

MARCELO DE PAIVA ABREU (ORGANIZADOR) DIONÍSIO DIAS
CARNEIRO GUSTAVO H. B. FRANCO WINSTON FRITSCH LUIZ
ARANHA CORRÊA DO LAGO EDUARDO MARCO MODIANO
LUIZ ORENSTEIN DEMÓSTHENES MADUREIRA DE PINHO NETO
ANDRÉ LARA RESENDE ANTONIO CLAUDIO SOCHACZEWSKI
SÉRGIO BESSERMAN VIANNA

A ORDEM DO PROGRESSO

CEM ANOS DE POLÍTICA
ECONÔMICA REPUBLICANA
1889-1989

Editora Campus

CRISE E ESPERANÇA: 1974-1980

DIONÍSIO DIAS CARNEIRO¹

1. Introdução

O ano de 1973 foi notável sob vários aspectos. A economia mundial cresceu quase 7% em termos de produto (Williamson, 1988, p. 371); as pressões de uma demanda mundial superaquecida desde a escalada dos gastos militares norte-americanos associados à guerra do Vietnã somavam-se às demandas de aumentos salariais em praticamente todo o mundo industrializado e aos efeitos retardados da queda do dólar em 1971. A expansão de crédito bancário para o comércio internacional, na esteira das inovações financeiras associadas ao surgimento do mercado de euromoedas, garantia que a expansão do produto mundial, a taxas excepcionais, se fizesse com aprofundamento dos fluxos comerciais. O crescimento do comércio mundial, a inflação e a desvalorização do dólar no período imediatamente anterior ao primeiro choque do petróleo foram os principais fenômenos econômicos que ajudam a explicar o mesmo. Além disso, houve notável aumento do comércio entre o Primeiro e o Terceiro Mundo no período 1966-75, tendo o valor das exportações dos países em desenvolvimento crescido à taxa média anual de 18,1%, quase quatro vezes a taxa média do decênio anterior.

O problema da inflação interna dos países industrializados era visto com certa complacência em quase toda parte. Era encarado como fruto de um lado, do sistema de taxas fixas de câmbio, cuja defesa, em um mundo de taxas de inflação diferenciadas, tornava-se cada vez mais problemática. De outro ponto de vista, a inflação parecia ser o preço a pagar pela prosperidade que aparentemente justificava a arrogância de parte dos economistas keynesianos, que falavam sem modéstia do fim do ciclo econômico. Não obstante, encontrava-se a economia mundial às vésperas de uma reversão do nível de atividade econômica que, paradoxalmente, traria de volta precisamente as teorias de ciclo longo menos relacionadas com toda a revolução no pensamento macroeconômico do pós-guerra.

Com o fracasso das propostas de reforma monetária internacional, a flutuação das diversas moedas internacionais foi o instru-

mento não só de defesa dos níveis internos de inflação mas da controlabilidade dos mesmos níveis internos no futuro, que permitiu que os diversos bancos centrais dos países da OECD tivessem diante de si mais um instrumento de gestão macroeconômica: a opção pela variação das taxas de câmbio em adição ao controle monetário das taxas de juros de curto prazo. Além disso, na esteira das inovações financeiras associadas ao desenvolvimento do mercado de eurodólar para além do dólar e para além da Europa, expandia-se notavelmente o crédito para o comércio internacional, dando a impressão de que o sistema financeiro internacional baseado em bancos privados poderia substituir, com vantagem, o sistema oficial multilateral montado em Bretton Woods.

A quadruplicação dos preços de petróleo no final de 1973, além de ter sido a primeira exibição de musculatura política e econômica do cartel da OPEP, foi um movimento de preços perfeitamente em linha com os fenômenos básicos do mercado de petróleo: como principal matéria-prima do mundo industrializado, o descompasso entre o crescimento de sua demanda e os investimentos, seja em fontes alternativas de suprimento energético seja em novos campos de produção de óleo bruto, teria fatalmente de refletir-se, cedo ou tarde, nos preços, a exemplo do que ocorria com as demais matérias-primas transacionadas no mercado internacional.

Para a economia brasileira, tais desenvolvimentos não parecem ter sido percebidos por nossos gestores de política econômica como uma descontinuidade. Em pleno ano de 1973, experimentou o cruzeiro sua primeira valorização nominal, em meio à avalanche de capitais de empréstimo que abarrotava a conta de ativos externos das autoridades monetárias, pressionava a oferta de moeda e contratava a inflação futura, em uma economia já superaquecida, que crescia a quase o dobro de sua taxa histórica.²

A descontinuidade que ocorria internamente dominava por completo o cenário da política econômica. A turbulência internacional ocorria em meio a uma sucessão presidencial que traria de volta ao poder um grupo de militares que tradicionalmente representava uma corrente distinta da que então exercia o comando do país.

Em nome de uma alternância pacífica de poder, tornava-se importante, para a equipe que apeava, caprichar nos indicadores de prosperidade e sucesso, para eventual uso futuro. O próprio Presidente da República, que não parecia interessar-se por eventuais impactos negativos de restrições externas, fixou, para seu último ano de governo, a taxa de inflação em 12% que à utilização marota e compulsória dos preços tabelados pela Fundação Getúlio Vargas se encarregaria de produzir para o final de 1973. O crescimento de 17% da produção industrial batia todos os recordes sonhados, e o produto interno bruto expandia-se à incrível taxa de 14%, preparando-se

assim um cenário apoteótico para o que resultaria ser o fim do período de maior repressão política da história brasileira.

O fim do milagre econômico encerraria também um ciclo festivo de exercício do poder sem limites e sem prestação de contas, sem oposição, sem incômodos da livre imprensa e sem compromissos políticos a criar embaraços ao voluntarismo da política econômica. Dava-se início, por outro lado, a um longo período em que se tornaria cada vez mais difícil fazer com que medidas econômicas razoáveis fossem consideradas politicamente aceitáveis.

O objetivo deste capítulo é rever os contornos da política econômica neste período de alta turbulência externa e interna. Foi uma fase marcada pela resposta positiva do país aos desafios da crise do petróleo, mas cujos custos foram o retorno da inflação como fantasma a assombrar a política de crescimento, a acumulação da dívida externa que iria condicionar a política econômica brasileira nos anos 80, bem como a desestruturação do setor público brasileiro, tanto do ponto de vista de sua capacidade financeira como de seu papel estratégico na superação das restrições ao crescimento da economia brasileira na década seguinte.

Na seção 2, são examinados os componentes externos e internos dos condicionantes da política econômica brasileira ao início do Governo Geisel. Na seções 3 e 4 respectivamente são apresentadas as principais características das políticas de curto e de longo prazo adotadas no período. Na seção 5, discutem-se os resultados de tais políticas e suas consequências para a grande crise que caracterizou a economia brasileira na década de 80.

2. Condicionantes Externos e Internos da Política Econômica

As limitações a que estaria sujeita a política econômica no período pós-milagre far-se-iam sentir desde os dias preparatórios da estratégia do Governo Geisel. Já nas instalações provisórias do Largo da Misericórdia, a ordem de escolha dos ministros sugeria precedência para o equilíbrio político sobre a nitidez da rota econômica. Isso denunciava que não obstante a firmeza de propósitos do novo presidente, sua vontade férrea havia conferido prioridade à abertura política, então cuidadosamente denominada distensão. Esta, para prevenir a eventual ação desmontadora dos seus "sinceros porém radicais" opositores fardados, seria anunciada pelo seu comandante e principal fiador como "lenta, gradual e segura". Sem açodamentos, fez-se o anúncio da equipe híbrida, conservando-se no Planejamento a mesma equipe que se notabilizara por produzir os "projetos de

impacto” do Governo Médici, trocando-se apenas na Fazenda, o otimismo irrestrito de Delfim Netto pelo conservadorismo cartesiano de Mário Simonsen. Como árbitro das eventuais divergências sobre os rumos da economia, um Presidente sempre presente e pronto a presidir, auxiliado pela argúcia do general Golbery do Couto e Silva, certamente o militar mais adequado para chefiar uma Casa Civil de transição, e que tinha clara a rota possível para que a distensão pudesse desembocar em democracia política e não no que ele denominaria uma nova e prematura sístole.

A leitura dos jornais da época não evidencia que tenham as autoridades brasileiras, em nenhum momento do primeiro ano de governo, demonstrado consciência acerca das novas restrições mundiais. Caso tivesse sido percebida a gravidade do choque externo que provocaria uma transferência de renda dos importadores para os exportadores de petróleo de cerca de 2% da renda mundial, certamente a imagem da ilha de prosperidade, que só cairia no ridículo com a brusca desaceleração das exportações em 1975, não constituiria até hoje o deleite da oposição ao regime. Os conflitos entre estabilização e ajuste estrutural, que caracterizariam a política econômica do Governo Geisel, ter-se-iam resolvido em favor de uma estabilização mais drástica, aceitando-se um crescimento deliberadamente menor por dois anos, por exemplo, para realizar a retomada da expansão em bases mais condizentes com as possibilidades dos anos seguintes.

A distensão política era no entanto vista como precária, com tênue base de sustentação militar em seus primeiros anos, e poderia ser ameaçada por um contraste muito visível de desempenho econômico relativamente ao período Médici. Não se pode dizer em sã consciência, mais de dez anos depois, que os erros de avaliação de Simonsen e Velloso tenham sido a razão principal das políticas adotadas. Alguns fatores adicionais reforçam esta visão. Em primeiro lugar, o discurso em favor de um ajuste contracionista, então adotado na área do Ministério da Fazenda, parece ter sido antes motivado pela perda de controle monetário e pela repressão de preços ocorridas no final do governo anterior, do que por qualquer percepção explícita da necessidade de crescer menos em decorrência dos desequilíbrios do balanço de pagamentos. Em segundo lugar, a falta de apoio político para um ajuste que pudesse ser abertamente associado com recessão ficou clara já nos primeiros meses do governo. Mesmo que a nova equipe mostrasse disposição para realizar um programa drástico de correção dos desequilíbrios externos e internos da economia, não é claro que tal programa encontraria no Presidente Geisel o apoio durante o tempo necessário para seu bom êxito. Em terceiro lugar, os erros de avaliação, tanto no que tange à política de curto prazo, como aos ajustes da política de crescimento econômico,

localizaram-se mais no *tempo* estimado para sua operação do que na *direção* das políticas.

Em retrospecto, duas conclusões podem ser tiradas. A primeira é que os condicionantes *internos* parecem ter sido mais importantes do que os *externos* para explicar as opções inicialmente feitas acerca das políticas econômicas adotadas tanto em resposta às dificuldades imediatas quanto para o restante da década. A segunda é que a abundância de liquidez internacional permitiu que os déficits em conta corrente vultosos que resultaram das mesmas políticas fossem financiados sem que houvesse percepção mais dramática do novo quadro de restrições externas ao iniciar-se o novo governo. Com financiamento externo abundante, a linha de menor resistência conduzia assim à rota do endividamento externo; um certo otimismo pela existência de indexação contribuía para aumentar a tolerância com taxas mais elevadas de inflação. Postergava-se assim naturalmente, para uma eventual ocasião mais propícia, a adoção de um programa de medidas restritivas.

3. Opções para o Ajuste de Curto Prazo e as Causas do Fracasso

Muito já se escreveu acerca da melhor estratégia de ajuste para um país fortemente dependente de petróleo importado como era o Brasil em 1973, diante de um choque que quadruplicou os preços de petróleo.³ Não foi percebida de imediato a dimensão do choque externo desfavorável, que implica um empobrecimento do país: ao desvalorizarem-se as exportações brasileiras *vis-à-vis* a suas importações, uma quantidade maior de bens tem de ser enviada para o exterior para pagar os bens de capital que o Brasil importa a fim de aumentar sua capacidade de produção, por exemplo. Do ponto de vista dinâmico, o estreitamento das opções de crescimento ocorreu por duas vias: uma quantidade maior de consumo teria de ser sacrificada para que o nível anterior de investimento fosse realizado e um maior investimento teria de ser realizado para que o mesmo crescimento anteriormente alcançado fosse atingido.

Diante deste quadro, havia basicamente duas opções para o governo brasileiro: a primeira seria desvalorizar o câmbio e mudar rapidamente os preços relativos a fim de sinalizar de imediato os novos custos dos produtos importados e a alteração do valor social das exportações. Nesta opção, dever-se-ia ter o cuidado de conter rapidamente a demanda a fim de impedir que o superaquecimento herdado do regime anterior transformasse o choque de preços relativos em inflação permanentemente mais elevada. A segunda

seria comprar tempo para ajustar a oferta com crescimento mais rápido do que na alternativa anterior, realizando de forma mais gradual e calibrada o ajuste de preços relativos enquanto houvesse financiamento externo abundante.

Na primeira alternativa, alguma recessão é inevitável, e o risco é seu prolongamento além do necessário. Na segunda opção, o risco de inflação mais elevada é maior, pela maior dificuldade de controle de demanda quando o governo abertamente rejeita o ajuste recessivo. Corre-se ainda o risco de um período mais prolongado de ajuste de preços relativos, o que implica quase inevitavelmente a aceitação de uma política de subsídios.⁴ Não há nada na segunda opção, entretanto, que signifique necessariamente a aceitação de política de demanda folgada durante o ajuste: para a adaptação da economia a um choque adverso de oferta, pode-se entender a necessidade de um ajuste na própria oferta, mas isso não subentende um descontrole da demanda.

O quadro de desequilíbrio macroeconômico com que a economia brasileira defrontou-se na década de 80, caracterizado por elevado endividamento externo, desestruturação do setor público, inflação explosiva e perda de dinamismo, teve sua origem em grande medida em erros de diagnóstico bem como na timidez que caracterizou o uso de instrumentos de política após o primeiro choque do petróleo.

De um modo geral pode-se afirmar, com o benefício do julgamento *a posteriori*, que tais erros decorreram de percepção deficiente acerca tanto das alternativas quanto da potencialidade dos instrumentos de política econômica, agravada por uma visão algo paroquial acerca do ambiente econômico mundial. A primeira razão, fruto de ignorância "interna", é conducente a uma visão curto-prazista e conservadora das possibilidades de política econômica: levou ao uso de poucos instrumentos e à suposição de que os resultados deveriam aparecer em prazo bem curto. A segunda, fruto de informação deficiente sobre a economia mundial, levou a interpretação equivocada acerca da gravidade da crise internacional e de suas implicações de médio e longo prazos para o Brasil.

No restante desta seção, será feita uma descrição resumida da evolução da política de curto prazo do período, buscando-se analisar o pano de fundo da política de *stop-and-go* sobre o qual foram decididos e conduzidos os ajustes de longo prazo, cuja análise será objeto da seção seguinte.

A condução da política de curto prazo no início do Governo Geisel foi marcada por quatro decisões importantes: a desrepressão dos preços, a oficialização de uma regra para a correção monetária, a intervenção no grupo financeiro Halles e a revisão da lei salarial. Cada uma contribuiria, a seu modo, para selar o rumo da política de curto prazo.

A remoção dos controles artificiais sobre os preços, que foram acionados como única forma de permitir a realização oficial da inflação prometida pelo general Médici, provocou uma elevação imediata da taxa de inflação oficial e iniciou um longo período de instabilidade das taxas mensais de inflação, com importantes efeitos sobre as formas de indexação que prevaleciam no mercado financeiro.⁵ Uma vez permitida a inflação "corretiva", que se pretendia saneadora como o fora a promovida em 1964, deu-se início à reforma dos mecanismos de controle dos preços. Critérios para controles de preços agrícolas e industriais foram revistos, modernizando-se os controles de margem e tentando-se dar alguma racionalidade aos mecanismos de ação direta sobre os preços.⁶

A oficialização de uma fórmula para a correção monetária foi uma tentativa de compensar o aumento da incerteza quanto às taxas mensais de inflação, dando maior clareza às regras de indexação.⁷ Com a instabilização das taxas mensais de inflação, a explicitação de uma regra para a correção monetária, por outro lado, permitiu uma especulação aberta com os títulos com correção monetária, que chegaria ao paroxismo no ano seguinte, como veremos adiante.

Descartado o uso dos preços relativos, foi dominada a política de curto prazo por uma visão excessivamente simplista dos instrumentos monetários para o controle da demanda global: o controle da liquidez real foi o objetivo intermediário mais frequentemente utilizado, como se depreende da análise de documentos que informavam o andamento da conjuntura, mas as dificuldades concretas de acionamento dos controles monetários tenderam a ser sistematicamente subestimadas.⁸

O exagero dessa visão torna-se ainda mais patente quando se leva em conta que as taxas de juros estiveram sob controle até 1976. Em contexto de taxas de juros controladas, os agregados monetários tornam-se essencialmente endógenos, sendo a quantidade de moeda na economia determinada por duas variáveis virtualmente fora do controle do Ministério da Fazenda: as reservas internacionais e os empréstimos do Banco do Brasil.⁹ Com os agregados tradicionais endógenos, a política monetária, para ser ativa tem de ser conduzida a partir de controles sobre a oferta de crédito.¹⁰

Para um ano que se pretendia de reversão monetária, a fim de compensar os excessos do final do governo anterior, o primeiro ano do Governo Geisel foi surpreendentemente expansionista. O desempenho de alguns agregados dá bem a medida das dificuldades que enfrentaria o ministro da Fazenda em realizar uma política restritiva nos anos seguintes. Durante o ano de 1974, expandiu-se a base monetária em Cr\$ 19,7 bilhões (32,9% sobre o valor do final de 1973). Os principais fatores de expansão monetária foram os empréstimos do BB ao setor privado (mais Cr\$ 72,1 bilhões, ou seja

89,4% sobre o valor de 31 de dezembro de 1973), e os chamados repasses do Banco Central por conta de Fundos e Programas que se expandiram de Cr\$ 21,5 bilhões ou seja, 75,9% sobre o saldo do ano anterior. Assim, apesar da perda de reservas, que teria criado condições para um ano realmente restritivo do ponto de vista da política monetária, a expansão do crédito doméstico tanto pelo Banco do Brasil quanto pelo Banco Central prosseguiu impávida enquanto o governo acreditava fazer política monetária restritiva. Uma eventual pressão contracionista decorrente da perda de reservas internacionais foi compensada pelo aumento dos financiamentos de liquidez aos bancos através do redesconto, na tentativa do Banco Central de minimizar os efeitos em cadeia da quebra exemplar do quarto maior banco comercial brasileiro, o Banco Halles, ocorrida no primeiro mês do novo governo.¹¹

A queda do estoque real dos meios de pagamentos durante o ano foi substancial: este indicador da liquidez real, que vinha crescendo a taxas superiores a 25% em termos de doze meses desde o primeiro trimestre de 1973, desacelerou-se rapidamente durante 1974, tendo seu crescimento sido negativo a partir de setembro do mesmo ano. A complexidade das mudanças que ocorriam sobre a demanda por moeda, entretanto, tanto pelo aumento da inflação esperada quanto pela mudança de postura do governo ao tentar "acalmar" o mercado depois da quebra do Halles, lança dúvidas acerca do grau de aperto da política monetária de então. Apesar da queda observada na liquidez real, o fato de que a política monetária era sujeita a arrependimento renunciava um longo período de tolerância, na prática, com taxas mais elevadas de inflação.

Analisando-se pela ótica das taxas de juros, tampouco encontra-se evidência de restrição monetária. As taxas médias anuais das LTNs, que eram então os principais indicadores do custo de liquidez para as instituições financeiras, passaram de 15,3% ao ano para 18,2% praticamente o mesmo nível de 1972, por exemplo, ano em que a taxa de inflação medida pelo IGP foi de 15,5% contra 34,5% em 1974.

Finalmente, um complicador político adicional para o controle da inflação foi a mudança da regra oficial de correção salarial, com a aprovação da Lei 6.147 de 14 de outubro de 1974. A nova lei, de iniciativa do Executivo, buscou esvaziar a principal crítica que era feita à lei anterior: os custos da subestimativa da inflação futura recaíam exclusivamente sobre os assalariados, resultando em perda permanente do salário real. Pela nova sistemática, que mantinha o princípio da recomposição do salário médio real dos 12 meses anteriores ao do reajuste, consagrado na legislação antiga, apresentava uma inovação: caso no reajuste anterior a inflação futura houvesse sido subestimada (acarretando, por esta via, uma queda no salário real médio), haveria uma correção aproximadamente igual à perda

ocorrida, impedindo que esta última se tornasse permanente. A motivação política da lei era clara: desejava-se por fim à idéia de arrocho salarial que era apontado pelos críticos da política de estabilização do governo militar como a principal causa da deterioração da distribuição da renda.¹²

Além da atuação da política de crédito tanto do Banco do Brasil quanto do Banco Central, que havia sido transformado em banco de fomento através dos "fundos e programas" que administrava, em oposição tácita a qualquer programa de estabilização, havia em outros órgãos do governo forte oposição explícita à tentativa de tentar estabilizar a economia. Na Secretaria de Planejamento da Presidência da República, a equipe do ministro João Paulo Velloso preparava, a partir de hipóteses que virtualmente ignoravam qualquer desaceleração do crescimento ou da política de expansão do crédito doméstico, um programa para que o país crescesse a 10% ao ano como resposta ao desafio do choque do petróleo. As características da política de longo prazo serão analisadas na seção seguinte.

Nesse ínterim, desenvolvia-se internamente uma crise financeira de grandes proporções alimentada pelo aumento das incertezas quanto ao futuro da economia, enquanto fermentavam conflitos políticos mais gerais que teriam grande importância para a definição do presidente entre os dois desafios sua política econômica: estabilizar a economia ou "dar prioridade à continuidade do crescimento".

A decisão veio na esteira do resultado das eleições parlamentares de outubro de 1974. Colhendo os frutos políticos da campanha nacional propiciada pela "anticandidatura" de Ulysses Guimarães à Presidência da República no ano anterior, o MDB fortaleceu sua base eleitoral. A frente oposicionista decidira, a partir da liturgia que levou à eleição do general Geisel no ano anterior, utilizar todas os recursos permitidos pela distensão, fazer oposição ao governo respaldada agora na busca aberta do apoio dos eleitores. Da fase do protesto mesmo quando velado e censurado, passava-se à contestação aberta à política do regime militar, fazendo-se todo o uso possível da liberdade de imprensa.

Para a política econômica de curto prazo, a derrota do governo nas urnas transformou 1975 em ano de recuo na tentativa de contenção de demanda. Apesar da ênfase dada à política monetária, parece haver mais sinal de política fiscal restritiva em 1975 do que de política monetária restritiva.¹³ A natural insatisfação interna no seio da burocracia do Estado gerada pelas tentativas de controle sobre os gastos públicos somou-se ao clima de desconforto causado pela instabilização inflacionária e pelo descontentamento empresarial em decorrência dos controles de preços industriais, fortalecendo-se assim junto ao Palácio do Planalto a corrente dos que defendiam a preservação do crescimento a qualquer custo. As estatísticas do final

do ano apontavam para uma desaceleração rápida do nível de produção industrial, e o resultado prático do arrendimento foi o descontrolo monetário.¹⁴

Em 1975 três fatos marcaram os rumos da política de curto prazo: a crise financeira, a queda do crescimento das exportações e aprovação do IIPND. A crise financeira simbolizou as reais dificuldades políticas que o Governo Geisel seria incapaz de enfrentar para reduzir a taxa de inflação de forma permanente. De maio a dezembro de 1974 a taxa de inflação medida pelo IPA-DI voltou a situar-se em média mensal de 1,4%, próxima dos valores anteriores à aceleração de preços do início do ano. Apesar de os sinais de contração monetária haverem sido no mínimo duvidosos, como acima assinalado, a desaceleração da liquidez real, de uma taxa anualizada de crescimento de mais de 30% observada no final de 1973 para apenas 1,4% ao final do primeiro trimestre de 1974 e para valores negativos no primeiro trimestre de 1975 era apontada como a principal causa da desaceleração do produto.

A incapacidade política do Governo Geisel de manter a política antiinflacionária em 1975 foi decisiva para a definição dos rumos da política económica de curto e de longo prazo.¹⁵ O golpe de graça na tentativa de abortar a aceleração inflacionária pós-choque externo veio na forma de uma expansão vigorosa de demanda global.

Nos primeiros dois meses de 1975, os meios de pagamento caíram cerca de 8,5% contra uma previsão do orçamento monetário de 1%. Os fatores de queda foram a perda de US\$ 500 milhões de reservas em dois meses além da queda do multiplicador pela diminuição da preferência do público por depósitos a vista em decorrência da aceleração inflacionária do ano anterior. Pressionado pelo Presidente da República a reverter o que certamente se imaginava ser um perigoso processo de contração monetária que dava continuidade à recessão, criou-se no Ministério da Fazenda um mecanismo denominado "refinanciamento compensatório" pelo qual, quando os meios de pagamento se encontrassem abaixo das previsões do Orçamento Monetário, o Banco Central emprestaria fundos aos bancos comerciais a juros de 6% ao ano sem correção monetária a prazos de 90 a 150 dias. Este curioso redesconto invertido seria distribuído aos bancos proporcionalmente ao seu capital e depósitos, os mesmos fatores que determinam os limites do redesconto.

O sistema formado principalmente pelas financeiras, corretoras e distribuidoras, com a finalidade de dar liquidez às letras de câmbio e certificados de depósitos, diante da instabilidade da correção monetária pós-choque, emitia, ao vender um título ao suposto tomador final, uma carta com o compromisso de comprá-lo em data determinada (antes do vencimento) e com preço pré-fixado. Ganhavam, assim, na diferença estimada entre a correção monetária

estimada e a taxa pré-fixada que pagavam aos clientes. Não sendo tais cartas nem registradas nem reguladas pelo Banco Central, não dispunham tais operações de nenhum mecanismo de redesconto, o que as deixava vulneráveis a uma eventual corrida de titulares que desejassem exercer de uma só vez, por qualquer motivo, seus direitos de liquidação das operações. O motivo veio na forma do anúncio de um "expurgo" no índice de preços que reduziu repentinamente a taxa esperada de correção monetária e provocou a suspeita de que várias instituições teriam grandes prejuízos, uma vez que trabalhavam fortemente alavancadas. A corrida contra o sistema, depois de um breve período de resistência das autoridades, que pretendiam dar uma lição de risco, terminou provocando o socorro financeiro às instituições, com elevadas emissões monetárias para financiar o aumento dos empréstimos de liquidez ao sistema financeiro. O quadro de expansão monetária que começara com o refinanciamento compensatório terminava o ano com expansão nominal nos meios de pagamentos aos níveis do final de 1973, pondo por terra todo o esforço de estabilização iniciado em março de 1974.

Enquanto isso, a deterioração das contas externas brasileiras levou a rápidas perdas de reservas, que passaram de US\$6.417 milhões em 1973 para US\$ 4.157 milhões em 1975, nível próximo do atingido em 1972, quando as importações totais eram pouco mais de um terço do valor observado em 1975. O processo de endividamento externo, graças a um déficit acumulado em transações correntes de mais de US\$ 13 bilhões, apresentava perspectivas nada encorajadoras, dadas as incertezas quanto ao crescimento da economia mundial. A dívida externa bruta crescera de US\$ 12.572 milhões para US\$ 21.171 milhões nos primeiros dois anos de governo. E em dezembro de 1975, os empréstimos em moeda contraídos no ano acusavam um total de US\$ 14.711 milhões contra US\$7.849 milhões em 1973.

As projeções de endividamento externo feitas pelo ministro da Fazenda em 1975, por outro lado, com base em um crescimento de exportações da ordem de 15% ao ano e uma taxa de juros internacional da ordem de 10%, supunham uma queda anual de US\$ 1,3 bilhões para o déficit em conta corrente até o início da década seguinte.¹⁶ Segundo tais projeções, a dívida externa líquida ao final de 1979 chegaria a menos de US\$ 35 bilhões, o que decerto servia de base à postura do presidente do Banco Central, de não preocupar-se com a dívida, mas apenas com a "administração do perfil de endividamento", tomando como infinitamente elástica a oferta de crédito externo para o país.¹⁷

Ficava assim selada a predominância da política de crescimento com base na reestruturação da oferta e na demanda folgada, sobre os ajustes de curto prazo. Na prática, ficou estabelecida a tolerância com taxas mais elevadas de inflação: o ajuste inflacionário seria parte

da política de evitar a imposição de perdas diante das novas possibilidades da economia brasileira. De 1975 em diante, a acomodação diante da taxa de inflação seria periodicamente sujeita a surtos de contenção, todos eles de curta duração.

A aprovação do II PND significou, além da vitória do pessimismo quanto a elasticidades, a subordinação dos objetivos de estabilização às metas de longo prazo. Daí em diante, nos conflitos entre a Seplan e o Ministério da Fazenda, a primeira levava a vantagem de ter um plano de jogo, ao contrário do Ministério da Fazenda, que adotava uma estratégia híbrida de controle moderado da demanda com alternadas fases de controles de preços mais ou menos rigorosos. Neste contexto, não obstante o brilho da argumentação do titular da Fazenda, que certamente em seus despachos semanais com o general-Presidente tendia a cobrar maior apoio para o combate à inflação, a balança pendeu de modo geral para os argumentos do ministro da Seplan, calçados em uma estratégia previamente estabelecida, e que tinha na secretaria-executiva do Conselho de Desenvolvimento Econômico oportunidade para definir a agenda do mesmo, e assim arregimentar apoio para o programa de investimentos.

Explica-se assim, por exemplo, o perfil dos desembolsos do governo através do BNDE, mesmo depois que arrefeceram os ânimos dos investidores privados a partir de 1976, principalmente quando se reconhece a importância que adquiria, no desenho da política de curto prazo, o controle sobre a expansão do crédito.

Na realidade, pode-se afirmar que se o Presidente Geisel deu ao seu ministro da Fazenda uma chance para promover um ajuste rápido, em termos práticos, sua própria confiança em Simonsen não foi suficiente para que desse ao ministro carta branca para que promovesse o aperto monetário e fiscal necessário para preparar a economia para uma etapa de ajuste estrutural. Em consequência, dentro e fora da órbita da Fazenda, não existia nada parecido com um consenso acerca da estratégia macroeconômica mais adequada, para não dizer do uso dos instrumentos.

Com o fiasco que representou para a política de estabilização o descontrole monetário do final de 1975, o ano de 1976 iniciou-se com nova tentativa do governo de sinalizar sua insatisfação com o retorno às altas taxas de inflação.¹⁸

O orçamento monetário aprovado para o ano prometia, mais uma vez, a austeridade monetária como instrumento essencial da política antiinflacionária. Reconhecidas as principais dificuldades encontradas pelo governo para realizar uma política monetária efetivamente contracionista, partiu-se para um esforço no sentido de dotar o governo de instrumentos monetários mais eficazes. Em março, foram liberadas as taxas ativas de financeiras e bancos de investimento. Somente em setembro, entretanto, a Resolução 389

liberou os controles sobre as taxas de juros dos bancos comerciais. A tentativa explícita de exercer maior controle sobre os empréstimos do Banco do Brasil deu início, assim, a uma longa mudança de regime na condução da política monetária. Tal mudança, que só viria a completar-se no início da década seguinte, quando, em 1981, tentou-se utilizar o endividamento do setor público como instrumento para conter a expansão monetária, fez-se sentir na inversão de tendência da expansão dos agregados de crédito.

Na prática, os empréstimos ao setor privado expandiram-se a mais de 55% no ano e os meios de pagamentos a mais de 36%, ficando mais uma vez sobrecarregados os instrumentos de controles de preços com a inglória tarefa de reprimir a inflação em regime de expansão continuada da demanda global. Os preços públicos fizeram a sua parte no processo de transferência de renda ao setor privado, elevando-se de 28,5% em média (20% se considerarmos apenas os preços e tarifas de responsabilidade direta do governo federal), enquanto o índice geral de preços aumentava em mais de 46%.

Na esteira de dois anos seguidos de expansão da demanda global, o produto recuperou-se de forma vigorosa, à taxa anual de 9,8%, ou seja, 4,6 pontos percentuais acima de 1975. Os temores quanto à recessão, que constituíam os principais obstáculos à estabilização da economia após o primeiro choque do petróleo, eram na prática afastados por uma opção tácita do governo por mais inflação e maior endividamento. Em 19 de novembro, o ministro Velloso podia anunciar, em discurso na Associação de Bancos do Estado de São Paulo, que o governo "deliberadamente evitou fazer sintonia com a recessão mundial... para sair da crise de petróleo pelo aumento das exportações e [pela busca à] auto-suficiência em insumos básicos."¹⁹ A consciência de que o acelerador havia sido apertado em demasia, entretanto, marcou o último trimestre do ano, quando o mesmo ministro já anunciava "não ser correto dizer que o governo vem programando seus investimentos na base de um crescimento do PIB a 10% ao ano" e falava na necessidade de desacelerar a economia para reduzir a inflação "a uma taxa mensal de 2%".²⁰

A tentativa de reversão da política de demanda e a repressão aos preços públicos foram os pontos predominantes da política de curto prazo nos últimos dois anos do mandato do Presidente Geisel.²¹ Promoveu-se em 1977 uma política monetária mais restritiva, com desaceleração dos meios de pagamentos e dos empréstimos ao setor privado, além da fixação de uma taxa de juros básica positiva em termos reais para o sistema financeiro pela primeira vez desde 1971.

Na tentativa de promover uma política financeira mais austera,

Simonsen anuncia que "a política do governo de permitir que instituições financeiras emprestem a empresas comerciais e industriais coligadas definitivamente acabou".²² A medida que se aproximava o final do Governo Geisel, entretanto, os sintomas de mera oposição interna ao programa passavam a compor conflitos políticos mais gerais, como o que culminou com o afastamento dramático do ministro do Exército.²³

Passou a ocupar o centro do palco político a candidatura do general Figueiredo, então ministro-chefe do Serviço Nacional de Informações e que fazia o papel de ponte entre os grupos Geisel e Médici. Em consequência, estreitava-se o espaço político para mais um *round* de política antiinflacionária mais séria, na medida em que os resultados de um ano de austeridade foram uma queda modesta (de oito pontos percentuais) na inflação anual, para 38,7% em dezembro. Para isso contribuiu de forma decisiva o desempenho da agropecuária, com um crescimento de 12,1%, contra 2,4% no ano anterior, propiciando uma redução de 30 pontos percentuais na inflação agrícola. A desaceleração brusca na indústria de transformação tornava mais difícil politicamente a continuidade da política de estabilização, levando o Presidente a afirmar, em seu discurso de final do ano, sua decepção diante da resistência da inflação brasileira às tentativas de controle, lembrando que "os próprios mecanismos de defesa... também a realimentam permanentemente", mas afirmando que "a inflação não deve ser tratada senão pela metodologia gradualista".

A partir do início de 1978, com a definição da força inequívoca da candidatura Figueiredo, esta passa a dominar o ambiente político do país. A política econômica de curto prazo passa assim ao serviço da continuidade do processo de distensão, privilegiando a acumulação de reservas em decorrência de um saldo do balanço de pagamentos de US\$ 3,9 bilhões. Em meados do ano, uma seca que assolou o centro-sul provocou uma queda de 3% no produto agropecuário, gerando a necessidade de importações de alimentos da ordem de mais de US\$ 1 bilhão, prejudicando a continuidade do controle do custo de vida urbano e deteriorando a balança comercial no último ano do mandato Geisel. Apesar da restrição ao crescimento dos preços públicos, o índice geral de preços acelerou-se em dois pontos percentuais ao longo do ano, postergando-se para o novo governo a tarefa de realizar um novo *round* de política restritiva.

Com a posse do general Figueiredo em março de 1979, Mário Simonsen foi para a Secretaria de Planejamento para comandar a política econômica. Foi feita nova tentativa de ajuste fiscal baseada essencialmente no corte de investimentos considerados não prioritários para a melhoria do balanço de pagamentos e o controle do processo de endividamento externo.

Inicialmente, o objetivo era obter um superávit fiscal de 1% do PIB. Até maio, parecia que o governo poderia definir um conjunto de medidas econômicas com razoável coerência, uma vez que sob a coordenação do ministro-chefe da Seplan estavam agora reunidos praticamente todos os instrumentos de política macroeconômica: além dos instrumentos tradicionais de programação econômica e orçamento na órbita fiscal o chefe da Seplan presidia agora o Conselho Monetário Nacional, e na prática supervisionava as atividades da Secretaria de Receita Federal e do Conselho Interministerial de Preços. A partir da aprovação dos preços mínimos para a safra 1979/80, que embutiam uma correção nominal de 70%, para uma inflação passada da ordem de 40%, agravaram-se os conflitos dentro do governo entre a política de austeridade orçamentária e o "desenvolvimentismo".

Esta última posição, que defendia o prosseguimento das políticas expansionistas de demanda para promover o crescimento, tinha como expoentes os ministros Delfim Netto, da Agricultura, e Mário Andreazza, do Interior.

Na realidade, tentou-se operar uma redução substancial de despesas com o corte de investimentos públicos e buscando-se maior coerência entre a política fiscal e a política monetária. A partir da aprovação do orçamento monetário, a austeridade dura somente até agosto.

O início do Governo Figueiredo foi, na realidade, uma continuação do Governo Geisel. No momento em que ficou claro ao novo Presidente que caberia a ele fazer o que era desagradável e que Geisel não tinha conseguido fazer apesar de toda sua autoridade, foi fácil ao general Presidente optar por fazer sua própria política, tentando reviver a aura do período Médici, entregando ao ministro Delfim Netto a tarefa de realizar, agora sim, um milagre econômico.

Entre agosto de 1979 e outubro de 1980, o país experimentou sua última tentativa de ignorar a crise externa, agora agravada pelo novo choque do petróleo e pela elevação vertiginosa do custo do endividamento externo. A política heterodoxa adotada baseou-se explicitamente no controle dos juros, na maior indexação dos salários, seguida de desvalorização cambial com pré-fixação da correção monetária e na tentativa de manipular as expectativas inflacionárias durante a maior parte do ano de 1980. A incapacidade de fazer com que os banqueiros internacionais financiassem o experimento levou a uma perda rápida de reservas, enquanto o crescimento rápido do consumo alimentou a explosão do balanço de pagamentos e levou à rápida reversão da política macroeconômica em final de 1980.

Enquanto o governo praticava o clássico stop-and-go na política de estabilização, operava-se no país uma importante mudança

estrutural financiada por um endividamento externo crescente. A análise deste programa é o objetivo da seção seguinte.

4. A Natureza do Ajuste de Longo Prazo: o Crescimento com Endividamento

Crescimento com Dívida

A dívida externa brasileira cresceu US\$ 10 bilhões entre 1974 e 1977, outros US\$ 10 bilhões nos dois anos seguintes. No início do Governo Geisel, o país pagava anualmente US\$ 500 milhões de juros e em 1978 a conta de juros líquidos subira para US\$ 2,7 bilhões que a alta das taxas de juros internacionais elevaria para US\$ 4,2 bilhões no primeiro ano do Governo Figueiredo.

Em grande medida, este vertiginoso crescimento da dívida externa foi o resultado da política de longo prazo adotada. A manutenção de uma taxa de investimento superior a 25% em praticamente todos os anos do período permitiu ao país crescer 6,8% ao ano em média de 1974 a 1979. Quais os elementos essenciais dessa estratégia?

As bases da política de longo prazo estão descritas nos capítulos II a IV do II Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND).²⁴ Acreditavam seus elaboradores que no período de 1975 a 1979 a indústria brasileira poderia crescer 12% ao ano e a economia como um todo 10% ao ano. Lograram convencer o Congresso Nacional de que esta taxa de crescimento poderia ser uma meta factível para reorientar oferta de bens e serviços, de modo a superar as dificuldades de balanço de pagamentos enfrentadas pelo país.²⁵

Como forma de ajustar a estrutura econômica à "situação de escassez de petróleo", o governo optou por "grande ênfase nas indústrias básicas, notadamente no setor de bens de capital, e o da eletrônica pesada, assim como no campo dos insumos básicos, a fim de substituir importações e, se possível, abrir novas frentes de exportação."²⁶ No campo da política de energia, optou-se por uma aceleração dos investimentos na prospecção, principalmente na bacia de Campos, além da execução de um programa de elevação de 60% da capacidade geradora de energia hidroelétrica, buscando-se viabilizar a expansão da produção e da exportação de bens com elevado conteúdo energético que pudessem ser produzidos no país com base em hidroeletricidade, a exemplo do alumínio.

A opção por não utilizar a desvalorização cambial para promover o redirecionamento da oferta e da demanda de modo a produzir mais bens transacionáveis com o exterior e ao mesmo tempo economizar

divisas não implicou a desconsideração de tais efeitos como forma de corrigir a longo prazo os desequilíbrios comerciais gerados pelo choque externo. O pessimismo quanto às elasticidades não foi suficiente para bloquear a utilização da política comercial: importações foram encarecidas, não só por uma elevação generalizada de tarifas, como pela criação de encargos financeiros e restrições quantitativas de vários tipos.²⁷ Tais medidas tinham um duplo papel: reprimiam as importações talvez de forma mais dirigida do que a que seria obtida por uma desvalorização e, além disso, criavam novos "obstáculos" que puderam ser removidos seletivamente para permitir instrumentos para a implementação da nova política industrial.

Talvez o aspecto mais surpreendente da política de comércio exterior do Governo Geisel tenha sido a rapidez com que as medidas acima sumariadas lograram reduzir o coeficiente importado da economia. Em 1974, as importações correspondiam a cerca de 12% do produto, um recorde histórico semelhante ao atingido em 1954. As novas políticas de controle de importações interromperam o crescimento deste coeficiente, que já havia dobrado desde o início da década, e triplicara desde meados da década anterior. Entre 1974 e 1977 o valor total das importações manteve-se constante em dólares nominais, não obstante a economia haver crescido mais de 7% ao ano no período. Em 1978, às vésperas portanto do segundo choque de petróleo, o coeficiente importado já era de 7,25%, inferior, portanto ao observado antes do primeiro choque.

Ao tentar fazer a economia crescer a 10%, o programa do governo logrou obter um crescimento médio anual de 7%, mas as projeções originais de endividamento foram rapidamente superadas na medida em que o relativo sucesso no controle da balança comercial não foi suficiente para fazer decrescer o déficit em conta corrente com a rapidez que era esperada. Entre 1974 e 1978 as importações mundiais cresceram cerca da metade do que haviam crescido entre de 1970 e 1974. A desaceleração do crescimento do comércio mundial, que se agrava após 1978, foi mais importante do que a aceleração progressiva da taxa de juros paga pelo Brasil, que adquire importância a partir de 1979. Estes são os grandes fatores por detrás da deterioração do balanço de pagamentos brasileiro, apesar do sucesso no controle das importações.

No que diz respeito à composição do produto, a indústria foi seguramente o setor líder do período, como de resto durante toda a década de 70. Apesar do destaque inequívoco da indústria de transformação, cujo desempenho no ajuste de oferta será analisado a seguir, deve-se observar a importância da continuidade da expansão da indústria de construção durante o período, atingindo na década uma taxa média anual de crescimento de 9,7% em termos reais. Este desempenho é explicado tanto pela importância das obras

públicas no período, associadas tipicamente aos projetos de grande porte como as hidrelétricas de Itaipu e Tucuruí, por exemplo, quanto à continuidade do financiamento à construção residencial, não obstante a instabilidade da taxa de inflação.

A Política Industrial

A estratégia de política industrial no Governo Geisel baseou-se na substituição de importações nos setores de bens de capital, insumos básicos para a indústria e no aumento da produção e da prospecção de petróleo.²⁸ Os principais instrumentos de tal política foram o crédito do IPI sobre a compra de equipamentos, a depreciação acelerada para equipamentos nacionais, as isenções do imposto de importação, o crédito subsidiado e formas mais ou menos explícitas de reserva de mercado para os novos empreendimentos, assim como garantia de política de preços compatível com as prioridades da política industrial.²⁹

Os órgãos de implementação da política eram o Conselho de Desenvolvimento Industrial, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico, o Conselho de Política Aduaneira, a Carteira de Comércio Exterior do Banco do Brasil e o Conselho Interministerial de Preços.

Durante a década de 70, não faltaram críticas ao retorno à estratégia de substituição de importações como forma encontrada pelo governo brasileiro de tentar superar o estrangulamento das contas externas em decorrência da combinação de um surto de crescimento acelerado com a crise do petróleo. Malan e Bonelli (1977, p. 31) chamavam atenção para os erros a que tal política estaria sujeita em decorrência da minimização dos efeitos do caráter cíclico da demanda de bens de capital. Tal comportamento levaria o governo a superestimar o mercado para tais bens. Não deixa de ser curioso que o otimismo do governo acerca do tamanho do mercado brasileiro de bens de capital tenha sido ainda agravado pelas estimativas do setor privado. Os investidores privados eram, além dos clientes tradicionais do BNDE, tipicamente empresas estrangeiras que queriam transferir parte de sua capacidade produtiva para o país, em muitos casos por meio de pressões para autorização de funcionamento, concessão de benefícios e contra pareceres técnicos que apontavam para a saturação inevitável em alguns mercados. O segundo fator de pessimismo dos referidos autores é o que denominam a "preferência pelos bens importados", que também seria ignorado pela política de estímulos do governo. Analisando-se os estímulos e o grau de proteção para a indústria localizada no país, entretanto, tal preferência parece ter sido mais do que compensada pela política industrial dos anos 70.³⁰

Os resultados de tais políticas foram objeto de vários estudos; em particular, Velloso (1982) avalia os efeitos das políticas sobre as importações principalmente de insumos industriais; Batista (1986) faz um confronto entre as metas do II PND e os resultados obtidos, enquanto Lago, Almeida e Lima (1979a) analisam, com abundância de informações estatísticas e minucioso exame da legislação, a política de estímulos à indústria de bens de capital no Brasil.

De modo geral, as conclusões têm sido favoráveis no sentido de que os objetivos gerais de reestruturação da oferta foram atingidos, se bem que em prazos geralmente superiores aos programados. Do ponto de vista mais específico dos setores mais favorecidos pela política industrial, o desempenho pode ser ilustrado pela queda tanto em valor quanto em participação na pauta de importações entre 1974 e 1979. O programa de insumos básicos, dirigido para reduzir as importações que atingiram a cifra de US\$ 3,5 bilhões em 1974 nos setores de papel e celulose, metais não-ferrosos, fertilizantes, produtos petroquímicos e aço, logrou reduzir as despesas com tais itens a cerca de US\$ 1,2 bilhões correntes em 1979.³¹

Os resultados da substituição de importações contribuíram ainda para internalizar as despesas de investimento. A participação das importações de bens de capital no total da despesa com máquinas e equipamentos decresceu de 25,6% em 1972 para 9% dez anos depois. O dispêndio em divisas com bens de capital ficou virtualmente constante em termos nominais até o final da década, mas as exportações do setor elevaram-se continuamente de US\$ 893 milhões em 1975 a US\$ 2,4 bilhões em 1979.

A diferença importante da experiência brasileira da década de 70, tanto em relação às experiências anteriores, quanto às de outros países, é que a opção pela política de substituição de importações foi feita sem que houvesse descontinuidade no incentivo às exportações. Estas passam de 7,5% do PIB em 1974 a 8,4% do PIB em 1980, enquanto as importações caem de 11,9% do PIB para 9,5% no mesmo período, apesar do segundo choque do petróleo.³² A chave do sucesso da política industrial brasileira na década de 70 parece residir assim nesta combinação de estímulos, pouco usual se comparada com outras experiências no Terceiro Mundo.

A manutenção desta variedade de estímulos fiscais, creditícios e cambiais, entretanto, teve como custos mais visíveis a progressiva deterioração da posição financeira do Estado, caracterizada pela queda da carga tributária líquida e pela elevação do endividamento do setor público. Tal deterioração, que resultou de uma fadiga progressiva dos instrumentos de ação do governo sobre a economia brasileira, está na base do agravamento dos conflitos distributivos e da aceleração inflacionária dos anos 80.

5. Resultados e suas Conseqüências

Vimos que nos primeiros seis meses do Governo Figueiredo foi realizada uma tentativa de completar as tarefas de estabilização e de compatibilização do programa de investimentos do II PND com as crescentes dificuldades de refinanciamento da dívida externa, tendo em vista a elevação das taxas de juros internacionais. A manutenção do comando da política econômica sob Mário Simonsen sugeria, em princípio, a prioridade para a estabilização. Os esforços iniciais concentraram-se, assim, na redução do déficit público.

A gravidade do problema fiscal foi sendo paulatinamente percebida por alguns técnicos do governo, e constituiu a preocupação central da Secretaria do Planejamento no início do governo Figueiredo. O novo titular da Seplan, no entanto, não conseguiu sensibilizar seus colegas de gabinete para o problema. Tampouco pareceu convencer o Presidente da República do caráter explosivo da ameaça inflacionária representada por um desequilíbrio sem limites entre meios e gastos governamentais. Anos de repressão de preços e tarifas do setor público, utilização das empresas estatais como instrumento de captação de empréstimos externos, concessão por vezes abusiva de incentivos fiscais, subsídios creditícios e prática generalizada de artifícios financeiros que mascaravam a verdadeira dimensão do desequilíbrio fiscal na economia brasileira não seriam desmontados, entretanto, de forma tão fácil.

A inexistência de uma série homogênea oficial para que se possa examinar a evolução das necessidades de financiamento do setor público dificulta a análise da política fiscal do Governo Geisel e a herança deixada para o Governo Figueiredo. Adotando a ótica do financiamento, podem ser construídas séries para os diversos componentes do endividamento interno do setor público federal.³³ Estas séries revelam que até 1976 o estoque médio da dívida pública federal, monetizada e não-monetizada, manteve-se razoavelmente estável como proporção do produto interno bruto em termos nominais: aumenta entre 1970 e 1973 de 8,7 para 12,3% do PIB e volta a cair até 1976 para 9,1%. Esta relativa estabilidade é entretanto acompanhada por uma progressiva substituição, na carteira do setor privado, de base monetária por títulos. A tabela 11.1 ilustra o fenômeno.

Tabela 11.1

Brasil: Dívida Interna Federal Não-Monetizada, 1970-1981
(como % do total da dívida interna)

ano	%	ano	%	ano	%
1970	12,7	1974	37,2	1978	56,7
1971	12,4	1975	41,9	1979	58,8
1972	41,5	1976	44,6	1980	59,3
1973	45,0	1977	51,8	1981	69,0

Fonte: Carneiro (1987).

Este processo, iniciado após as reformas financeiras da segunda metade dos anos 60, corresponde a um fenômeno de inovações financeiras no sentido de substituição, nas carteiras dos agentes econômicos, de reservas monetárias por não-monetárias, facilitada pela oferta de substitutos próximos da moeda governamental. A mudança do patamar inflacionário pós-1974 acelerou essa substituição. Entre 1970 e 1973, a base monetária caiu de 7,6% do produto para 6,8%, prosseguindo a queda para 5,1% em 1976. Na segunda metade da década de 70, a relativa estabilidade da taxa de inflação coincide com a relativa estabilidade desta proporção, atingindo a mesma 4,9% em 1979, quando se inicia nova mudança de patamar na taxa de inflação. Entre 1976 e 1979, entretanto, a dívida interna do governo federal cresce de 9,1% para 11,8% do produto, sendo pois o acréscimo da dívida totalmente correspondente ao crescimento da parcela não-monetizada.

Vimos nas seções anteriores que conflitos políticos mais gerais desempenham papel fundamental na definição, que coube ao Presidente Geisel, entre os dois desafios de sua política econômica: estabilizar a economia ou "dar prioridade à continuidade do crescimento".

A decisão de não desvalorizar o câmbio, símbolo do pessimismo de elasticidades e do modelo de inflação que instruíra a política econômica de curto prazo, teve como contrapartida uma decisão de promover maior intervenção direta no processo econômico, seja através dos mecanismos de incentivos fiscais e creditícios, seja através da participação direta dos investimentos públicos no processo de redirecionamento da oferta. Os primeiros dois instrumentos, no entanto, representam na prática deterioração da receita pública, na medida em que o Estado abre mão de coletar impostos e faz empréstimos com encargos financeiros abaixo da inflação. Este efeito é ainda agravado pela prática de reajustes de preços públicos abaixo da inflação. Por outro lado, o aumento da responsabilidade do setor público pelos investimentos requer maior poupança pública ou maior endividamento do setor público.

A conseqüência mais séria do pessimismo quanto às elasticidades foi o desconhecimento das reais possibilidades de racionalização do consumo de energia. Isso levou ao atraso nas pesquisas não só de fontes alternativas, mas também no sentido de melhor aproveitamento energético. No caso do óleo combustível o quadro parece ainda pior do que o da gasolina. Modiano (1982) chama atenção para o fato de que o subsídio ao uso do petróleo foi uma das piores técnicas mais visíveis da estratégia econômica de longo prazo. O consumo de óleo combustível cresceu 45% e o de diesel de 60%, para um crescimento do PIB de 40% entre 1973 e 1978. De acordo com o mesmo autor (Modiano, p. 147), a margem bruta de refino de petróleo caiu de 6,17 em 1972 para 2,05 em 1979 para menos de 2 depois de 1980. O atraso de preços só foi recuperado depois de 1981, sendo um elemento adicional das fortes pressões de custos associados à aceleração inflacionária do início da década de 80.

Os erros de avaliação mais importantes talvez tenham sido os relacionados com ao tempo estimado para a mudança de oferta e, é claro, com o comportamento futuro das taxas de juros e do comércio internacional. Com juros menores e com maior poder de compra das exportações, o ajuste também poderia ter sido mais rápido. Por outro lado, com maior ênfase na política de preços, maior rigor na condução das políticas de demanda e na administração dos conflitos que desembocam em maior inflação e menor ênfase em programas desastrosamente ambiciosos como o programa nuclear, o Governo Geisel certamente teria legado ao seu sucessor uma herança menos indigesta. Perto do que estava por vir, no entanto, tais equívocos perdem completamente sua significância na determinação dos desastres dos anos 80.

Por detrás dos indicadores do peso que representa o serviço da dívida interna ao iniciarem-se os anos 80, identificam-se importantes mecanismos que operaram durante o processo de ajuste e que têm a ver não só com o processo de endividamento externo do país, como com a mecânica de absorção desta dívida externa pelo governo. No início do processo de endividamento externo, o próprio fato da principal fonte de crédito serem os bancos privados que operavam no mercado internacional, facilitava a intermediação privada e a colocação de empréstimos junto a tomadores privados, cuja única fonte alternativa de financiamento era o BNDE. Em 1974, a dívida externa do setor privado correspondia a cerca de 45% do total. Em 1980, a dívida do setor privado era apenas 22% do total. Werneck (1986a e 1986b) analisa as repercussões desse processo de estatização da dívida externa e suas principais conseqüências para as dificuldades de financiamento do setor público em meados dos 80.³⁴ Observa aquele autor que o processo de crescimento da dívida interna do setor público brasileiro foi fruto de um financiamento

inadequado do aumento das responsabilidades do governo, ao longo do processo de acumulação da dívida externa, sem que tenha havido a contrapartida do aumento da renda disponível do setor público. O que se observou foi, ao contrário, em conseqüência dos subsídios e isenções fiscais, uma significativa redução da carga tributária, compensada pela emissão de dívida interna, que, com o correr do tempo, passa a onerar o próprio orçamento público. Entre 1973 e 1983 a renda disponível do setor público, definida como receita tributária mais outras receitas correntes líquidas menos subsídios e transferências, caiu de 16,8% para 8,67% do PIB. Confrontada esta queda com as responsabilidades financeiras crescentes do governo por conta das dívidas acumuladas, fica mais fácil entender as dificuldades de reversão do processo inflacionário nos anos 80.

A incompatibilidade entre o equacionamento das finanças públicas de forma adequada para a expansão da economia brasileira no período sublinha assim o caráter precário e inarticulado da política econômica após a deterioração do balanço de pagamentos brasileiro na segunda metade dos anos 70. Os incômodos políticos associados ao ajuste fiscal, que requer fatal ainda que não exclusivamente a recuperação da carga tributária líquida para que seja interrompido o processo inadequado de financiamento das contas do setor público dos últimos dez anos, seriam parte da herança pesada que caracterizaria os problemas centrais da política econômica nos anos 80.

NOTAS

- ¹ A contribuição, a crítica paciente e as correções de Luiz Roberto Cunha foram de valor inestimável para este trabalho. O autor agradece a Adriana Munhoz e Mariana Werneck Bastos pela assistência à pesquisa.
- ² Em 1973, as reservas internacionais das Autoridades Monetárias atingiram cerca de US\$6,4 bilhões, sendo que somente naquele ano as entradas brutas de empréstimos e financiamentos de médio e longo prazos atingiram quase US\$4,5 bilhões. Como resultado da entrada de empréstimos em moeda muito superiores às necessidades de financiamento externo do país, somente nos anos de 1972 e 1973 os saldos globais do balanço de pagamentos representaram uma acumulação de haveres externos superior a US\$5,3 bilhões, o que dá idéia da abundância de financiamento externo à época da crise do petróleo.
- ³ Veja-se, por exemplo, a discussão acerca da "melhor política" para os EUA, apresentada em Solow (1980). Solow chama atenção para o fato de que, pelo menos no caso da economia norte-americana, o objetivo mais defensável seria evitar os males de uma inflação prolongada que resulta quase sempre dos efeitos distributivos de um tal choque.
- ⁴ A política de subsídios decorrente de um ajuste mais prolongado de preços relativos não tem nada de errada em si, mas as dificuldades de revertê-la não devem ser subestimadas, como ilustra a própria experiência brasileira no período em consideração.
- ⁵ Nos primeiros quatro meses de 1974, o índice de preços no atacado, base do sistema de indexação, cresceu à média mensal de 3,9% em contraste com menos de 1,5% nos seis anos anteriores. A variabilidade da taxa mensal da inflação deu início aos primeiros rumores acerca de desindexação ou expurgo de índices que lançavam dúvidas maiores acerca da rentabilidade esperada dos diversos ativos financeiros.
- ⁶ Os mecanismos e critérios de controles de preços industriais centrados no Conselho Interministerial de Preços (CIP) estão analisados em Carneiro (1976). Além desses, desempenhava papel importante no controle do abastecimento e do custo de vida urbano, desde o governo anterior, a chamada tabela CIP-SUNAB, controlada pela então assessoria econômica do ministro da Fazenda.
- ⁷ Até então, a correção monetária das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN) era definida mensalmente, sem regras escritas, por uma portaria do ministro da Fazenda. É útil lembrar que a Lei 4.728 de julho de 1965 (Lei do Mercado de Capitais), ao estender aos títulos privados a correção monetária das Obrigações

Reajustáveis do Tesouro Nacional criadas pela Lei 4.357 de julho de 1964, as quais originalmente teriam vencimento mínimo de três anos, pretendia com isso criar condições para a emissão de títulos de longo prazo, nunca a criação de títulos indexados que fossem substitutos próximos da moeda. Com a instabilização das taxas mensais em 1974, entretanto, temia-se que o governo promovesse uma "desindexação" informal expurgando da correção monetária oficial os efeitos da desrepressão de preços sobre a inflação de março e abril. Temendo os efeitos que tais expectativas pudessem vir a ter sobre um mercado financeiro já conturbado, o ministro da Fazenda preferiu explicitar uma regra pela qual a correção monetária seria formalmente vinculada ao índice de preços no atacado da FGV (IPA- DI) sendo uma média em que a variação média do IPA nos três meses anteriores entrava com peso 0,8 e uma inflação mensal correspondente a uma taxa anual de 15% entraria com peso 0,2. Apesar da elegância formal da solução encontrada, ela revelou-se desastrosa na medida em que contribuiu, dado o mecanismo da carta de recompra, para a monetização de fato dos títulos privados.

- ⁸ Veja-se, por exemplo, a Exposição de Motivos nº 49-B, aprovada pelo CDE em 22 de abril de 1974, parágrafo 11, onde são explicitadas as diretrizes para a política monetária em 1974, fixando-se meta para a expansão dos meios de pagamentos em 35%, cuidando-se apenas para que o orçamento monetário se transformasse de "indicativo em normativo", e apenas "recomendando o amplo uso do crédito seletivo como instrumento de combate à inflação".
- ⁹ Os empréstimos do Banco do Brasil eram objeto de programação anual por ocasião da aprovação do chamado "orçamento monetário", na realidade, tosca programação das operações ativas do Banco do Brasil, apesar do nome pomposo: não era um orçamento, nem conseguia programar a evolução dos agregados monetários, mas dava a impressão de que a partir da programação das contas do Banco do Brasil as demais contas do balancete consolidado das autoridades monetárias estariam sob controle. Na prática, uma vez aprovado pelo Conselho Monetário Nacional, o "orçamento" podia ser sob alguns aspectos apenas mais um instrumento de pressão sobre as diversas carteiras do BB, uma vez que os tetos aprovados para as diversas contas tornavam-se argumentos para a concessão de crédito.
- ¹⁰ Para estudos empíricos acerca da endogeneidade da oferta de moeda veja-se Cardoso (1977), Contador (1978), Marques (1983) e Carneiro e Fraga Neto (1984). Sobre o uso dos controles de crédito como instrumento de política econômica na economia brasileira, ver Coates (1985).

- ¹¹ Para detalhes da quebra e da intervenção veja-se Assis (1983, p.63 e seguintes). Os gastos envolvidos nas diversas intervenções e fusões administradas pelo Banco Central no período seriam na realidade suficientes para tornar difícil qualquer política restritiva. Talvez ainda mais importante, entretanto, tenha sido a mudança de postura do governo depois do tumulto em torno da quebra do Halles, conforme se argumenta a seguir.
- ¹² Ver discussões da política salarial em Bacha (1978) e Carvalho (1982).
- ¹³ A posição de caixa do Tesouro passou de um saldo de Cr\$ 295 milhões em 1973 para Cr\$ 3.882 milhões em 1974. O aumento do débito do Banco Central junto ao público só serviu para aumentar a posição credora do Tesouro junto às Autoridades Monetárias, e não para financiar maiores déficits. Estimando-se as necessidades de financiamento do setor público na forma discutida na seção 4 a seguir, conclui-se que em 1974 houve um déficit global nas contas consolidadas do governo da ordem de 0,8% do PIB, o que corresponde a uma redução de 2,2 pontos percentuais sobre o valor estimado para 1973.
- ¹⁴ O consumo industrial de energia elétrica no eixo Rio/S.Paulo, que era então um importante indicador de evolução da conjuntura, passou a cair, em termos de doze meses, a partir de dezembro de 1974, depois de ter crescido 16,3% um ano antes. Os resultados da recessão industrial, que só foram conhecidos de fato ao final do primeiro trimestre de 1975, eram alarmantes, pelos indicadores parciais publicados pela imprensa.
- ¹⁵ A mudança gradual do papel da política de estabilização nas prioridades do governo Geisel são analisadas em Carneiro (1986).
- ¹⁶ Ver Simonsen (1988, p.19). Este número corresponde a 20% do déficit no ano de 1974, e era suficiente para tornar constante a relação dívida/exportações a partir de 1976.
- ¹⁷ Ver Simonsen (1988, p.18).
- ¹⁸ O discurso do Presidente Geisel ao final de 1975 concentrou-se mais em mostrar que não havia clima de recessão do que em mencionar a nova ofensiva contra a inflação. Na reunião do CDE de 14 de janeiro de 1976, para a fixação dos objetivos da política econômica para o ano, foram renovadas as prioridades de investimentos apoiadas no II PND e o principal instrumento para conter a deterioração do balanço de pagamentos a curto prazo era o racionamento de importações sob o regime do Decreto-lei 1.428/75.
- ¹⁹ A mesma expressão é utilizada na Exposição de Motivos 001/77, de 24 de janeiro de 1977, que aprovou as diretrizes da política de curto prazo para 1977.

- ²⁰ Discurso na Escola de Guerra Naval, 22 de outubro de 1976.
- ²¹ Para uma análise das conseqüências da repressão sistemática dos preços públicos no período, veja-se Werneck (1986c).
- ²² *Jornal do Brasil*, 12.5.77, citado por Assis (1986, p. 116). Este é na realidade um princípio elementar de regulamentação bancária, mas que teve de ser anunciado solenemente como forma de evidência de que a política de tolerância das autoridades monetárias com a pirâmida financeira terminava.
- ²³ O episódio está magistralmente tratado em Góes (1978), que o analisa no contexto mais geral do processo decisório que caracterizou o Governo Geisel.
- ²⁴ O II PND foi enviado ao Congresso Nacional na forma de uma mensagem presidencial (nº 430, de 10 de setembro de 1974) e aprovado na forma de lei (nº 6.151, de 6 de dezembro de 1974) por congressistas em final de mandato. Segundo as regras de então, não encontrou obstáculos à sua aprovação.
- ²⁵ II PND, capítulo III, p. 37.
- ²⁶ II PND, p. 16.
- ²⁷ A resolução 289/74 do CMN exigiu que importações de bens sujeitas a tarifas de mais de 55% fossem pagas à vista; os Decretos-lei 1.334 e 1.364 elevaram em 100% as tarifas de cerca de 2000 bens. Em 1975 ampliou-se a exigência de pagamento a vista das importações e criou-se pela Resolução 331 (16 de julho) um depósito compulsório por seis meses correspondente ao valor em cruzeiros das importações. Em 1975-76 este depósito correspondia a um custo financeiro nominal da ordem de 40% do valor das importações. Finalmente, ao final de 1975, foi simplesmente proibida a importação de mais de mil itens classificados como supérfluos, tratando-se ainda de centralizar o poder de conceder isenções do imposto de importação. Veja-se Dib (1985, cap. 2 e apêndice II).
- ²⁸ Baumgarten e Cunha (1977) analisam os objetivos e os instrumentos da política industrial pós-1974. Observam os autores que a partir de 1974, através da resolução 35 do CDI, a substituição de importações passa a ser o primeiro critério para o enquadramento de projetos no regime do CDI. O papel do CDI foi especialmente importante em 1974 e 1976. Em 1976, o valor dos investimentos nos projetos aprovados pelo CDI atingiu a cifra recorde de 6,2% do PIB, caindo bruscamente para menos de 1% do PIB até o final da década.
- ²⁹ O principal instrumento legal era o Decreto-lei 1.137/70. A partir de 1976, a isenção de imposto sobre a importação e sobre produtos industriais adquiriu maior importância. Finalmente, a limitação da correção monetária a 20% ao ano, concedida pelo

Decreto-lei 1.452/76, certamente resultou ser uma fonte importante de doação de recursos aos que foram financiados pelo BNDE.

³⁰ Ver Lago et al. (1979a).

³¹ Ver Velloso (1982).

³² Até 1978, antes do segundo choque, as importações totais se haviam reduzido para 6,8% do PIB.

³³ Ver Carneiro (1987c, p. 217 e seguintes) para uma apresentação da metodologia e das séries.

³⁴ No final dos anos 70, quando os incentivos de mercado ao endividamento externo do setor privado foram sendo dominados pela incerteza crescente, tanto no que dizia respeito a taxas de juros, quanto às perspectivas de desvalorização cambial e às possibilidades de refinanciamento do principal, foram criados incentivos adicionais na forma da Resolução 432 e da Instrução 230 que permitiam a firmas e bancos, respectivamente, depositarem moeda estrangeira no Banco Central como *hedge* contra suas dívidas em moeda estrangeira. Tais depósitos foram um instrumento prático de estatização da dívida externa.