimento da ordem de 9 a 10% a.a. do setor industrial. O resultado natural foi: expansão da dívida externa e uma providencial e maciça entrada de capital de risco. Observa-se assim a internacionalização do parque industrial brasileiro ao mesmo tempo em que o fluxo de comércio com o exterior caía em relação do PIB.

De novo, isso contrasta flagrantemente com o que ocorreu no período 1968/73. Grande abundância de divisas, de uma parte, pela extraordinária expansão do comércio exportador (que passa de 5.4 em 1964 para quase 7.0 em 1972 e para quase 8% do PIB em 1973) e, fundamentalmente, devido a uma maciça entrada de capital financeiro e de risco de outra. No período, as exportações passaram de 1.7 em 1967 para 6.2 bilhões de dólares em 1973; e a despeito da crescente necessidade de importações, ainda assim as reservas internacionais do país passaram de 140 milhões em 1967 para 6.3 bilhões de dólares em 1973.

Ainda que a dívida externa tenha crescido sobremaneira nos dois períodos, convém fixar esse importante ponto: a escassez de divisa forte limitou a capacidade de crescimento do país nos fins da década de 50, mas em nenhum momento e mesmo depois de 1974, limitou a capacidade de compra do país no exterior na expansão recente.

Convém também indicar que a relação de troca é extremamente desfavorável ao país no período 1955/61 — do primeiro ao último triênio do período cai de 120 para 113. — e ascendente no período 1968/73 — sobe, de 106 no triênio 1967/69 para 120 no triênio 1971/73.

c) O Papel do Governo:

Em ambos períodos, a ação direta e indireta do Governo foi crítica para a expansão do produto. Igualmente em ambos os períodos a ação descentralizada do Governo, através de suas empresas produtivas e outros órgãos de administração descentralizada foi crítica para a expansão de insumos industriais básicos, a exemplo do aço, energia, derivados de petróleo, transportes etc. Em ambos os períodos a política econômica teve um caráter pragmático e foi bastante flexível para encontrar formas de incentivos especiais para expandir a capacidade de investimentos do setor privado. Em ambos os períodos, algumas agências públicas — BNDE, CACEX, CPA, nos dois períodos, e mais CDI, INPI e outras pós-67 — exerceram um importante papel através da administração relativamente discricionária de recursos e incentivos especiais voltados para a acumulação. A única diferença entre os dois períodos neste particular é a de que essas características foram mais notórias no período 1968/73 do que no anterior⁹. Aí está talvez a origem do que Fernando H. Cardoso (1975) chama de “burguesia de estado”¹⁰.

Ainda assim se pode indicar algumas diferenças básicas entre os dois períodos no que respeita à condução da política econômica. Duas delas foram apontadas acima: ampliação do comércio internacional e do mercado de capitais. Não menos importante é a política de preços das empresas de utilidade pública — transporte é o exemplo mais notório — e das empresas industriais do Governo. No período 1955/61, face à inflação e aos inexistentes e/ou parcimônia nos reajustes de tarifas e preços dessas empresas, os prejuízos operacionais e as necessidades de expansão da capacidade terminaram por se constituir em fon-

9 Sobre estes pontos, creio, há amplo consenso. Veja, por exemplo, Lessa (1975) e Baer (1974).

10 Dessa ótica é importante apontar o sentido de continuidade entre o período do Programa de Metas e o governo da Revolução de 1964. Este até poderia parecer como uma manifestação vitoriosa da tecno-burocracia que começou a desenhar e a controlar os instrumentos informais de política econômica na fase imediatamente anterior e durante a implantação do Plano de Metas. Na fase inicial isso foi se consolidando à margem e a despeito de um Congresso crescentemente populista; mais tarde, pela exclusão do Congresso do centro das decisões nacionais e pela consagração do poder executivo cristalizada no AI-5 e na abundante utilização de decretos-leis para a condução da política econômica, ela atinge a maioria. A título de provocação, talvez se possa até dizer que no período 1968/73 dispensou-se mesmo os grupos de trabalho do período do Plano de Metas (GEIA — Grupo Executivo da Indústria Automobilística, GEICON — da construção naval, GEIMAR — máquinas agrícolas e rodoviárias, GEMPAPE — mecânica pesada, etc.). Eram já parte do próprio núcleo do poder.

te primária de expansão do déficit do Tesouro.

Atitude totalmente oposta ocorreu no período pós-64 e particularmente depois de 1967. Com tarifas e preços realistas à luz da inflação e da própria necessidade de expansão da capacidade instalada, as empresas públicas — industriais e de utilidade pública — ganharam autonomia financeira, deixaram de onerar o Tesouro e se constituíram mesmo numa importante fonte de crescimento do produto. Essa é talvez a mais importante característica da atuação do Estado na economia nacional, a singularizar o período 1968/73. Isso não só permitiu a extraordinária expansão das empresas pré-existentes a 1964 (nas áreas de minério, aço, energia, petróleo, barrilha, transporte, bancos, etc.), mas também propiciou a bem sucedida criação de novas unidades nas áreas de comunicação, petroquímica, aviação, fertilizantes, celulose, *trading* na área do comércio internacional etc¹¹.

Traçadas essas características de política econômica, talvez possamos agora colocar as questões iniciais de forma mais precisa.

No período 1955/61 observamos uma profunda modernização do parque produtor da economia brasileira através da industrialização. E isso a despeito:

- a) da crescente dificuldade de financiar domesticamente as decisões de investimento que resultou na saída do financiamento inflacionário;
- b) da crescente dificuldade de financiar as compras externas de equipamentos e matérias-primas para o crescimento industrial;
- c) da crescente descapitalização das empresas públicas, dos exportadores e detentores de ativos financeiros e habitacionais provocada por uma política irracional de controle de preços à luz de uma inflação crescente.

À luz disso talvez o surpreendente não seja o desdobramento em crise

11 Essa nova característica não ocorreu no período 1955/61 talvez como uma concessão ao lado populista do Governo de então. Diga-se que essa atitude de racionar via preços é uma das características mais importantes do Governo instalado em 1964 e que permitiu a eliminação de inúmeras distorções que emperravam a economia brasileira: no mercado de capitais, no mercado imobiliário, no mercado de gêneros de primeira necessidade, nos serviços de utilidade pública sob controle privado e público, etc.

após 1961, mas sim a extraordinária performance de crescimento e modernização da economia nesse período.

No período 1968/73 igualmente observamos uma mais profunda ainda modernização da economia brasileira, dessa vez auxiliada:

- a) por uma expansão das fontes de financiamento doméstica e sem origem inflacionária¹²;
- b) por uma crescente expansão e folga de recursos externos causada pela expansão das exportações e da entrada de recursos externos, de empréstimo e de risco, culminando com a acumulação de reservas internacionais;
- c) por uma crescente regionalização da política econômica que teve numa política de preços realista seu grande mérito. Exerceu-se controle do câmbio, salário, preços de utilidades públicas, juros, aluguéis e de outros preços críticos, sem, no entanto, descapitalizar as empresas.

Comparando esses dois períodos, convém registrar um ponto básico no entendimento do papel do setor externo em cada qual dos períodos. É certo que nos dois períodos a dívida externa cresceu monotonicamente. Assim como básico é também entender que no primeiro período houve escassez de divisas; no segundo, excesso. Dessa forma, o limite, usualmente mencionado, imposto pelo balanço de pagamentos esteve presente após 1960, mas não após 1973. No primeiro período, o país não se endividou mais porque o "resto do mundo" não o permitiu; no período 1968/73, nenhum limite externo foi posto ao endividamento e, portanto, a escassez

12 Além do superávit de caixa do Tesouro observado a partir de 1974, tem ainda o Tesouro obtido um grande volume de poupança voluntária do público através de ORTN e mesmo de LTN. O saldo da dívida em ORTN teve a seguinte evolução: 20.9, 32.9, 60.1 e 84.4 para os anos de 1973 a 1976, respectivamente. A preços de 1973, essa evolução foi 20.9, 25.5, 36.6 e 36.4 para os mesmos anos. Essa não expansão em termos reais em 1976 reflete uma política deliberada de parar as emissões de ORTN.

de divisa inexistiu¹³. E mais, parcela substancial desse endividamento pós-74 está mais ligada à crise financeira interna e externa que às necessidades do crescimento.

E assim voltamos ao nosso ponto de partida: o que isso tudo prova quanto à ocorrência das mesmas manifestações após 1961 e após 1973 de inflação crescente, desaceleração do crescimento, elevação do endividamento externo e inquietação política?

No meu entender prova, pelo menos, que:

- a) as teorias ingênuas de inflação financiada pelo déficit do Governo não são tão universais como já se pretendeu no Brasil, assim como sequer é necessária a existência de excesso de demanda para sua ocorrência; isso parece óbvio quando se observam os movimentos divergentes e em aceleração de produto e preços com (pós-1961) e sem (pós-1974) déficit de caixa do Tesouro e com (pós-1961) e sem (pós-1974) escassez de divisa forte e poupança interna sem origem inflacionária;
- b) a pré-existência de poupança não é condição *sine qua non* para o crescimento, a exemplo do que ocorreu no período 1957/61, nem tampouco sua existência garante investimento e, portanto, crescimento a exemplo do que vem ocorrendo no período pós-74;

- 13 É certo que o país após 1973 teve por três anos consecutivos um déficit anual na balança de transações correntes da ordem de 6 a 7 bilhões de US dólares. A julgar pelo ingresso de capitais nesses três anos, no entanto, isso não preocupa os banqueiros internacionais nem os investidores estrangeiros no Brasil.

ENTRADA DE RECURSOS EXTERNOS (Em Milhões de US Dólares)

	INGRESSO LÍQUIDO TOTAL (*)	INVESTIMENTO DIRETO	RESERVAS EM DIVISAS CONVERSÍVEIS Saldo em Dezembro
1972	3492	318	3836
1973	3512	940	6030
1974	6254	887	4873
1975	5985	810	3653
1976	6866	1009	6101

(*) Inclui investimento direto. Saldo da Conta Capital.

- c) a questão básica, hoje, reside não na existência de limites físicos internos ou externos ao crescimento; não na existência ou não da capacidade de arregimentar poupança financeira sem origem inflacionária para o crescimento; mas fundamentalmente na capacidade de originar o processo de decisão de investimento e de sua implementação, de tal forma consistente e a não excluir os interesses de amplos segmentos da sociedade;
- d) nessa dimensão, o problema é, portanto, de política econômica cuja coerência hoje está a depender fundamentalmente do quadro político, o qual, por sua vez, não mais pode deixar de contemplar a ansiedade redistributiva que hoje caracteriza as demandas de amplos segmentos da sociedade urbana no Brasil.

Nesse contexto, a compreensão do presente depende do entendimento:

- 1) do porque houve uma brusca queda da eficiência marginal do investimento, o que, por seu turno, exige a compreensão de como o processo de decisão e implementação de investimento ocorre no Brasil. Aqui, devido à extraordinária presença do Governo no processo, a questão ganha imediato contorno político;
- 2) de como a extraordinária expansão da poupança financeira terminou por gerar um forte movimento especulativo. Aqui o sintoma evidente reside na extraordinária expansão da dívida externa — contrapartida óbvia do excesso de entrada da chamada poupança externa — de um lado, e da extraordinária expansão da dívida interna, de outro. Na verdade, esses dois tipos de endividamento são reversos da mesma moeda e são, em larga medida, resultantes da dinâmica do mercado de capitais do país.

Passemos então a esses temas. Primeiro, vamos tentar identificar as principais características do mercado de capitais no Brasil. Segundo, faremos uma breve digressão sobre a questão distributiva. Finalmente, dado esse pano de fundo, tentamos mostrar como o setor financeiro deu autonomia à crise engendrada pela drástica queda da “eficiência marginal do capital” em 1973/74, a qual, por sua vez, decorre em larga medida e por vias indiretas da questão distributiva.

3. Política Econômica: Controles e Problemas — 1968/73

3.1. Meios de Controle

Para a compreensão do sucesso, assim como para a identificação dos problemas da recente experiência do rápido crescimento da economia brasileira, o ponto de partida é a análise do processo de reorganização

dos instrumentos de política econômica. Esse período, grosso modo, cobre os anos de 1964/67 e é a fase que Simonsen (1974) adequadamente chamou de “período da imaginação reformista”

Então se desenha o quadro institucional que dará o pano de fundo para o desenvolvimento futuro. Faz-se a reforma fiscal; reorganiza-se a administração do Tesouro Nacional; cria-se o Banco Central e redefinem-se instituições e atribuições das agências responsáveis pela política monetária e creditícia; legisla-se sobre o mercado de Capitais definindo-se novas instituições e criando-se instrumentos de captação de poupança voluntária e compulsória; redefine-se o próprio papel do sistema de preços na economia brasileira¹⁴.

Nesse quadro vai se consolidando as principais características da condução da política econômica e vai se colhendo os benefícios da reorganização em termos de rápido crescimento após 1968. Para nossos fins, basta ter em mente duas dessas características: disciplina dos reajustes de preços e controles das decisões de investimento.

a) Disciplina dos Reajustes de Preços

Num ambiente cronicamente inflacionário a dança dos preços relativos provocada por reajustes nominais desordenados esvazia completamente o papel do sistema de preços como indicador de eficiência produtiva. A tarefa era, portanto, disciplinar esses reajustes de tal forma a dar conteúdo substantivo ao sistema de preços.

A partir de 1968 isso já estava consolidado num amplo e complexo sistema de controle de preços. Tendo-se em mente o risco da descapitalização pela inflação, montou-se um esquema que, grosso modo, tem as seguintes características:

- Áreas de controle dos níveis e dos reajustes de preços. Aqui se incluem os preços dos serviços de utilidade pública, as taxas de juros de amplos segmentos do mercado de capitais (bancos, financeiras, bancos de investimento etc.), a taxa de câmbio, preços mínimos para a agricultura e os preços de bens manufaturados através do Conselho Interministerial de Preços, criado em agosto de 1968, e outros. Aqui o controle é discricionário e, portanto, sujeito a negociações;

14 Para uma cuidadosa descrição das reformas do período, veja Simonsen e Campos (1974, Capítulo VI). No dizer dos autores essa foi a tarefa de reorganizar a “massa falida” dada: pela desorganização do aparelhamento do Estado, cristalizada numa situação cronicamente deficitária do Tesouro Nacional; pela insolvência internacional do país; pela generalizada agitação trabalhista; e pela inexistência de poupança interna. Para uma apreciação crítica a esse respeito, veja Fishlow (1973).

Áreas de controle só dos *reajustes*. Em princípio, controla os reajustes de forma não discricionária e permite renegociação da base. Nesta categoria os aluguéis oferecem o melhor exemplo. Os salários urbanos, ainda que sujeitos à arbitrariedade da fixação do “resíduo inflacionário” também oferecem um outro exemplo¹⁵.

- Áreas de aplicação do princípio de correção monetária propriamente dita. Como veremos abaixo, essa é uma área, por excelência, de operação de agências estatais. Aqui consagra-se o automatismo dos reajustes. A partir de 1974, no entanto, esse automatismo dá lugar ao controle discricionário.

Isso muda drasticamente a questão alocativa e praticamente redefine o papel dos preços na economia brasileira. Não é, no entanto, a consagração do que se tem chamado reajustes automáticos provocados pelas livres forças do mercado, o que seguramente não teria sentido num ambiente cronicamente inflacionário. É um complexo sistema de preços administrados, cuja eficiência decresce no tempo pela burocratização do processo, de um lado, e pelo aprendizado que as partes interessadas ganham em tirar o maior benefício possível do controle, de outro.

b) Controle das Decisões de Investimento

Ao par do disciplinamento dos reajustes de preços, foi se cristalizando um também amplo complexo sistema de controle das decisões e implementações de investimento.

A julgar pelos dados das Contas Nacionais do Brasil, a participação do Estado na formação bruta de capital sequer atinge a cifra de 25%¹⁶. Isso, no entanto, dramaticamente subestima o poder de orientação dos investimentos que o Estado detém. Esse poder é também exercido através:

- das empresas estatais que controlam, entre outras coisas, alguns insumos básicos críticos para o desenvolvimento do país. Essas empresas estão presentes na produção do aço (maior produtor), petróleo e refinação de petróleo (monopólio estatal), barrilha (monopólio), geração e distribuição de energia elétrica (de longe o mais importante fornecedor), transporte urbano de massa, transporte marítimo, serviço de portos, comunicações, produtos da indústria petroquímica (controlando alguns produtos básicos), produção e exportação de minério de ferro, aviões, carvão

15 Para uma discussão da fórmula de reajuste salarial, veja Simonsen e Campos (1974, Capítulo V, página 108 e seguintes).

16 Veja Conjuntura Econômica, julho de 1977. Nesse número aparece a mais recente revisão das Contas Nacionais do Brasil, preparada pela Fundação Getúlio Vargas

mineral, serviços bancários (controlam mais de 60% do crédito de curto prazo e praticamente monopolizam o de longo prazo), serviços de seguro e comércio etc. Para uma visão geral, veja a Tabela 1 que mostra a distribuição do patrimônio líquido das maiores empresas brasileiras entre estatais, multinacionais e nacionais privadas. Adicionando-se a capacidade de investimentos dessas empresas, em conjunto, aos gastos tradicionais de investimento do Governo como computados nas Contas Nacionais, estima-se que o Estado seja responsável por algo como 50% da formação bruta de capital do país¹⁷

Convém, no entanto, frisar que essa presença do Estado na economia nacional não é recente; ela é marcante em todo o após-guerra. É certo também que ela se ampliou sobremaneira no passado recente. É a julgar pelos grandes projetos em fase de implantação nas áreas de celulose, alumínio, fosfato, energia nuclear, pólo petroquímico do Rio Grande do Sul e mesmo automóveis ela continuará se expandindo no futuro para novas áreas¹⁸;

- do controle de financiamento de longo prazo através do Banco Nacional de Desenvolvimento (BNDE) e suas subsidiárias, no setor industrial, e do Banco Nacional de Habitação, nos setores habitacional e de saneamento urbano. Para se ter uma idéia do volume desses financiamentos, basta lembrar que, em 1976, o sistema BNDE realizou operações de empréstimos da ordem de 2,4 bilhões de US dólares e que representa 20% do total de empréstimo realizados pelo setor privado bancário e não bancário¹⁹;

17 Baer, Kerstenetzky e Villela (1973) calculam essa participação em aproximadamente 60% da formação bruta de capital em 1969. No entanto, Conjuntura Econômica, junho de 1975, calcula essa participação em 43.4% para 1970. Essas informações são extraídas de Bacha (1977).

18 Para a participação do Estado na economia brasileira, veja Baer, Kerstenetzky e Villela (1973). Nesses novos projetos o Estado tem se associado com grandes empresas e/ou grupos multinacionais, a exemplo de alumínio e alumina e de celulose com os japoneses, minério de ferro e aço com os americanos (Carajás), de energia nuclear com os alemães etc. A vingar esses projetos, seguramente a participação do Estado elevar-se-á devido ao enorme volume de recursos exigidos por esses projetos.

19 Esses dados são retirados de Moura da Silva (1977, Tabela 5, página 28). Nesse total do setor privado, não está incluído o volume de empréstimos feitos pelo setor privado através das companhias de crédito imobiliário e outras instituições privadas no setor habitacional. Como veremos a seguir, essas agências privadas detêm uma parcela pouco expressiva do SFH.

TABELA 1

**PARTICIPAÇÃO DOS TRÊS TIPOS DE CONTROLE ACIONÁRIO DE
EMPRESAS NOS DIVERSOS SETORES ECONÔMICOS
PARTICIPAÇÃO NO PATRIMÔNIO LÍQUIDO 5353 EMPRESAS – 1975**

SÊTOR	VALOR DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO	ESTATAIS %	ESTRANGEIRAS %	NACIONAIS PRIVADAS %
Mineração	15530	61,3	7,8	30,9
Prod. Min. não Met.	10088	3,6	28,9	67,5
Metalurgia	36679	35,2	10,6	54,2
Indústria Mecânica	13871	2,1	41,0	57,0
Material Elétrico	8915	—	65,8	34,2
Material de Transp.	22032	5,0	58,0	37,0
Madeiras e Artefatos	11245	4,3	9,0	86,7
Mobiliário	881	—	—	100,0
Borracha	2712	6,0	69,0	25,0
Couros e Peles	919	—	12,1	87,9
Química	59816	59,0	23,0	8,0
Têxtil	16300	—	9,0	91,0
Produtos Aliment.	24182	2,0	15,5	83,0
Bebidas	4967	0,5	15,8	83,7
Fumo	2722	—	96,0	4,0
Editorial e Gráfica	3024	1,4	2,8	95,8
Ind. Diversas	10058	—	47,0	53,0
Agropecuária e Silv.	8796	2,3	2,7	95,0
Construção	28238	14,0	5,0	81,0
Transporte e Armaz.	50455	89,0	0,5	10,5
Outros Serv. Púb.	118315	90,4	7,4	2,2
Comércio	21856	1,4	10,1	88,5
Serv. em Geral	80442	50,0	7,0	43,0

Fonte: *Revista Visão* — Edição Quem é Quem — Agosto/1976

- da política industrial que (através principalmente do Conselho de Desenvolvimento Industrial) administra discricionariamente generosos benefícios fiscais; isenções de tarifas para importação e outros para projetos de investimento que se enquadram nas prioridades do Governo. Esses instrumentos são às vezes básicos para definir projetos de investimentos, a exemplo

do que ocorreu com o programa BEFLEX o qual define privilégios de importação e outros para grandes empresas multinacionais que implantaram projetos voltados preferencialmente para a exportação²⁰.

Esses benefícios são mesmo definidores da entrada ou não de novas empresas estrangeiras no mercado brasileiro, a exemplo da FIAT na área de automóveis, e da Michelin, na área de pneus.

- incentivos fiscais regionais e setoriais para as regiões Norte e Nordeste e para os setores de reflorestamento, pesca, turismo, exportador e outros.

Nesse quadro dificilmente poder-se-ia caracterizar a economia brasileira como de mercado na sua concepção clássica. Se, de uma parte, esses sistemas de controle colocam alguma disciplina na alocação de recursos num ambiente cronicamente inflacionário, de outra parte, com um sistema político centralizado em torno do poder executivo, que atua num espaço limitado institucional e juridicamente, eles impõem uma quase impossível tarefa de coordenação numa organização que rejeita a idéia, ao nível da retórica, de planejamento central. Seguramente isso coloca a economia numa situação de bastante fragilidade em relação a qualquer impasse político no “*locus* de decisão dos investimentos”²¹. Diante de uma eventual frustração de expectativas quanto à implantação de um projeto de investimento da dimensão do de energia nuclear, por exemplo, todo o sistema estaria sujeito a responder solidariamente na crise, provocando mesmo uma paralisia no sistema de decisões. Essa característica do sistema brasileiro é básica para nossa interpretação da crise pós-1974.

Nesse quadro mais amplo e ajudada por uma política econômica heterodoxa — controle de preços, orientação de investimento, crédito e liquidez abundantes — a economia brasileira a partir de 1968 experimentou um rápido processo de crescimento e modernização até 1973. No entanto, em função dessas próprias características, suas fraquezas foram também se cristalizando. A exemplo do que acontece em todo sistema político fechado, os interesses dos grupos que interagem com os centros decisórios terminaram, ao longo do tempo, por marginalizar

- 20 Nessa categoria, por exemplo, enquadram-se as exportações das montadoras de veículos no Brasil (Volkswagen, Ford, General Motors e outras).
- 21 O sistema político brasileiro tem sido objeto de inúmeras análises, interpretações e debates. O leitor interessado poderá consultar a esse respeito Lafer (1975), Cardoso (1975) e Stepan (1973).

e até mesmo a conflitar com os interesses e anseios de amplos segmentos da sociedade. E isso foi particularmente sério no que respeita à deterioração das condições de vida nos grandes centros urbanos. De um lado, pressionado por um forte movimento migratório campo/cidade e, de outro, pela baixa prioridade que se atribui aos investimentos em saneamento básico, habitação popular e outros que tais, os centros urbanos passaram a se constituir em núcleos básicos de pobreza com as suas manifestações óbvias de elevada mortalidade infantil e subnutrição da força de trabalho. Isso, por sua vez, terminou por se constituir num limite político ao próprio desenvolvimento. É nessa ótica que veremos abaixo a questão distributiva.

Ao lado disso, a própria articulação daquele conjunto de interesses, quando visto pela organização do mercado de capitais, não parece bastante sólido e até mesmo pode ser visto como propenso a magnificar crises diante de eventuais quedas na "eficiência marginal do capital".

Com esses aspectos do problema nos ocuparemos daqui para frente.

3.2. Mercado de Capitais: Características Básicas

Inflação persistente e desenvolvimento ordenado do mercado de capitais, diz-se, são fenômenos mutuamente exclusivos. No entanto, a experiência brasileira pós-64 parece negar essa verdade. A conciliação nesse caso, como é sabido, foi feita graças à institucionalização do princípio da correção monetária inserida num amplo esquema de controle de preços.

Aqui nosso interesse não é discutir a montagem e evolução desse mercado, o que já tentamos em outro trabalho²², mas tão somente indicar as principais características do mercado de capitais do período 1968/73. E isso é básico para o entendimento da crise pós-74.

Uma das mais marcantes características desse mercado é a existência de contratos em termos reais, ou seja, a correção monetária *a posteriori*. Através desse sistema, os valores contratados são revistos periódica e automaticamente por autorização legal e com base no comportamento *de uma dada medida de inflação*. Cria e consagrada assim uma nova unidade de de conta — que veio a ser conhecida como UPC (unidade padrão de capital) — para fins de contrato em substituição à moeda de curso legal, o cruzeiro.

22 Veja Moura da Silva (1977).

Esse tipo de contrato — em termos reais e com base nesse artifício contábil — não é de aplicação universal e é utilizado basicamente em algumas operações financeiras e fiscais do Governo. Nesta categoria, pelo menos até fins de 1974, incluíam-se as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN), os Fundos Compulsórios de Poupança (FGTS, PIS, PASEP) administrados por agências estatais, Depósitos de Poupança — predominantemente controlados por agências estatais (Caixas Econômicas Federal e Estadual) e quando do setor privado carrega a garantia explícita do Governo Federal —, atrasos de débitos fiscais e para-fiscais, aplicações do Sistema Financeiro Habitacional sob administração do Banco Nacional de Habitação e do sistema de bancos de desenvolvimento controlado pelo BNDE.

Esse sistema coexiste, mas não muito pacificamente, com dois outros subsistemas de contratos. De um lado, o sistema nominal baseado no cruzeiro no qual a taxa de juros é administrada pelo Banco Central e não guarda nenhuma relação automática com flutuações na taxa de inflação. Esse esquema é usualmente e inadequadamente chamado de “correção monetária *a priori*”. Nesse sistema operam as agências bancárias do Governo e do setor privado e outras instituições financeiras privadas do mercado de capitais, a exemplo de bancos de investimento e companhias financeiras. De outra parte, o sistema que utiliza moedas estrangeiras, mormente o dólar americano, como unidade de conta e que se aproxima da idéia de contratos em termos reais mas ainda assim guarda características próprias. Isso porque:

- a) as variações na taxa de câmbio estão sujeitas ao controle discricionário do Banco Central e não guardam nenhuma relação necessária com a taxa de inflação doméstica, como indicado na Tabela 2²³;
- b) os contratos em moeda estrangeira só podem ser realizados com aprovação prévia do Banco Central. Este assume o risco da existência ou não de divisas no vencimento das parcelas contratadas e não raro garante a solvência da parte doméstica do contrato à guisa de manter o “clima de confiança” junto à comunidade internacional;
- c) só instituições financeiras e grandes empresas (públicas e multinacionais) têm acesso ao mercado; caso as instituições financeiras não encontrem tomador doméstico para os recursos externos têm elas a

23 Costuma-se atribuir as variações da taxa de câmbio a uma “regra informal” determinada pela diferença entre a inflação doméstica e a inflação do “resto do mundo”. No entanto, essa regra não tem sido seguida rigorosamente. Por exemplo, em 1973 a despeito de uma inflação interna não inferior a 20% a.a., o preço do dólar americano variou entre o primeiro e o último trimestre do ano de 6,02 a 6,20 cruzeiros por dólar.

TABELA 2
CRESCIMENTO NO QUINQUÊNIO INDICADO
DE VALORES SELECIONADOS – DEZEMBRO/DEZEMBRO

	VALOR DA UPC (1)	TAXA DE CÂMBIO (2)	ÍNDICE DE PREÇOS (3)	SALÁRIO MÍNIMO (4)
1968/72	2,00	1,62	1,98	2,07
1969/73	1,98	1,44	1,91	2,00
1972/76	2,56	1,96	2,94	2,86

Ilustração: Em Dezembro de 1972 o valor da UPC em Cr\$ era duas vezes maior que seu valor em Dezembro de 1968.

- (1) Valor da Unidade Padrão de Capital
- (2) Preço do Dólar Americano
- (3) Índice 2 da Conjuntura
- (4) Salário Mínimo em São Paulo

opção de aplicar esses recursos em LTN ou devolvê-los para o Banco Central que então se responsabiliza pelo pagamento de juros e de outros encargos do contrato²⁴.

A coexistência dessas unidades de contas no mercado brasileiro de capitais, em larga medida, determina a atual estrutura do mercado de capitais no Brasil. Essa estrutura pode assim ser descrita:

3.2.1. Setor Nominal

1.1 Áreas de captação de recursos

- a) Bancos Comerciais Públicos e Privados: captam depósitos à vista (sem remuneração e a prazo com remuneração fixada pelo Banco Central). Também operam com recursos externos. Aqui as agências estatais (Banco do Brasil e outros estatais) controlavam 45% do total de depósitos e 57% do total de empréstimos do sistema bancário, em 1972;

²⁴ Conjuntura Econômica, Fevereiro de 1975, página 140.

- b) **Companhias Financeiras e Bancos de Investimento:** as primeiras captam recursos via emissão de Letras de Câmbio e os Bancos de Investimentos através de depósitos a prazo. As taxas de captação eram administradas pelo Banco Central até a data de sua liberação no primeiro semestre de 1976. O saldo de recursos captados por essas instituições era da ordem de 32.367 milhões de cruzeiros e representam 42% do total de captação financeira não bancária, excluídos os fundos compulsórios de poupança. Os Bancos de Investimentos também operam como agentes do BNDE nas aplicações junto às empresas produtivas e também fazem repasses de recursos externos.

1.2 Áreas de Aplicações

- a) **Companhias Financeiras:** operam fundamentalmente no financiamento de aquisição de bens duráveis de consumo. Taxas de juros de aplicações foram controladas até meados de 1976;
- b) **Bancos de Investimentos:** operam fundamentalmente no fornecimento de capital de giro — atividade complementar aos bancos comerciais — e outros empréstimos de médio prazo. Taxas de aplicação foram controladas até meados de 1976; os recursos captados via depósitos representavam 60% do volume total de empréstimos desses bancos;
- c) **Bancos Comerciais:** empréstimos de curto prazo. As instituições estatais (mormente Banco do Brasil) administram um amplo sistema de crédito subsidiado para atividades agrícolas, de exportação e para pequenas e médias empresas. Nas operações normais de desconto de duplicatas, as taxas de juros, a partir de meados de 1976, são livres.

Manteve-se, no entanto, o controle das taxas para as linhas de crédito subsidiadas;

- d) **Outros:** Tesouro Nacional via LTN; Caixas Econômicas via depósitos à vista etc.

3.2.2. Setor "Real": Correção Monetária *a Posteriori*

Áreas de captação

- a) **Fundos Compulsórios:** nessa categoria temos os seguintes fundos:

- Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS), criado em 1966, e que obriga as empresas a depositarem, em conta bancária individualizada para cada assalariado, 8% do salário pago. Remuneração do fundo: 3% a.a. mais correção monetária plena. Em 1973, o saldo do FGTS era da ordem de 21 bilhões de cruzeiros, o equivalente a 17% do total de haveres não-monetários de emissão do sistema financeiro e do Tesouro Nacional;
 - Programa de Integração Social (PIS), criado em setembro de 1970. Seus recursos advêm de uma contribuição das empresas igual a 0,5% de seu faturamento²⁵. O PIS é remunerado nos mesmos moldes do FGTS. Em 1972, o saldo do fundo já era da ordem de 4 bilhões de cruzeiros;
 - Patrimônio do Servidor Público (PASEP), também criado em 1970. Aqui as instituições públicas recolhem aproximadamente 0,8% de suas respectivas dotações orçamentárias. A remuneração se faz nos mesmos moldes do FGTS. Em 1973, o saldo de seus recursos já era da ordem de 3,6 bilhões de cruzeiros;
- b) Cadernetas de Poupança: seguramente o mais popular instrumento de captação de poupança do país. Ainda que criado em meados da década de 60, é só a partir de 1970 que realmente se consolida como instrumento de captação. Seu saldo cresceu rapidamente na década de 70: 8, 29 e 107 bilhões de cruzeiros para os anos de 1972, 1974 e 1976, respectivamente. Neste último ano, esse total representava 75% do total captado através de Letras de Câmbio e Depósitos a prazo fixo, enquanto que em 1970 essa mesma fração era da ordem de 21%. Em 1976, as Caixas Econômicas Federal (50%) e Estadual (20%) detinham 70% desses depósitos;
- c) Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN) e dos Tesouros Estaduais (OR's): esses títulos, particularmente a ORTN, são os principais instrumentos de dívida pública dos Tesouros Federal e Estaduais. A ORTN, criada em 1964, foi um dos instrumentos básicos de saneamento das finanças do Tesouro Nacional. Até 1970 era o único título de dívida pública do Governo Federal, quando é criada a Letra do Tesouro Nacional (LTN) título esse não indexado. Em dezembro de 1976, do total da dívida pública da ordem de 153 bilhões, 55% era mantido em ORTN. Nessa mesma data, a dívida pública dos Tesouros Estaduais e Municipais era da ordem

²⁵ Em contrapartida, as empresas tiveram uma redução de 5% na alíquota do imposto de renda devido.

de 23 bilhões de cruzeiros.

2.2 Áreas de aplicações

- a) Sistema Financeiro Habitacional: financiamento habitacional e de saneamento urbano com recursos do FGTS e de cadernetas de poupança. O Banco Nacional da Habitação — o administrador do FGTS — controla e fiscaliza as instituições financeiras desse mercado. A Caixa Econômica Federal é a instituição que divide com o BNH a liderança desse mercado;
- b) O sistema BNDE detém praticamente o monopólio dos fundos para financiamento de investimentos no setor industrial. Desde que o BNDE passou a administrar o fundo conjunto PIS/PASEP, a partir de junho de 1974, as aplicações do Banco têm mostrado um vigoroso crescimento: 4.8, 15.6, e 32.0 bilhões de cruzeiros para os anos de 1973, 1974 e 1975, respectivamente.

Nessa estrutura geral do mercado de capitais no Brasil os traços básicos são:

- a) Dicotomia no mercado de capitais entre Governo e setor privado quanto aos sistemas de contrato. Os contratos em termos reais — correção monetária *a posteriori* — só são feitos por agências do Governo. Este é, portanto, o único agente do mercado de capitais que é credor e devedor em UPC's²⁶. As instituições privadas do mercado têm se recusado a aceitar débitos em termos reais. A alegação, bastante sensata, tem sido de que esses contratos têm um alto risco de insolvência numa economia sujeita a choques inflacionários, a exemplo da brasileira²⁷. E isso, na verdade, foi confirmado com a experiência pós-73, como veremos a seguir. Enquanto resta a opção do contrato em termos nominais, há uma clara rejeição das operações contratadas em termos reais pelo setor privado financeiro;

26 Note que no caso das Cadernetas de Poupança uma parcela pequena da captação e das aplicações é feita por agentes do setor privado. Ainda assim a captação dessas agências é garantida pelo BNH, até o limite de 1.000 UPC para cada cliente.

27 Entre 1965 e 1966 inúmeras tentativas foram feitas para introduzir correção monetária *a posteriori* em algumas operações de captação dos bancos comerciais e das financeiras. Diante da relutância dessas instituições, a solução de compromisso foi o que se chamou então de correção monetária *a priori*. Novamente em 1974, as Autoridades Monetárias insistiram em impor correção monetária *a posteriori* nas operações acima de 24 meses para financeiras e para bancos de investimentos. Da mesma forma que em 1968, a inovação não foi aceita. A esse respeito, veja Conjuntura Econômica, Fevereiro de 1975, página 140.

- b) **Concentração da atividade financeira nas agências do Estado.** Na verdade, o desenvolvimento do mercado se fez basicamente a partir de agências estatais que terminaram por se constituir em núcleos relativamente isolados: Banco do Brasil e Banco Central, na área de bancos comerciais; BNH e Caixa Econômica Federal, na área habitacional e operando em termos reais; e BNDE e o sistema de bancos de desenvolvimento, operando na área de financiamento de investimentos do setor industrial;

Esses núcleos básicos mais as agências dos Tesouros Estaduais controlavam de 55 (em 1973) a 70% (em 1976) da poupança financeira bruta do país. Essa concentração no lado da captação, naturalmente determina a presença dominante do Estado no lado das aplicações. Paralelamente a essa concentração, também se observa, mormente a partir de 1969, uma forte concentração dentro do segmento privado do mercado de capitais. Esse é o fenômeno da conglomeração financeira: a partir de uma unidade líder, um grupo expande suas atividades para todos os segmentos do mercado. Para se ter uma idéia do que representou esse movimento, basta indicar que entre 1965 e 1976 a parcela dos depósitos à vista dos cinco maiores bancos privados do país passou de 18,8 para 53% do total de depósitos à vista do setor privado²⁸;

- c) A existência de contratos em termos reais, de um lado, e a maciça presença do Governo no mercado, de outro, definiu uma situação bastante complexa para a fixação da taxa de juros. Do lado da captação, parcela substancial da poupança financeira é remunerada a base de 4 a 6% a.a. mais correção monetária *a posteriori*. Isso seguramente fixa um patamar mínimo de remuneração aos olhos do poupador. Em momentos de expectativa de alta na taxa de inflação, a exemplo do período pós-74, isso tende a fixar o limite mínimo a níveis perigosamente elevados a ponto de subverter a própria noção de investimento produtivo e independentemente do eventual excesso de demanda ou de oferta no mercado de crédito.

De outra parte, no lado das aplicações, criaram-se linhas de crédito subsidiado para setores prioritários — a exemplo do setores agrícola e exportador — que supostamente não teriam condições de suportar custos financeiros fixados a partir da remuneração da poupança financeira. É como se estivéssemos criando a possibilida-

28 Adicionalmente, convém lembrar que entre 1966 e 1975 foram fechados 213 estabelecimentos bancários e 60 companhias de financiamento, para se ter uma idéia desse fenômeno de conglomeração estimulado pelo Governo.

TABELA 3
CANALIZAÇÃO DE POUPANÇA FINANCEIRA

Saldo em fins de período — Cr\$ Milhões

	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976
Canalização para o setor público												
Haveres não monetários												
Depósitos Poupança + Letras Imobiliárias	9	54	152	314	860	1936	3437	6610	10691	21399	40087	750011
Depósitos a Prazo Fixo	—	—	—	516	348	564	1026	1681	2582	5077	8479	5801
O.R.T.N. + L.T.N. + Outros	463	1434	2520	4189	6792	11282	16935	27901	41576	52219	111383	177111
Poupança Compulsória	—	—	629	1902	3611	6040	10351	17770	28738	50331	81051	138709
TOTAL	472	1488	3301	6948	11611	19822	31749	53962	83587	130026	241270	396626
Canalização para o setor privado												
1 Sem Garantia do Estado	695	906	2105	5491	7927	12163	23578	37351	59803	74676	106490	135723
Depósitos a Prazo Fixo	—	—	—	933	1755	3873	8461	15336	23229	28394	43818	67331
Aceites Cambiais	635	906	2105	4558	6172	8285	15117	22045	36574	46282	60672	68392
2 Com Garantia do Estado	—	11	224	633	1228	2153	3462	6118	9948	15813	24084	42318
Depósitos Poupança	—	—	9	69	141	294	510	1323	3657	7807	15475	32961
Letras Imobiliárias	—	11	215	564	1087	1859	2952	4795	6291	8006	8608	9357
3 Total (3 = 1 + 2)	695	917	2329	6124	9155	14316	27040	43469	69751	90489	130574	178041
Relação 2 + 3	—	1,20	9,62	10,34	13,41	15,04	12,80	14,07	14,26	17,48	18,44	23,77

Fonte: Boletins do Banco Central do Brasil

TABELA 4
EMPRÉSTIMOS AO SETOR PRIVADO PELO SISTEMA FINANCEIRO

Saldo em fim de período — Cr\$ Milhões

Ano	Sistema Privado				Sistema Público				Sistema Financ. Habitacional				Total de Empréstimos (13)
	Sistema Financeiro Privado (1)	Sistema Bancário Privado (2)	Total Bancário (3)	Sistema Bancário Público (4)	Caixas (5)	BNDE		Outros Públicos (8)	Total (9)	Total (10)	Repasse (11)	Crédito Imobiliário Privado (12)	
						Bruto (6)	Líquido (7)						
1964	215	1595	1810	1957	153	201	186	9	2320	—	—	—	4130
1965	571	2888	3459	3047	297	284	241	28	3656	19	—	—	7234
1966	1191	3268	4459	4435	539	345	292	56	5375	110	17	4	9838
1967	2303	5462	7765	6735	844	478	414	96	8153	711	148	196	16417
1968	5163	9119	14282	10689	1515	1190	1027	382	13776	2764	913	763	29846
1969	7484	12451	19935	16169	2256	2134	1770	715	21274	5471	1632	1305	44755
1970	12612	16459	29071	22548	4380	3396	2668	1049	31373	9601	2502	1917	66835
1971	19973	24852	44825	32752	6751	4215	2806	1760	45478	15846	4191	3437	100637
1972	35080	36338	71418	45222	10045	6681	3326	3892	65840	24443	8302	7944	153348
1973	59075	50509	109584	68815	16649	10588	4836	8272	104324	38352	14953	13576	238462
1974	75125	71477	146602	118186	28907	23464	156288	16200	186757	64838	26816	21649	370809
1975	101953	105592	207545	191685	54976	46948	31397	26022	319631	101593	45318	30249	579579
1976	130141	156424	286565	304923	102601	88371	57181	44445	540340	191008	82213	52199	915299

Fonte: Banco Central do Brasil

OBS.: A Tabela apresenta dificuldade de compatibilização, pois existe uma série de fluxos internos que geram dupla contagem.

(1) Inclui instituições privadas do Sistema não Monetário, Financeiras e Bancos de Investimentos.
(2) Bancos Comerciais Privados.

(3) Soma de (1) mais (2).

(4) Inclui Bancos Comerciais oficiais inclusive Banco do Brasil.

(5) Caixas Econômicas Federais e Estaduais.

(6) e (7) A dificuldade de deduzir os repasses do BNDE das Instituições devidas, levaram-nos a apresentar separadamente o total bruto de empréstimos e o líquido (menos repasses).

(8) Inclui Bancos Estaduais de Investimentos e Financeiras Estaduais.

(9) Soma de (4), (5), (6) e (8).

(10) Sistema Financeiro Habitacional incluindo setor Público e Privado.

(11) Repasses efetuados pelo BNH ao sistema financeiro (público e privado).

(12) Sociedade de Crédito Imobiliário privadas.

(13) Total de empréstimos conforme coluna 34 do Relatório citado. Inclui Sistema Monetário e não Monetário público e privado.

de para que o maior agente do mercado de capitais do Brasil passasse a operar com *spread* negativo.

As Tabelas 3 e 4 dão uma idéia do volume, assim como da distribuição entre Estado e setor privado da captação da poupança financeira e dos empréstimos, respectivamente.

Isso define uma estrutura de mercado bastante frágil e sujeita aos caprichos das flutuações da taxa de inflação. A uma drástica elevação da taxa de inflação, segue-se imediatamente uma igualmente drástica elevação da taxa de conversibilidade esperada entre UPC e cruzeiros, assim como se eleva a incerteza quanto à taxa a vigorar no futuro. Isso, por sua vez, provoca amplos movimentos de recursos financeiros entre instituições e instrumentos de captação de poupança, a uma velocidade capaz de comprometer seriamente a liquidez das instituições financeiras que operam primariamente no mercado de contratos em cruzeiros e das empresas que mantêm débitos em termos reais²⁹.

De uma parte, os detentores de ativos financeiros se ajustam à luz da elevação da taxa de inflação transferindo amplos recursos do setor de contratos em termos nominais para o que contrata em termos reais³⁰. De outra, os tomadores de recursos — mormente os que têm débitos em termos reais contratados no passado —, diante do mesmo fenômeno, ampliam suas

29 Convém chamar a atenção para o fato de que num sistema parcialmente indexado, a velocidade do ajuste se amplia substancial e relativamente a um sistema unificado. Primeiro, porque a taxa de juros tende mais rapidamente a acompanhar a taxa de inflação. Segundo, porque o custo do ajuste é menor entre segmentos de um amplo mercado de capitais do que entre este e o setor de bens físicos estocáveis (imóveis e outros que tais). É exatamente isso que compromete a estabilidade do sistema: flexibilidade de preço e velocidade do ajuste. Parece mesmo paradoxal que isso seja fonte de instabilidade. Na entanto, basta lembrar a coexistência de contratos nas duas unidades de contas e a incerteza quanto à conversibilidade futura para entender esse potencial desestabilizador do sistema parcial. Interessante também lembrar que é algo semelhante a isso que conduz Keynes (1936, Capítulo 19) à proposição de que flexibilidade de salários nominais é fonte de desestabilização do sistema capitalista e não ao contrário como defendiam os economistas clássicos.

30 Note que com a elevação da taxa de inflação, sobe não só o ganho nominal esperado mas também fundamentalmente a incerteza quanto ao nível do ganho esperado que torne possível a competição e sobrevivência do setor que opera com contratos nominais.

demandas de liquidez via crédito no setor nominal³¹

Por seu turno, isso gera um excesso de fundos no setor real e um de demanda no de contratos em termos nominais. E mais, como tanto o nível quanto a incerteza sobre a taxa de conversibilidade de UPC em cruzeiros é independente desses fluxos de recursos, todo o ajuste se faz, entre os dois setores, por movimentos de quantidades e não de preços³². Dessa forma, podemos eventualmente observar:

- a) crescente crise de liquidez no setor financeiro que opera primariamente no setor nominal — bancos, financeiras e bancos de investimento — o que eventualmente pode conduzir à insolvência por liquidez; e
- b) igualmente insolvência das empresas que tenham contratados débitos em termos reais no passado. Isso tanto mais dramático será, quanto maior tenha sido a velocidade da acumulação no passado recente financiada por envidadamento em termos reais.

Isso tudo impõe uma extraordinária pressão sobre a oferta de liquidez primária. Diante da insolvência de algumas instituições e da eventualidade de propagação em cadeia dessa insolvência, é possível que as Autoridades Monetárias terminem por expandir a liquidez primária. No entanto, a exemplo do que ocorre no Brasil, dadas as inúmeras linhas de crédito subsidiadas mantidas pelas Autoridades Monetárias e o fácil acesso à fonte externa de financiamento, essa expansão primária deixa de ser uma eventualidade e ocorre automaticamente.

Enquanto persistir a situação, as condições poderiam se agravar ainda

31 Isso ocorre primeiro porque aumenta a necessidade de liquidez para o mesmo nível de crédito real pela elevação do ônus financeiro desses contratos e, segundo, pela possibilidade de ganho adicional que esse movimento oferece.

32 Na verdade, se a única opção em termos reais fosse um título do tipo de ORTN e se o Governo mantivesse a sua escassez no mercado, isso permitiria um ajuste via preços do ágio das ORTN. No entanto, graças à presença de depósitos de poupança, dificilmente tal ajuste poderia ocorrer, a menos que as instituições que aceitam esses depósitos se recusassem a aceitá-los e que os existentes fossem negociáveis. Note que a taxa de conversibilidade esperada depende tão somente da taxa de inflação observada e antecipada. E mais, a cada momento, o que conta é a taxa esperada para o futuro (no horizonte dos contratos). Assim, ao momento da elevação da taxa de inflação, há uma grande incerteza quanto à taxa de juros nominal que eventualmente poderia corresponder à taxa de ganho real do setor indexado para um horizonte mais amplo, digamos, um mês. É isso, na verdade, que pode eventualmente gerar uma "crise especulativa"

mais pela queda na eficiência marginal do capital — provocada por insolvências — relativamente à remuneração garantida pelo Estado no setor de contratos em termos reais. Assim a situação de excesso de fundos nas mãos do Estado e de escassez no setor nominal termina por se ampliar com a própria expansão do crédito subsidiado e do acesso ao crédito externo que, por sua vez, força a expansão primária de meios de pagamentos.

Dessa forma obtém-se simultaneamente elevação da taxa de remuneração da poupança financeira, expansão da dívida externa, excesso de fundos nas agências do Governo, quedas na eficiência marginal do capital — e, portanto, na expansão dos investimentos, produto e emprego — e expansão do crédito, tudo convergindo para a especulação financeira. Graças à insensibilidade da taxa de conservação entre UPC e cruzeiros aos volumes de poupança que entram no setor de débitos reais, essa situação muito se assemelha à idéia de “armadilha da liquidez” neste caso remunerada pelo Governo. Amplia também a possibilidade de obrigar o Estado a operar com *spread* negativo: de uma parte, capta poupança com correção monetária *a posteriori*; de outra, se vê obrigado a ampliar o volume de crédito subsidiado.

Essa descrição, embora um pouco caricatural, mostra a essência do que vem ocorrendo no Brasil desde 1974. Convém, no entanto, ficar claro que o setor financeiro como montado no Brasil não teve autonomia para dar início a esse processo especulativo. Foi, no entanto, o *habitat* natural para magnificar a crise de investimento que teve origem na crise internacional, de um lado, e, fundamentalmente, na política econômica, de outro.

Vejamos agora o problema que condicionou esse “choque de política econômica”: a questão distributiva.

3.3. A Questão Distributiva

Traçado o quadro financeiro, caracterizemos agora o segundo elemento básico para a compreensão dos desdobramentos de política econômica pós-1973: a questão distributiva.

Essa é uma questão multifacetada. Há questão distributiva entre Estado e setor privado; há entre regiões brasileiras, assim como há a da distribuição da renda pessoal da força de trabalho. Ainda que cada qual dessas questões tenha grande importância, parece-nos fora de dúvida que, presenteemente, os problemas políticos e econômicos maiores residem na questão distributiva ao nível da renda pessoal. No entanto, antes de tentar uma

caracterização desse problema, convém dizer algo sobre a questão distributiva entre Estado e setor privado.

Antes de 1964, a coleta do imposto inflacionário através da emissão de meios de pagamentos para financiar as operações de caixa do Tesouro Nacional foi, entre outras coisas, um meio relativamente eficiente que o Estado encontrou para ampliar sua participação no produto. No entanto, com a reorganização da administração do Estado e a disciplina imposta ao Tesouro após 1964, pensou-se em eliminar esse veículo financeiro de transferência de recursos do setor privado de um modo geral para o Estado e, então, deste para subsetores ditos prioritários. Ainda que se tenha imposto disciplina ao Tesouro, esse processo de transferência financeira não parou, contudo. O Estado, através de mercado de capitais, continua a exercer seu enorme poder de concessão. De uma parte, coleta recursos a juros reais positivos mais correção monetária — voluntária e compulsoriamente — e garante a liquidez de sua dívida, mas, de outra, administra um amplo sistema de crédito subsidiado para setores prioritários. O mesmo processo de transferência se faz através do mercado de capitais, ainda que a institucionalização da correção monetária *a posteriori* permita uma eficiente defesa para os que podem escapar ou minimizar o custo do imposto inflacionário via poupança financeira.

Esse processo de transferência tem um agravante. Com a queda da velocidade de crescimento dos investimentos pós-74, esse processo de transferência resultou numa forte onda de especulação financeira que, de uma forma ou de outra, demonstrou a fragilidade dos supostamente eficientes mecanismos de administração pública instalados após 1964. E isso esperamos ter mostrado na seção anterior desse trabalho.

Ainda que importante, é na questão distributiva de renda da força de trabalho que a política econômica encontra seu limite mais sério, no entanto. Seguramente nenhum outro tema ganhou contornos tão polêmicos quanto esse, particularmente após a divulgação dos estudos de distribuição de renda a partir dos dados dos censos de 1960 e 1970.

A constatada piora relativa do perfil distributivo da renda da população economicamente ativa entre 1960 e 1970 encontrou um ambiente político duplamente propício — o externo, caracterizado pelo desencanto com o desenvolvimento como veículo de combate à pobreza onde se insere a atuação do Banco Mundial e, o interno, apertado por um regime militar forte — para imediatamente se transformar na base da crítica à política econômica do Governo.

As evidências quanto à piora distributiva são as seguintes³³

- a) a já elevada desigualdade observada a partir dos dados do censo de 1960 – aqueles que constituem 1% da população economicamente ativa (PEA) se apropriavam de uma parcela da renda (12,11%) maior do que a apropriada pelos que constituem os 40% mais pobres (10,1%) – amplia-se de forma substancial a julgar pelos dados do censo de 1970 – 20,81% e 14,5% respectivamente para aqueles grupos da PEA;
- b) a renda média dos 40% mais pobres era da ordem de 70,50 cruzeiros, a preços de 1970, ou seja, somente 38% do salário mínimo então vigente em São Paulo; a dos 60% mais pobres era de 98,00 cruzeiros, ou seja, 52% do salário mínimo;
- c) ainda assim, os dados mostravam um aspecto positivo: a renda real média de cada qual dos grupos de renda cresceu ao longo da década. No entanto, a dos 1% mais ricos cresceu 74%, enquanto a dos 40% mais pobres cresceu somente 10,33% na década.

A despeito das limitações dos dados, esses números passaram a ser aceitos como uma indisputada evidência da piora distributiva ocorrida no país na década de 60³⁴. As opiniões, no entanto, se dividiram quanto às causas dessa piora. De um lado, perfilam os que atribuíam essa piora relativa à política econômica do Governo instalado em 1964 como cristalizada, por exemplo, na política salarial. A bem da verdade, no entanto, o elo de causalidade entre a piora distributiva e o arrocho salarial de 1965/67 nunca foi adequadamente explicitado. De outro, estão os que vêem o fenômeno com naturalidade à luz do rápido crescimento econômico dos fins da década, de um lado, e da escassez de mão-de-obra especializada, de outro. Esses atribuíam assim à baixa escolarização da força de trabalho brasileira a causa primária daquela piora³⁵.

33 Essas informações são extraídas de Simonsen e Campos (1974). Há inúmeras outras fontes quanto à questão distributiva no Brasil. O leitor interessado poderá consultar Fishlow (1972), Langoni (1973) e R.A. Costa (1977). Os índices de Gini calculados para 1960 e 1970 são respectivamente 0.50 e 0.57.

34 Informações preliminares da FIBGE veiculadas pela imprensa em agosto de 1978, indicam que em 1976 a situação relativa dos grupos de baixa renda agrava-se ainda mais.

35 Fishlow (1973), Singer (1976) Bacha (1977), entre outros, debitam a piora distributiva à política econômica do Governo e, em particular, à política salarial. Simonsen e Campos (1974), Langoni (1973) e outros debitam à baixa escolarização da população economicamente ativa. Para uma crítica à posição que debita a piora distributiva à política salarial, veja Macedo (1976).

Ainda que rico de conseqüências políticas, esse debate foi muito pouco elucidativo quanto às causas da piora e mesmo quanto à política econômica para superá-la. Não se colocou com clareza o problema que nos parece central: a política de investimento e a centralização das decisões de investimento num círculo fechado e autoritário. Isso terminou por marginalizar interesses de amplos segmentos da população, como visto através da expansão do que genericamente se pode chamar de bens de salário³⁶.

Algumas informações são bastante ilustrativas dessa situação:

- a) Entre 1969 e 1974 a parcela dos financiamentos do BNH aplicada em casas populares (até 200 UPC's) cai de 18,4 para 1,8% do total de aplicações; a parcela aplicada em "casas econômicas" (entre 200 e 400 UPC's) cai de 40,8 para 13,4% do total. Enquanto isso, a parcela aplicada em "habitações de luxo" (acima de 720 UPC's) passa de 17,2 para 38,4% do total³⁷. Note que isso é para o Banco cujo objetivo explícito desde sua criação era o de eliminar a carência habitacional para as populações de baixa renda;
- b) Ainda que a agricultura brasileira tenha apresentado um bom desempenho em anos recentes (crescimento médio de 5,11% a.a. entre 1968/76), a disponibilidade interna *per capita* dos produtos predominantemente voltados para o mercado interno ficou bem aquém do desejável. Barros e Graham (1978) indicam que:
 - b.1. não houve nenhum ganho ou mesmo quedas de produtividade (produto por hectare) nas principais culturas voltadas para o mercado interno;
 - b.2. houve extraordinário ganho de produtividade para as culturas voltadas para a exportação;
 - b.3. a disponibilidade de calorias *per capita* a partir da produção doméstica cresce levemente até 1971, enquanto que o preço por milhão de calorias é levemente decrescente. A partir desta data, cai a disponibilidade doméstica entre 20 e 30% e quase dobra o custo real da caloria³⁸;

36 Para uma breve elaboração sobre esse aspecto do problema, veja Moura da Silva (1976).

37 Para um detalhado estudo sobre a performance do BNH, veja Almeida de Chautard (1976).

38 Barros e Graham calculam esses números a partir de uma cesta (arroz, feijão, mandioca, batata, inglesa e trigo) básica que responde por 55% da ingestão de calorias das famílias pobres do Município de São Paulo. A partir disso transformam a "cesta" em correspondente calórico e então realizam seus cálculos. Ainda que precários, pode-se tomá-los como sintomáticos da situação da oferta de alimentos para o mercado doméstico.

- b.4 a disponibilidade doméstica total de produtos agrícolas, em termos *per capita*, cresce de 1,7% a.a. no período 1970/75, enquanto que a oferta doméstica de exportáveis (café, fumo, soja etc.) cresce 20% e a de produtos predominantemente voltados para o mercado doméstico (arroz, feijão, mandioca, tomate etc.) cai de 4% no mesmo período.

Alves e Vieira (1978) indicam adicionalmente com base em informações de uma amostra para a capital paulista que o custo da dieta mínima de um adulto passa de 20% em 1965 para 28% em 1970 e para 31,5% em 1976, como porcentagem do salário mínimo.

Isso combinado com a escassez e baixa qualidade dos serviços de água e esgotos sanitários dos núcleos urbanos do país terminou por se refletir nos tradicionais indicadores de pobreza: mortalidade infantil e desnutrição. A mortalidade infantil na cidade de São Paulo cresce monotonicamente a partir de 1965: passa, neste ano, de 69,4 para 86 em 1972 para cada mil crianças nascidas vivas. Em Belo Horizonte, passa de 92,3 para 105 no mesmo período.

Campino, Alves e Vieira (1975) reportam, a partir de uma amostra para a cidade de São Paulo, coletada em 1971/72, que 61% das famílias com renda *per capita* menor que 0,5 salários mínimos e 29% das que têm entre 0,5 e um salário mínimo, têm carências nutricionais de origem calórica. Em 1973, a partir de um estudo sobre o estado nutricional das crianças em idade pré-escolar do Estado de São Paulo³⁹, calculou-se que 46,33 e 21% das crianças das famílias de renda *per capita* de até 0,5 e 1,0 e de 1,0 a 1,5, respectivamente, tinham carências nutricionais.

Desnecessário reafirmar que qualquer que seja o esquema de redistribuição de renda monetária que vier a ser concebido que não seja acompanhado por uma política de investimento que permita a ampliação da oferta de alimento, de um lado, e que melhore as condições de vida urbana, de outro, possa ter algum sucesso em melhorar as condições miseráveis de vida de parcela substancial da população brasileira.

Para um país que já tem mais da metade de sua população localizada em núcleos urbanos e que parcela substancial dessa população se concentra

39 Esses resultados são extraídos de um estudo conjunto do Instituto de Medicina Preventiva da Escola Paulista de Medicina e do Instituto de Pesquisas Econômicas da USP (1975). A medida de carência nutricional foi feita a partir da diferença entre pesos observado e esperado para cada faixa etária.

em cinco ou seis grandes cidades, esse quadro de pobreza urbana cria uma forte tensão social e impõe claros limites políticos à manutenção de uma política econômica que não vise melhorar as condições de vida dessas populações. Esse é o quadro básico que na verdade condiciona a formulação da política econômica no país.

Por uma questão de justiça, convém fechar essa subseção com uma nota positiva sobre o crescimento recente da economia brasileira. Ainda que a questão da pobreza seja uma das mais importantes fontes de inquietação política e social do país, deve-se registrar que a economia brasileira tem mostrado bastante dinamismo no seu processo de modernização no pós-guerra. Isso, por sua vez, tem ampliado sobremaneira as opções ocupacionais e o horizonte de renda para as novas gerações que entram no mercado de trabalho. Se é certo que isso se deve em larga medida ao rápido movimento de urbanização verificado nos últimos 30 anos e que parcelas substanciais da população se encontram ainda desempenhando ocupações de baixa renda e pouco prestígio social, não é menos certo também que o rápido crescimento econômico do país têm possibilitado uma relativamente rápida mobilidade social. E isso é particularmente verdadeiro no que respeita à ampliação da classe média.

Pastore (1978), comparando *status* ocupacional de pais e filhos, conclui que enquanto 24,7% da amostra se enquadram nas categorias da classe média e da classe média superior, somente 16,9% dos pais dos informantes aí se localizavam quando da entrada do informante na força de trabalho⁴⁰.

40 Pastore trabalha com uma amostra de homens, chefes de famílias, e com idade variando entre 20 e 64 anos, calculada a partir da pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD), 1973. Define classe social a partir dos dados de ocupação, renda e escolarização. Tamanho da amostra: 53764 informantes. A título de ilustração, segue uma lista de ocupação para cada qual das classes:

Baixa Inferior: (basicamente atividade braçal no campo) carvoeiro, garimpeiro, pescadores etc.

Baixa Superior: (trabalhadores urbanos de baixa especialização e rurais semi-especializados) fiandeiros, traçoristas, açougueiros, aprendizes, serventes de pedreiro etc.

Média Inferior: torneiro mecânico, funileiros, soldadores, tipógrafos, pedreiros etc.

Média Média: técnicos agrícolas, pequeno proprietário, desenhistas, fotógrafos, linotipistas, professor primário, mestre de obras etc.

Média Superior: (profissionais de alto nível de especialização) redatores, inspetores de ensino etc.

Mais significativo ainda, do ponto de vista de mobilidade social, é a comparação entre o primeiro e o emprego atual dos informantes:

- a) 92% dos informantes entraram na força de trabalho em ocupações de baixa renda e prestígio social e 72% mantiveram o mesmo *status* social na data que a informação foi colhida⁴¹;
- b) 7,6% dos informantes entraram na força de trabalho em ocupações de classe média e média superior e 24,7% “desfrutaram” desse *status* na data em que a informação foi colhida.

Ainda que esses dados não atenuem a questão básica da pobreza — na verdade, a confirma —, eles indicam que a sociedade brasileira apresenta algumas oportunidades de mobilidade social vertical e, mais fundamentalmente, que essa mobilidade é fruto do processo de modernização da sociedade nesses últimos 30 anos.

4. Crise do Crescimento e Especulação Financeira Pós-74

Agora temos os dois elementos básicos para a análise da crise pós-1974. Primeiro, as pressões para mudança na política econômica oriunda da questão distributiva num quadro político autoritário, na condução dos negócios e, segundo, a frágil e ainda assim ampla organização do mercado de capitais na qual se tenta essa mudança.

A idéia básica que orienta a análise é bastante simples e pode assim sumariamente ser expressa. Diante do choque exógeno da crise internacional, de um lado, e das tentativas de mudanças de política econômica provocadas pela questão distributiva interna, de outro, houve como que uma desorganização do núcleo de decisões e nos canais de implementação dos investimentos. Isso poderia ser entendido como representando uma queda na eficiência marginal do investimento.

Paralelamente a essa queda, observa-se, animada por incidentes de política econômica e pela propensão a magnificar crises embutidas na estrutura do mercado de capitais do país, uma forte onda especulativa no setor financeiro. Essa, por sua vez, garantida por uma inflexibilidade da remuneração da poupança financeira aos fluxos de poupança, termina por dramatizar mais ainda o desestímulo às inversões produtivas e a forçar o endividamento externo, de um lado, e o excesso de recursos nas mãos do Tesouro Nacional através também de endividamento, de outro.

41 Aqui, baixa renda engloba classes Baixa Inferior e Superior e Média Inferior.

Isso conduz, em escala crescente, à desorganização e esvaziamento dos instrumentos tradicionais de controle da política econômica, os quais ampliam mais ainda a inquietação política diante das incertezas sobre o futuro próximo, política e economicamente falando.

Tentemos agora caracterizar essa complexa situação. Inicialmente convém discutir o porquê da queda da eficiência marginal dos investimentos — que é fundamentalmente um problema que se coloca ao nível da organização da política econômica — para então depois mostrar como o mercado financeiro passou a imprimir seu ritmo especulativo a todo sistema produtivo.

A eficiência marginal do capital é, como se sabe, um conceito essencialmente prospectivo e determinado por expectativas sobre os futuros pontos de demanda efetiva para o produto a ser gerado pelo equipamento objeto da decisão do investimento. Nos fins de 1973 e ao longo do ano de 1974, inúmeros e marcantes acontecimentos tiveram lugar para colocar sérias dúvidas sobre o futuro e, portanto, com impacto negativo na eficiência marginal do investimento. Dentre esses acontecimentos dois são críticos: o choque externo dado pela crise internacional e o interno, dado pela profunda reorientação de política econômica. Começemos por este último.

Talvez pressionada pelas questões políticas suscitadas, entre outras coisas, pela questão distributiva, a nova administração empossada em março de 1974, trazia um ambicioso plano de Governo que, em muitos pontos, contrastava com a ênfase da política econômica da administração imediatamente anterior. Propunha-se, entre outras coisas, o seguinte⁴²:

- a modificar o perfil distributivo em favor dos grupos de baixa renda através de um amplo programa social: fortalecimento da área de saúde, ampliação das bases da previdência social, melhoria da qualidade de vida urbana, modificação da política salarial etc.;
- a modificar o perfil de investimento de forma a favorecer as indústrias de base — mormente de insumos nas áreas de energia, metais não ferrosos, fertilizantes, produtos químicos etc. — e a criação de uma tecnologia nacional;
- a fortalecer a indústria privada nacional até então apertada, de um lado, pela multinacional e, de outro, pela empresa estatal. A solução de compromisso seria, entre outras coisas, dada pela associação

42 Para uma completa lista das novas prioridades, o leitor deverá consultar o II Plano Nacional de Desenvolvimento Econômico (1974). Para uma crítica ao plano, veja Lessa (1977).

entre os grupos na base de 1/3 para cada qual, para implementar os grandes projetos de investimento nas áreas acima indicadas;

- a redefinir as prioridades no setor de transporte para favorecer ferrovias e outros modos de transporte que não dependentes de petróleo;
- a realizar uma ampla abertura política, gradual, mas firme.

Mais importante ainda, esse plano de intenções foi imediatamente acompanhado de uma reorganização da administração da política econômica com o deliberado propósito de implementar esse desejável, mas vago e inconsistente plano de intenções. Redefine-se a autoridade do Conselho Monetário Nacional, até então o órgão máximo da política econômica, presidido pelo Ministro da Fazenda, para circunscrevê-la à condução da política monetária e criam-se dois novos órgãos de definição de política econômica: o Conselho de Desenvolvimento Econômico (CDE) – responsável pela definição da política econômica e presidido pelo próprio Presidente da República – e o Conselho de Desenvolvimento Social (CDS) – para realizar a tarefa redistributiva na área previdenciária. Ao lado do CDS, cria-se também o Ministério da Previdência Social.

Isso ao nível mais elevado da política econômica. Outras modificações menores vieram, a exemplo do fortalecimento político do Ministério do Planejamento e da transferência da administração dos fundos do PIS e PASEP – respectivamente da CEF e do Banco do Brasil – para o BNDE. Isso num clima de relativo afrouxamento da censura à imprensa diária que, a partir de então, passa a ser “povoada” por uma nova retórica oficial: eleições livres para novembro de 1974, ampliação do mercado interno, independência tecnológica, limite ao poder das forças repressivas, corrupção etc.

Isso, creio, dá uma boa idéia do “clima doméstico” para a condução da política econômica. Devo imediatamente acrescentar que com isso não pretendo expressar julgamento sobre essa mudança. Na verdade, no plano das intenções, propostas alternativas dificilmente seriam melhores. Pretendo, no entanto, indicar que, dadas as características da administração anterior, isso criou:

- fortes apreensões no “núcleo informal” que comanda as decisões e a implementação dos investimentos e, por conseguinte, motivou resistências às mudanças propostas;

as perplexidades nos escalões burocráticos, o que, por seu turno, emperrou a máquina administrativa no processo tentativo de ajuste e sintonia às novas prioridades.

Isso não significa dizer tampouco que essa nova proposta de administração não fosse como uma resposta às acerbadas críticas feitas por uma crescente oposição à administração anterior. O fato, no entanto, é que essas tentativas de mudanças provocaram perplexidades e aumentaram a preferência por ativos financeiros com remuneração real e garantia do Governo, como que numa atitude de espera de novas informações para melhor juízo fazer do futuro. É como se tivéssemos uma “armadilha dos títulos públicos” Ou seja, em si mesma a proposta gerou incertezas e, portanto, quedas na “eficiência marginal do investimento”.

A exemplo do que sempre ocorre quando se tenta mudanças no palco político, as múltiplas tentativas de materializar intenções no plano da política econômica dão provas a um só tempo de que não se ficou ao nível da retórica e bem de que as resistências seriam passivas. Alguns exemplos:

- mudanças na política salarial de forma a reajustar salários bem acima das taxas de inflação: essa política persistiu do segundo semestre de 1974 até início de 1977, quando, novamente, a política anti-inflacionária passa a ser prioritária;
- corte no prazo de financiamentos para aquisição de bens duráveis de consumo: essa medida, no entanto, teve vida curta;
- ampliação da previdência social: em 1974, o número de contribuintes do INPS (Instituto Nacional de Previdência Social), na condição de empregado, cresceu 28%, para não falar dos autônomos e dos empregados rurais;
- tentativas de reorientação dos investimentos do Sistema Financeiro Habitacional da área de habitação de luxo para habitação popular e saneamento urbano.

Essa reorientação era tentada exatamente no momento em que se cristalizava a crise econômica internacional na quadruplicação do preço do petróleo em fins de 1973. Nesse novo cenário internacional fica patente o irrealismo das propostas de implementação dos grandes projetos nas áreas de insumo “básico” como preconizados pelo novo Governo. Cada qual desses grandes projetos (minério de ferro e aço com a U.S. Steel, em Carajás, alumínio com grupos japoneses, energia atômica com os alemães, celulose

com os japoneses, pólos petroquímicos da Bahia e do Rio Grande do Sul, com praticamente todos os grupos etc.) envolvia criticamente capitais externos. À medida que a crise internacional ia se cristalizando em quedas da demanda efetiva, de crescimento e de emprego e na elevação da inflação nas economias de nossos parceiros internacionais, maior era a resistência desses parceiros para implantar os projetos, maior o prazo das negociações e maiores as frustrações das empresas que estavam se preparando domesticamente para fornecer materiais para aqueles projetos.

Isso dramatiza as já não poucas incertezas domésticas quanto aos rumos da política econômica e da economia brasileira para o futuro.

Ao longo do ano, essas apreensões eram espicaçadas por desdobramentos da política econômica pouco saudáveis do ponto de vista dos investidores⁴³:

- imediatamente após a posse da nova administração, com o intuito de “absorver a inflação reprimida” em 1973 por um severo controle de preços e subsídios, o Governo adota uma “política de preços mais realista, com eliminação de subsídios, liberação de preços e descompressão de tarifas”. Resultado imediato foi a forte aceleração inflacionária no primeiro semestre do ano: de 17% a.a. em janeiro, a inflação sobe monotonicamente até atingir 32% a.a. em junho;
- usando pela primeira vez a Lei nº 6024 de 13/03/74 — concebida para coibir “excessos” de instituições que operam numa estrutura bastante instável no mercado de capitais — o Banco Central promove a liquidação extra-judicial de um grande conglomerado financeiro — o grupo Halles. É a tentativa de inaugurar uma política de austeridade financeira que provoca uma grave crise de liquidez pela transferência de depósito de bancos comerciais privados para os oficiais e, em particular, para o Banco do Brasil.

Neste clima de incerteza quanto aos rumos da política econômica e quanto aos desdobramentos da crise internacional, assim como do pânico que tomou conta do setor financeiro com a aceleração da inflação e o *affair* Halles, plantam-se os germes da especulação financeira que dominará os anos subseqüentes⁴⁴. Fecha-se o ano com forte elevação da taxa de

43 A partir desses dois “incidentes”, o mercado financeiro esteve sujeito a inúmeros sobressaltos e regulamentações. Para uma análise detalhada, veja Conjuntura Econômica, Fevereiro de 1975.

44 Para uma análise crítica desses desdobramentos, veja Moura da Silva (1977).

inflação do déficit da balança comercial e da dívida externa; paralelamente, observa-se queda na taxa de crescimento do setor de transformação industrial de 15,8% em 1973, para 7,1% a.a. em 1974, como indicado na Tabela 5.

O número que a um só tempo indica as apreensões, assim como a força especulativa que começa a dominar os negócios é o resultado da balança comercial: um déficit da ordem de 5 bilhões de dólares, que surpreendeu mesmo os mais pessimistas. Importando 80% do seu consumo doméstico de petróleo, a conta petróleo passou de 769,4 para 2961,9 milhões de dólares entre 1973 e 1974, com um acréscimo da ordem de 2,2 bilhões de US dólares, muito aquém, portanto, do déficit comercial. Ainda que se tenha em conta a queda na relação de troca do país em 1974, a duplicação das importações de 6 para 12 bilhões de US dólares refletiu, em larga medida, compras externas estimuladas pela especulação: após um crescimento da ordem de 94% em 1973, as compras de aço e ferro fundido cresceram 211% em 1974, impondo uma despesa adicional de 1,0 bilhão de US dólares; as compras de máquinas e equipamentos após um crescimento de 24% em 1973, cresceram 46% em 1974⁴⁵.

Para coroar, temos a campanha política para eleição de representantes às Assembléias Estaduais, à Câmara dos Deputados e de 1/3 do Senado, que transcorreu num clima de total liberdade, empolgou a sociedade e mostrou um extraordinário avanço da oposição que logrou vitórias expressivas nos Estados mais ricos da Federação.

Seria possível a tudo isso absorver sem inflação e sem queda no ritmo de crescimento dos investimentos? Seguramente, não. Como então tudo isso condicionou o prolongamento da crise até os dias atuais, conforme indicado na Tabela 5? A resposta reside nos desdobramentos que isso causou no sistema financeiro. Vejamos agora como isso ocorreu.

Num clima bastante tenso, como vimos, particularmente pela elevação da taxa de inflação, da contínua deterioração da balança comercial e pelo *affair* Halles, o Governo recém-empossado inaugura uma política supostamente contracionista, exercendo controle da expansão dos meios de paga-

45 As importações de aço passaram de 1,9 em 1973 para 4,4 milhões de toneladas em 1972, com os gastos passando de 493 para 1536 milhões de US dólares. As importações de máquinas e equipamentos passaram de 2,1 para 3,1 bilhões de US dólares, no mesmo período. Veja Conjuntura Econômica, Maio de 1978, para esses dados.

TABELA 5
SETOR EXTERNO

Anos	Crescimento Anual do		Milhões U.S. Dólares			Bilhão de U.S. Dólares	Inflação de Taxas Anuais (Dez-Dez)
	PIB	Indústria Transformação	Balança Comercial Superávit (+) Déficit (—)	Déficit Transações Correntes	Dívida Externa Líquida		
1973	11.4	16.8	+ 7.0	1688	6155.7	6.4	15.5
1974	9.6	7.1	- 4690.3	7123	11896.6	5.3	34.5
1975	4.7	3.7	- 3540.4	6700	17130.9	4.0	30.6
1976	8.7	10.5	- 2218.3	5977	22121.4	6.5	46.3
1977	4.7	2.3	+ 140.0	4285	26247.0	7.0	38.8

Fonte: Conjuntura Econômica — Valores para 1977 são estimativas preliminares.

mentos, promovendo aumentos do superávit do Governo e provocando alterações tarifárias marginais com o fito de controlar importações⁴⁶.

Paralelamente, dada a elevação da taxa de conversibilidade de cruzeiro em UPC's e a crise de confiança provocada pela liquidação extra-judicial do grupo Halles, observam-se dramáticos movimentos de fundos do setor nominal para o de contratos em termos reais, do lado da poupança financeira, assim como uma também dramática elevação da demanda por crédito no setor nominal. Esses movimentos terminam por condicionar toda política financeira ao longo desses últimos anos, em contínuas tentativas frustradas de evitar crises de liquidez e quebras do subsetor financeiro que opera em termos nominais, de um lado, e das empresas produtivas endividadas com correção monetária *a posteriori* ao período do *boom* de 1969/73, de outro.

A dramaticidade desses movimentos é ilustrada na Tabela 6, onde aparecem os saldos de poupança financeira captados pelos setores nominais e reais do mercado. De um lado, a captação real via Letras de Câmbio cai de 34,8 em dezembro de 1973 para 31,7 bilhões de cruzeiros em junho de 1974 e daí para frente não mais recupera seu nível real de 1973. A captação real via depósitos a prazo dos bancos de investimento cai de 17,95 em dezembro de 1973 para 16,48 bilhões de cruzeiros em junho de 1974. Os depósitos à vista dos bancos comerciais privados caem de 51,5 para 45,0 e para 50 bilhões de cruzeiros em junho e dezembro de 1974, respectivamente.

Diante dessa situação que provocou quebras de inúmeras instituições, as Autoridades Monetárias passaram a intervir meio atabalhoadamente no mercado. Basta enumerar algumas dessas medidas ao longo desses anos para se ter a exata dimensão desse "atordoamento":

- 46 Na verdade, o superávit de caixa do Tesouro resulta menos da deliberação da política do que do ajuste lento dos órgãos públicos às novas prioridades do Governo recém-empossado. O superávit cresceu ao longo do ano: de 277 em janeiro para 4899 em junho, para 5751 em setembro para cair somente no fim do ano para 3882. Exemplo flagrante dessa inércia é dado pela queda do ritmo de atividades do Departamento Nacional de Estradas de Rodagem, como os números abaixo indicam:

ATIVIDADE DO DNER — ACOMPANHAMENTO FÍSICO — KM

	1973	1974	1975	1976	1977
Implantação	5493.3	2446.5	2315.8	1537.9	858.9
Pavimentação	5363.5	3127.1	1893.1	1309.8	1123.8
Restauração	551.6	470.0	1973.6	1387.0	1190.0

TABELA 6

SALDOS EM TERMOS REAIS A PREÇOS DE DEZ. 1973 (MILHÕES CRUZEIROS)

	SETOR NOMINAL			SETOR REAL
	Depósitos à vista (1)	Letras de Câmbio (2)	Depósito a prazo (3)	Depósitos de Poupança (4)
1973 Dezembro	51542	34820	17950	14122
1974 Junho	45061	31771	16480	15148
Dezembro	50273	31561	16846	21426
1975 Junho	50799	30637	19554	26448
Dezembro	57698	32074	22003	31744
1976 Junho	52499	29092	22040	36072
Dezembro	53849	26926	211040	42338
1977 Junho	48335	22413	22096	44275
Dezembro	54058	24259	25187	50247

Fonte: Conjuntura Econômica.

(1) Nos Bancos Comerciais do Setor Privado.

(3) Depósitos a Prazo dos Bancos de Investimentos.

(4) Depósitos de Poupança com Correção Monetária a posteriori.

1. para "salvar" o setor nominal, entre outras coisas, permitiu-se:
 - 1.1. brutal expansão da "ajuda financeira" do Banco Central para os bancos comerciais, financeiros e de investimentos, como indicado na Tabela 7 abaixo.

TABELA 7

"AJUDA FINANCEIRA" DO BANCO CENTRAL

Saldo em Bilhões — Valores Correntes

	Financeiras	Bancos de Investimentos	Bancos Comerciais
1973	0.11	0.20	3.8
1974	2.01	2.80	6.1
1975	3.35	4.38	12.9
1976	6.30	6.70	18.7

Fonte: Boletins do Banco Central do Brasil.

- 1.2. contínuos cortes nos depósitos compulsórios em espécie dos bancos comerciais de tal forma que, teoricamente, eles passaram de 9.70 em 1973 para 5.7 em 1974 e para 1.20% do total de depósitos em 1975. Paralelamente, permitiu-se uma forte expansão dos depósitos compulsórios remunerados. O volume do ORTN (juros a 4% a.a. e correção monetária *a posteriori*) passou de 58% em 1973 para 62%, 82% e 71% do compulsório total entre 1974 e 1976, respectivamente;
2. para "salvar" os endividados com contratos em termos reais assim como para inibir a demanda por ativos financeiros do setor real, tomou-se as seguintes providências:
 - 2.1. em novembro de 1974, limitou-se a 20% a.a. a taxa máxima de correção monetária para os novos empréstimos contratados junto ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico que detém o monopólio doméstico dos empréstimos de longa maturação para o setor industrial. Essa medida logo se estendeu para as pessoas jurídicas devedoras do Banco Nacional de Habitação;

- 2.2. modifica-se a fórmula da correção monetária, primeiro em 1975, para introduzir um conceito de acidentalidade de tal forma a permitir que as flutuações da taxa de conversibilidade entre UPC's e cruzeiros não faça o caminho da inflação. Segundo, em 1976, para tabelar 20% das flutuações da taxa de conversibilidade a uma taxa de inflação desejada da ordem de 15% a.a.;
3. Para satisfazer a demanda por crédito nominal gerada, de um lado, pela ilíquidez das empresas com contratos em termos reais e, de outro, pelo afã de lucro fácil⁴⁷: O Banco do Brasil expandiu dramaticamente o crédito nominal a taxas nunca inferiores a 60% a.a. até 1976. Isso foi feito mais intensivamente no primeiro semestre de 1975 quando a expansão alcança taxas anuais da ordem de 90% a.a. em junho e julho. De um modo geral, a expansão de crédito tem sido bastante elevada como indicado na Tabela 8.

Diante dessa quadro, a política econômica, supostamente austera, só buscava conforto no controle do estoque de meios de pagamentos que se expandia menos que o crescimento do produto nominal, exceto em 1975, e no superávit do Tesouro, que não foi deficitário em nenhum ano entre 1974 e 1977. Paralelamente, o crédito doméstico se expandia, a dívida externa assim como a interna elevava-se, a inflação mostrava-se inflexível para baixo a níveis não inferiores a 30% a.a. e o ritmo de atividade caía.

A partir de 1975 já se observa com nitidez aquilo que acima chamamos de armadilha da liquidez. Então, a despeito do Governo coletar poupança financeira a taxa de juros reais positivos no setor real, em nenhum mercado suas agências realizavam aplicações a custos reais positivos. É a situação insustentável de um mercado de capitais em que o seu mais importante agente, o Governo, opera com *spread* negativo.

47 Por exemplo, tomar recursos do Banco do Brasil a 8% a.a. a pretexto de crédito para ajudar o setor exportador, para aplicá-lo a juros nominais de 28 ou 30% a.a. no setor de contratos em termos nominais ou a juros de 4% a.a. mais correção monetária no setor de contratos em termos reais. Convém lembrar que as mesmas instituições bancárias que tinham dificuldades para vender papéis também faziam repasses desses créditos subsidiados. Isso facilitou esse tipo de operação especulativa. Deve-se também registrar uma importante alteração na legislação sobre os conglomerados financeiros. Permitia-se que passassem a operar na base de Caixa Única. Isso permitiu que se criasse o que se chamou de "Carteirão do Open", ou seja, financiar posição ativa com financiamentos *over-night*. A essa, chamou-se Crise do Open.

TABELA 8
INDICADORES DA POLÍTICA ECONÔMICA

Anos	Expansão dos Meios de Pagamentos % Taxas Anuais	Superávit do Tesouro (Milhões de Cruzeiros)	% EXPANSÃO DOS EMPRÉSTIMOS (Taxas Anuais)			Entrada Líquida Recursos Externos (Milhões - U.S.\$)
			Banco Brasil %	Bancos Comerciais %	Total Geral %	
1973	47	295.0	50	44	56	3.512
1974	33	3882.0	78	48	55	6.254
1975	43	73.4	65	51	56	5.985
1976	37	423.4	61	51	64	6.866
1977	38	1043.5	49	52	54	6.145

Fonte: Banco Central do Brasil.

Ao lado desse desenvolvimento no *front* doméstico, a crescente demanda por fundos especulativos encontra condições excepcionais para captar recursos no exterior. Ainda sob o impacto do déficit em transações correntes de 1974 e pelo zelo com que se pretende manter elevadas as reservas internacionais, o Governo diminui de dez para cinco anos o prazo mínimo para a entrada de recursos externos e de 25 para 5% o imposto de renda incidente em remessas para o exterior, a título de pagamento de juros e outros encargos da dívida financeira externa em 1974. Ao longo de 1975/76, com a elevação dos juros domésticos⁴⁸ e a crescente certeza que a política cambial estava presa à política financeira — face aos crescentes controles tarifários, financeiros e quantitativos das importações, de um lado, e benefícios creditícios e fiscais para os exportadores, de outro — começa a ocorrer uma maciça entrada de recursos financeiros do exterior. A esse respeito, veja os dados da Tabela 5 e a nota 13.

Isso ocorria não para satisfazer as necessidades de investimento da economia brasileira, mas sim para alimentar a onda especulativa financeira doméstica⁴⁹. É difícil mensurar o quanto da dívida externa é devida a essa pressão especulativa por liquidez. No entanto, pode-se afirmar que se não fosse pelas importações especulativas em 1974 e 1975 e por essa contínua e maciça entrada de recursos externos, também de caráter especulativo, seguramente não se teria observado a dramática elevação da dívida externa ocorrida no período⁵⁰.

48 Isso devido à eliminação dos controles sobre as taxas de juros de alguns segmentos do mercado, como veremos abaixo.

49 Isso coincide com a desaceleração do crescimento e com quedas nas importações de bens de capital, de um lado, e nas taxas de crescimento do setor produtor de bens de capital, de outro. Exatamente ao momento em que se eleva a intensidade de entrada de recursos financeiros externos, a partir de 1976, caem as importações de bens de capital de 3,9 em 1975, para 3,6 e 3,1 em 1976 e 1977. Em toneladas de equipamentos importados, a queda é mais significativa: 664, 579 e 422 mil toneladas no mesmo período. Essas informações estão em Conjuntura Econômica, Maio de 1978.

50 O tipo de exercício “se tal tivesse ocorrido” é sempre arriscado. No entanto, não deixa de ser ilustrativo indicar que se as importações totais menos as importações de petróleo tivessem crescido alguma coisa da ordem de 30% a.a., ao invés de 80% como ocorreu, isso teria importantes implicações. Mantidas a importação de petróleo e as taxas de crescimento das exportações e das demais importações, como verificadas no período 1974/76, aquela redução da taxa de crescimento em 1974 produziria um déficit acumulado na balança comercial entre 1974/76 da ordem de 3,3 bilhões de US dólares contra o observado de 10 bilhões. Adicionalmente, mantido o mesmo volume de investimento direto no período, a dívida externa líquida não seria superior a 14 bilhões de US dólares em 1976, menor, portanto, em mais de 8 bilhões de US dólares do que a efetivamente observada nessa data.

Paralelamente a esse desenvolvimento, desmonta-se o complexo, mas realista, controle dos reajustes de preços montados no período 1968/73. Isso adicionou mais lenha na fogueira inflacionária e especulativa. Primeiro, pressionado por uma dramática crise no setor automobilístico, o Governo renuncia a política de controle de preços de alguns setores oligopolizados, a exemplo do próprio setor automobilístico⁵¹. Segundo, pressionado pela iliquidez das empresas financeiras que operam no mercado de contrato em termos nominais, o Governo elimina o controle das taxas de juros de captação e ampliação das financeiras, dos bancos de investimentos e dos bancos comerciais. Contudo, mantém os controles sobre o setor de contratos em termos reais e continua a manter inúmeras linhas de crédito subsidiadas. Isso resultou numa explosão das taxas de juros nominais nos mercados liberados, fixando-se a um nível tão elevado a ponto de obter *taxa de juros reais* ao ano da ordem de 10 a 15% a.a., a partir do segundo semestre de 1976⁵².

Nessas circunstâncias e à luz do encarecimento das importações — através da imposição de depósito compulsório de 100% sobre o valor das importações por 360 dias — não surpreende o insucesso da política de controle do dispêndio agregado via políticas monetárias e fiscais ortodoxas para controlar a inflação.

- 51 Para se avaliar a extensão da crise no setor, basta acompanhar a evolução da produção entre 1973/77, lembrando que esse é um setor que vinha de um longo período de taxas de crescimento superiores a 15% a.a.:

PRODUÇÃO DO SETOR AUTOMOBILÍSTICO — EM MIL UNIDADES

	Automóveis	Total de Veículos
1973	456	729
1974	516	858
1975	524	930
1976	527	985
1977	463	919

Fonte: Conjuntura Econômica.

Como era de se esperar, a pretexto de alterações de modelo, a indústria elevou substancialmente os preços reais dos automóveis, a partir de 1977.

- 52 Note que essa liberação ocorreu após múltiplas tentativas sem sucesso de possibilitar a captação de poupança por parte das financeiras e bancos de investimento com correção monetária *a posteriori*. Ao rejeitarem essa solução, foram capazes de obter a liberação das taxas em 1976. Nada melhor que um contrato em termos nominais!

Agora temos o quadro geral. De um lado, a queda na eficiência marginal do investimento, causada pela crise internacional e pela crise política doméstica com origens bem mais remotas do que a crise do petróleo de 1973; de outro, temos o quadro especulativo interno alimentado pela crise política interna, de uma parte, mas, fundamentalmente, assentado numa frágil estrutura de mercado de capitais, de outra parte.

Isso coloca a economia brasileira numa situação bastante complexa como ilustrada na Tabela 5: inflação elevada, baixo crescimento econômico e ainda em desaceleração e dívida externa e em desaceleração. Tudo isso, acompanhado por folgas de recursos de caixa do Tesouro, com grande disponibilidade de poupança financeira — mormente à disposição do Tesouro através do endividamento interno — e sem escassez de divisas internacionais e mesmo acumulando reservas. O que acima tentamos mostrar é que tal situação não teria ocorrido senão pelo caráter desestabilizador do mercado de capitais, de um lado, e da política econômica acossada por uma crise política interna, de outro.

Como então enfrentar tal situação a fim de voltar a crescer e controlar a inflação e o déficit em transações correntes?

Tecnicamente, a resposta seria relativamente simples: Controle o dispêndio em relação ao produto e promova uma mudança de preços relativos de tal forma a favorecer aumentos de produção no mercado doméstico dos setores dos bens internacionais, ou seja, aumente as exportações e a produção doméstica substitutiva de importações e de bens domésticos pouco dependentes de importações, incidentalmente aqueles tipos de bens que acima chamamos de bens de salário. Para tanto, use política monetária contracionista e política fiscal seletiva, de forma a favorecer aqueles bens acima indicados via IPI e ICM e gastos de investimentos. Paralelamente, use a política cambial e tarifária da mesma maneira: desvalorize o câmbio e dê consistência à política comercial. Se consistente, a receita produzirá o bolo desejado. Até mesmo algumas concessões aqui ou ali podem ser feitas: taxa de câmbio dual para não penalizar o setor produtivo endividado no exterior, ainda que isso acoberte os especuladores.

No entanto, uma resposta desse tipo seria desprovida de qualquer seriedade. E isso por inúmeras razões:

Em primeiro lugar, política econômica não se faz num vazio político e institucional. Entender esses condicionantes é hoje básico para se falar seriamente de política econômica no Brasil. Acima indicamos alguns desses problemas e tentamos mostrar que:

- a) hoje não mais temos um sistema de controle que dê coerência aos reajustes de preços num ambiente de fortes pressões inflacionárias e povoado de incertezas. Nessas circunstâncias, reajustes de preços através das chamadas forças automáticas do mercado livre conduzem à uma situação caótica. A liberação das taxas de juros de alguns segmentos do mercado é uma excelente ilustração dessa proposição;
- b) a presente organização do mercado de capitais do país é inerentemente instável. Essa instabilidade, por sua vez, diante de um "choque exógeno", termina por envolver e ampliar a própria fragilidade organizacional dos instrumentos de política econômica do país.

Sem segundo lugar e, em larga medida, devido à essa desorganização, o monumental endividamento externo e interno assume dimensões próprias. Os encargos desse endividamento passam a se constituir em problemas em si mesmos independentes de sua origem. Hoje, esse endividamento é o espelho visível do endividamento do setor privado que teve origem na iliquidez das instituições financeiras, de um lado, e das empresas produtivas, de outro, causada pela elevação da taxa de inflação em 1974 e, portanto, da conversibilidade de cruzeiros em UPC's. A transferência de "iliquidez" do setor privado para as instituições financeiras do Estado se fez através da especulação financeira e hoje é parcialmente responsável pelos pesados encargos das dívidas externas e internas.

Isso tudo combinado, esvazia o poder de ação dos instrumentos de política econômica, os quais, não raro, passam mesmo a ter uma ação desestabilizadora, a exemplo do que vem ocorrendo com as operações de "mercado aberto". E inibem adicionalmente recuperação dos investimentos, agravando, portanto, a crise econômica.

Nesse contexto, qualquer sugestão de política econômica para ganhar seriedade, deve começar por tentar compreender o fenômeno da "paralisia de decisões" e, portanto, identificar os fatores que emperram presentemente o crescimento da economia brasileira. E isso foi o que tentamos fazer nesse trabalho. E no nosso entender, isso em si mesmo já é apontar para eventuais soluções sobre os impasses do presente.

Portanto, ao nível de sugestões para o debate, a tarefa que nos propomos nesse trabalho está encerrada.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALMEIDA, W.J.M. e CHAUTARD, J.L. — **FGTS: Uma Política de Bem-Estar Social**, Relatório de Pesquisa nº 30, IPEA, Rio de Janeiro, 1976.
- ALVES, E.L.G. e VIEIRA, J.L.T.M. — “Evolução do Padrão Alimentar da População da Cidade de São Paulo” Seminário sobre Economia da Tecnologia, FIPE, São Paulo, 1978.
- BAER, W. — “The Brazilian Growth and Development Experience, 1964/1975” in *Brazil in the Seventies*, R. Roett (ed.) Washington, D.C.: American Enterprise Institute for Public Policy Research, 1976.
- BAER, W.; KERSTENETZKY I. e VILLELA, A.V. — “As Modificações no Papel do Estado na Economia Brasileira” *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Volume 3, Número 4, Dezembro de 1973.
- BARROS, J.R.M. e GRAHAM, D.H. — “A Agricultura Brasileira e o Problema da Produção de Alimentos”, Seminário sobre Economia da Tecnologia, FIPE, São Paulo, 1978.
- BACHA, E.L. — “Issues and Evidence on Recent Brazilian Economic Growth” *World Development*, Volume 5, Números 1/2, pp. 47-67.
- BONELLI, R. e FAÇANHA, O. — “A Indústria de Bens de Capital no Brasil: Desenvolvimento, Problemas e Perspectivas”, Seminário sobre Economia da Tecnologia, FIPE, São Paulo, 1978.
- CARDOSO, F.H. — **Autoritarismo e Democratização**, Editora Paz e Terra, Rio de Janeiro, 1975.
- COSTA, R.A. — **Distribuição de Renda no Brasil em 1970: Uma Análise Cross-Section da Distribuição da Renda por Ocupação**, FIBGE, Rio de Janeiro, 1977.
- FISHLOW, A. — “Brazilian Size Distribution of Income” *The American Economic Review*, Maio de 1972.
- — “Some Reflections on Post 1964 Brazilian Economic Policy” in STEPAN, A. — *Authoritarian Brazil*, 1973.
- HICKS, J. — **A Contribution to the Theory of the Trade Cycle**, Oxford, 1950.

- KEYNES, J.M. — *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, New York: Harcourt, Brace & World Inc., 1936.
- LAFER, C. — *O Sistema Político Brasileiro*, Perspectiva, São Paulo, 1975.
- LANGONI, C.G. — *Distribuição de Renda e Desenvolvimento Econômico do Brasil*, Rio de Janeiro, Expressão e Cultura, 1973.
- LESSA, C. — “Quinze Anos de Política Econômica”, Caderno 4, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1975.
- — “Visão Crítica do II Plano Nacional de Desenvolvimento” *Revista Tibiriçá*, Janeiro/Março de 1977.
- MACEDO, R.B.M. — “Uma Revisão Crítica da Relação entre a Política Salarial Pós-1964 e o Aumento da Concentração de Renda na Década de 1960” *Revista de Estudos Econômicos*, Volume 6, Número 1, 1976.
- MALAN, P. e BONELLI, R. — “Os Limites do Possível: Notas sobre Balanço de Pagamentos e Indústria nos Anos 70” *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Volume 6, Número 2, Rio de Janeiro, Agosto de 1975.
- — “The Brazilian Economy in the Seventies: Old and New Developments” *World Development*, Volume 5, Números 1/2, pp. 19-45.
- MELLO, J.M.C. e BELLUZZO, L.G. — “Reflexões sobre a Crise Atual” *Escrita Ensaio*, Ano I, Número 2, 1977.
- MOURA DA SILVA, A. — “A Conjuntura Econômica Brasileira: 1974/76” *Revista Tibiriçá*, Janeiro/Março de 1977.
- — “Inflação e Mercado de Capitais: A Experiência Brasileira” *Bolsa de Valores de São Paulo*, 1977.
- PASTORE, J. — “Social Mobility Trends in Brazil” Preliminary Draft (mimeo.), 1978.
- SIMONSEN, M.H. e CAMPOS, R. — *A Nova Economia Brasileira*, Rio de Janeiro, Livraria José Olympio Editora, 1974.
- SINGER, P. — *A Crise do “Milagre”*, Rio de Janeiro, Editora Paz e Terra, 1976.
- STEPAN, A. — *Authoritarian Brazil*, New Haven: Yale University Press, 1973.