

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*

ABREU, Marcelo de Paiva (Org.). A ordem do progresso: cem anos de política econômica república, 1889-1989. Rio de Janeiro: Campus, 1989.

## CAPÍTULO 9

# *ESTABILIZAÇÃO E REFORMA: 1964-1967*

**ANDRÉ LARA RESENDE<sup>1</sup>**

### **1. Introdução**

O programa de estabilização implementado entre 1964 e 1968 logrou reduzir a taxa de inflação anual de algo próximo de 100% no primeiro trimestre de 1964 para algo em torno de 20% em 1969. Simultaneamente, o crescimento do produto, que em 1963 fora de apenas 0,6%, recuperou-se após 1966, e já em 1968 atingia a taxa de 9,8%.

O que foi o Programa de Ação Econômica do Governo? Quais as razões e os custos do seu êxito em termos de indicadores macroeconômicos tradicionais? A análise crítica do PAEG é o objetivo deste capítulo que está dividido em seis seções, além desta introdução; a seção 2 descreve os objetivos do PAEG e os da política salarial; a seção 3 trata do papel da política salarial; a seção 4 examina a condução das políticas monetária e fiscal; a seção 5 analisa o impacto sobre a produção e os preços; a seção 6 faz uma tentativa de avaliar os custos da estabilização; a seção 7 conclui com uma análise do grau de ortodoxia do PAEG.

### **2. Os Objetivos do PAEG**

O movimento militar de março de 1964 destituiu o Governo Goulart e elevou à Presidência da República o marechal Castelo Branco. Em novembro, aparecia o Programa de Ação Econômica do Governo (PAEG), elaborado pelo recém-criado Ministério do Planejamento e Coordenação Econômica. O ministério econômico foi composto pela dupla Campos e Bulhões, respectivamente no Planejamento e na Fazenda.

O PAEG listava entre os seus objetivos: "(i) acelerar o ritmo de desenvolvimento econômico interrompido no biênio 1962/63; (ii)

conter, progressivamente, o processo inflacionário, durante 1964 e 1965, objetivando um razoável equilíbrio de preços a partir de 1966; (iii) atenuar os desníveis econômicos setoriais e regionais, assim como as tensões criadas pelos desequilíbrios sociais, mediante melhoria das condições de vida; (iv) assegurar, pela política de investimentos, oportunidades de emprego produtivo à mão-de-obra que continuamente aflui ao mercado de trabalho; (v) corrigir a tendência a déficits descontrolados do balanço de pagamentos, que ameaçam a continuidade do processo de desenvolvimento econômico, pelo estrangulamento periódico da capacidade de importar.”

Para consecução de tais objetivos, seriam utilizados os seguintes instrumentos de ação:

“Política Financeira, compreendendo: (i) política de redução do déficit de caixa governamental, de modo que aliviasse progressivamente a pressão inflacionária dele resultante e que fortalecesse a capacidade de poupança nacional através do disciplinamento do consumo e das transferências do setor público e na melhoria da composição da despesa; (ii) política tributária, destinada a fortalecer a arrecadação e a combater a inflação, corrigindo as distorções de incidência, estimulando a poupança, melhorando a orientação dos investimentos privados e atenuando as desigualdades econômicas regionais e setoriais; (iii) política monetária condizente com os objetivos de progressiva estabilização dos preços, evitando, todavia, a retração do nível de atividade produtiva e a redução da capacidade de poupança das empresas; (iv) política bancária, destinada a fortalecer o nosso sistema creditício, ajustando-o às necessidades de combate à inflação e de estímulo ao desenvolvimento; (v) política de investimentos públicos, orientada de modo que fortalecesse a infraestrutura econômica e social do país, que criasse as economias externas necessárias ao desenvolvimento das inversões privadas e que atenuasse desequilíbrios regionais e setoriais.

Política econômica internacional, compreendendo: (i) política cambial e de comércio exterior, visando à diversificação das fontes de suprimento e ao incentivo das exportações, a fim de facilitar a absorção dos focos setoriais de capacidade ociosa e de estimular o desenvolvimento econômico, com relativo equilíbrio de pagamentos a mais longo prazo; (ii) política de consolidação da dívida externa e de restauração do crédito do país no exterior, de modo que aliviasse pressões de curto prazo sobre o balanço de pagamentos; (iii) política de estímulos ao ingresso de capitais estrangeiros e de ativa cooperação técnica e financeira com agências internacionais, com outros governos e, em particular, com o sistema multilateral da Aliança para o Progresso, de modo que acelerasse a taxa de desenvolvimento econômico.

Política de produtividade social, compreendendo, notadamente:

(i) política salarial, que assegurasse a participação dos trabalhadores nos benefícios do desenvolvimento econômico, mas que permitisse a sincronização do combate à inflação, do lado da procura e dos custos, e que protegesse a capacidade de poupança do país.” E ainda política agrária, política habitacional e política educacional (Ministério do Planejamento e Coordenação Econômica (MPCE), 1964, pp. 15-6).

Tratava-se, portanto, de um programa que acentuava a importância da manutenção, ou da recuperação, das taxas de crescimento da economia. O combate à inflação estava sempre qualificado no sentido de não ameaçar o ritmo da atividade produtiva. A restrição do balanço de pagamentos era diagnosticada como séria limitação ao crescimento. Para superá-la, o PAEG propunha uma política de incentivos à exportação, uma opção pela internacionalização da economia, abrindo-a ao capital estrangeiro, promovendo a integração com os centros financeiros internacionais e o explícito alinhamento com o sistema norte-americano da Aliança para o Progresso. A manutenção, ou a promoção, da capacidade de poupança da economia é associada em todos os níveis ao sucesso na luta contra a inflação, deixando transparecer um diagnóstico heterodoxo que associa a inflação à poupança forçada. Tal diagnóstico fica mais explícito na descrição das bases do programa desinflacionário. A inflação brasileira era diagnosticada como “resultado da inconsistência da política distributiva, concentrada em dois pontos principais: (i) no dispêndio governamental superior à retirada de poder de compra do setor privado, sob a forma de impostos ou de empréstimos públicos; (ii) na incompatibilidade entre a propensão a consumir, decorrente da política salarial, e a propensão a investir, associada à política de expansão de crédito às empresas.”

“Dentro desse quadro”, prossegue o PAEG, encontram-se “as três causas tradicionais da inflação brasileira: os déficits públicos, a expansão do crédito às empresas e as majorações institucionais de salários em proporção superior à do aumento de produtividade. Estas causas conduzem inevitavelmente à expansão dos meios de pagamento, gerando, destarte, o veículo monetário de propagação da inflação.” (ver MPCE, 1964, p. 28). Um diagnóstico, portanto, que atribui à inconsistência na esfera distributiva da economia a causa da inflação e que vê na expansão monetária não um fator autônomo de pressão inflacionária, mas o veículo de ratificação, ou de propagação, dessas pressões.

Em função de tal diagnóstico, três “normas básicas” norteavam o programa desinflacionário: (i) contenção dos déficits governamentais através do corte das despesas não prioritárias e racionalização do sistema tributário; (ii) crescimento dos salários reais proporcional ao “aumento de produtividade e à aceleração do desenvolvimento”; e

(iii) política de crédito às empresas “suficientemente controlada, para impedir os excessos da inflação de procura, mas suficientemente realista para adaptar-se à inflação de custos.”

### 3. A Política Salarial no PAEG

Pode-se dizer, portanto, que o PAEG era um programa com diagnóstico e estratégia de combate à inflação bastante heterodoxos. O plano era otimista com relação aos resultados da estratégia gradualista de combate à inflação. As metas de expansão monetária para 1964, 1965 e 1966 eram de 70, 30 e 15%, respectivamente. Levando em consideração o crescimento real programado de 6% ao ano e supondo a velocidade-renda da moeda “razoavelmente estável, as taxas de inflação correspondentes (deveriam) situar-se na ordem de grandeza de 25% em 1965 e 10% em 1966” (conforme veremos adiante, tais metas não foram atingidas). O PAEG tinha uma política salarial bem definida, que deveria basear-se em três pontos básicos: “(i) manter a participação dos assalariados no produto nacional; (ii) impedir que reajustamentos salariais desordenados realmente irreversivelmente o processo inflacionário; e (iii) corrigir as distorções salariais, particularmente no Serviço Público Federal, nas Autarquias e nas Sociedades de Economia Mista” (Ver MPCE, 1964, p. 83).

Até 1930, não havia no Brasil uma política salarial oficial, vigorando a doutrina da “liberdade de trabalho”. Em 1931, foi criado o Departamento Nacional do Trabalho e feita a regulamentação da sindicalização de trabalhadores e empregadores. Nove anos mais tarde, em 1940, instituiu-se o salário mínimo, cuja regulamentação só foi feita em 1943. Durante o Governo Dutra, de 1946 a 1950, o salário mínimo foi congelado, sofrendo uma deterioração de 30% do seu valor real. Entre 1951 e 1954, no segundo Governo Vargas, o salário mínimo foi reajustado duas vezes, e em 1954 representava duas vezes e meia o salário de 1946 em termos reais. De 1955 a 1960, durante o Governo Kubitschek, apesar do recrudescimento da inflação, houve um pequeno ganho no salário mínimo real, enquanto que no período de 1961 a 1964, durante os Governos Quadros e Goulart, apesar dos reajustes mais frequentes, o salário mínimo real caiu aproximadamente 20%.

Em 1965, a Circular nº 10 do ministro extraordinário para Assuntos do Gabinete Civil determinou a forma do reajuste salarial da Administração Pública Federal, que se recomendava também aos governos estaduais e municipais. As normas estabelecidas por esta circular, que em 1966 foram estendidas aos casos de dissídio no setor

privado e só em junho de 1968 vieram a ser modificadas, eram as seguintes: (i) deveria ser restabelecido o salário médio real dos últimos 24 meses anteriores ao mês do reajustamento; (ii) sobre o salário real médio, deveria incidir a taxa de produtividade; (iii) cumpria acrescentar a metade da inflação programada pelo governo para o ano seguinte (resíduo inflacionário); e (iv) ficava estabelecido o princípio da anuidade dos reajustes.

Com as atividades sindicais severamente reprimidas e as greves em atividades “essenciais” proibidas — e ao governo competia o julgamento da “essencialidade” — o poder de barganha dos sindicatos tornou-se praticamente nulo. As negociações diretas entre trabalhadores e empregadores foram substituídas pela fórmula de reajuste fornecida pelo governo.<sup>2</sup> Como a fórmula, ao invés de recompor o pico de salário real alcançado à época do último reajuste, corrigia os salários na justa medida para recompor o salário real médio nos últimos 24 meses, o salário real mínimo, após o reajuste de março de 1965, foi reduzido em 18% com relação ao seu valor em fevereiro de 1964, quando fora reajustado pela última vez. Como a previsão do “resíduo inflacionário”, ou seja, da inflação para o ano seguinte, que entrava na fórmula de reajuste salarial, era a previsão oficial que foi consistentemente inferior à inflação efetivamente ocorrida, o salário mínimo real médio era reduzido. O nível de salário mínimo real restabelecido pelo reajuste, portanto, também era reduzido: em fevereiro de 1964, o índice de salário mínimo real era 126; em março de 1965, por ocasião do primeiro reajuste pela fórmula, este índice baixou para 103; em março de 1966 foi reduzido para 91 e em março de 1967, sofreu nova redução para 83.<sup>3</sup>

Os efeitos da política salarial sobre o salário mínimo real médio anual foram significativos. O índice de salário mínimo real médio sofreu uma queda de sete pontos percentuais em 1965, quando foi introduzida a fórmula salarial, e em 1966 foi novamente reduzido em outros sete pontos percentuais. Nos anos seguintes, os índices continuaram a cair, mas o ritmo da queda foi reduzido. Os efeitos da política salarial não se limitaram, entretanto, a reduzir o salário mínimo real médio. O índice de salário anual real médio do pessoal ligado à produção na indústria de transformação também foi reduzido em aproximadamente sete pontos percentuais em 1965, acompanhando, portanto, a queda do salário mínimo real médio. Segundo os dados do DIEESE, o índice de salário anual real médio em 1967 estava aproximadamente nove pontos percentuais abaixo do índice de 1965, sugerindo que, apesar da inexistência de dados para 1966, também neste ano o salário real médio na indústria de transformação acompanhou a queda do salário mínimo. Os índices deflacionados pelos índices de custo de vida na cidade do Rio de Janeiro, calculado pela FGV, e na cidade de São Paulo, especialmente

o primeiro, estimam que a queda do salário real médio na indústria de transformação, de 1965 para 1967, foi menor do que a calculada pelo DIEESE. De qualquer forma, os três índices acusam a queda do salário real médio na indústria de transformação entre 1964 e 1967.

#### 4. Condução das políticas monetária e fiscal

Das três "normas básicas" do programa desinflacionário do PAEG, a saber, contenção dos déficits governamentais, política salarial e política de crédito às empresas, a primeira foi a mais bem-sucedida. Os impostos diretos e indiretos foram imediatamente aumentados. O déficit do governo, como proporção do PIB, que era de 4,2% em 1963, já em 1964 declinava para 3,2%, em 1965 era apenas 1,6% e, em 1966, 1,1%. Também a forma de financiamento do déficit foi substancialmente alterada. Desde 1960, o déficit era quase que integralmente financiado pelas emissões de papel-moeda. Em 1965, 55% do déficit foram financiados através da venda de títulos da dívida pública e, em 1966, o déficit foi totalmente financiado pelos empréstimos junto ao público.

As políticas monetária e de crédito ao setor privado foram bem mais erráticas. A partir do segundo trimestre de 1964, tanto a moeda quanto o crédito expandiram-se aproximadamente em linha com os preços, havendo um primeiro aperto na liquidez no último trimestre do ano. Em 1965, entretanto, as políticas monetária e creditícia foram

**Tabela 9.1**  
**Brasil: Índices de Liquidez Real, Taxas de Crescimento Real nos Últimos 12 Meses, 1964-1967 (%)\***

Anos e trimestres	Meios de Pagamento	Empréstimos ao Setor Privado	Empréstimos de Bancos Comerciais ao Setor Privado	
1964	I	-6	-14	-15
	II	2	-4	-1
	III	0	1	5
	IV	-7	-7	-6
1965	I	9	2	5
	II	17	6	15
	III	30	12	23
	IV	42	25	41
1966	I	21	16	28
	II	1	8	9
	III	-12	1	-3
	IV	-17	-2	-9
1967	I	-5	2	-4
	II	10	14	14
	III	18	10	22
	IV	20	26	33

\* Indicadores de liquidez deflacionados pelo IPA.

Fonte: Banco Central, *Boletim*, e FGV, *Conjuntura Econômica*.

extremamente folgadas, elevando substancialmente os índices de liquidez real, conforme se verifica na tabela 9.1.

As taxas de expansão da moeda em 1965 estiveram sempre acima da taxa de crescimento dos preços. Apesar da queda acentuada da inflação em 1965, a expansão monetária foi praticamente igual à expansão observada em 1964, atingindo 83,5%. A previsão do PAEG, de 30% de crescimento dos meios de pagamento em 1965, foi, portanto, completamente estourada. A principal razão para este grau de descalibragem na política monetária parece ter sido o resultado do balanço de pagamentos. A política econômica de Campos e Bulhões recebeu apoio das agências financeiras internacionais. A AID, agência de ajuda externa norte-americana, concedeu importantes empréstimos ao Brasil, que, durante o período 1964-67, foi o quarto maior receptor mundial de ajuda líquida, atrás apenas da Índia, do Paquistão e do Vietnã do Sul. Os empréstimos e financiamentos obtidos em 1965 aumentaram 65% em relação ao nível de 1964, enquanto os investimentos diretos quase triplicaram.

Simultaneamente, a redução da taxa de crescimento, tanto em 1964 quanto em 1965, reduziu as importações. Em 1965, o valor em dólares das importações brasileiras foi igual ao observado em 1950, o mais baixo ocorrido nas décadas de 50 e 60. As exportações recuperaram-se em 1964 e atingiram nível recorde em 1965, cujo resultado foi o superávit de US\$ 331 milhões no balanço de pagamentos no ano de 1965. As reservas dobraram, passando de US\$ 245 para US\$ 484 milhões. A política monetária não foi suficientemente ágil para esterilizar este influxo de moeda gerado pelo superávit externo, e até o primeiro trimestre de 1966 a liquidez real da economia esteve folgada. A partir do segundo trimestre de 1966, a política monetária foi invertida, tornando-se apertada. A expansão dos meios de pagamento em 1966 foi de apenas 35,4%, enquanto os preços continuavam crescendo a taxas superiores a 50%. Conforme se vê na tabela 9.1, a liquidez real medida pela expansão monetária foi muito reduzida nos três últimos trimestres de 1966. No entanto, a inibição do crédito ao setor privado foi sensivelmente menor do que o aperto monetário. Este fato deve-se à ação do Banco do Brasil, pois os empréstimos totais ao setor privado em termos reais caíram, enquanto os empréstimos do Banco do Brasil ao setor privado em termos reais expandiram-se.

#### 5. O Impacto sobre a Produção e os Preços

Que impacto sobre os preços e o produto tiveram as políticas monetária e fiscal do PAEG? Os dados anuais mostram que em 1964

os preços elevaram-se 90%, segundo o índice geral de preços, e 81,3%, medido pelo índice de preços por atacado. Estas taxas recordes verificaram-se não apenas no primeiro trimestre de 1964, mas durante todo o ano, e podem ser atribuídas aos vários aumentos das tarifas dos serviços públicos, à liberação dos alugueis congelados e a outros preços, num processo na época chamado de *inflação corretiva*. Ainda dentro da política corretiva dos preços, o governo atendeu às pressões para elevar os salários dos servidores públicos. O salário mínimo havia sido elevado em 100% em fevereiro, ainda no Governo Goulart, enquanto os salários dos funcionários do serviço público eram congelados. Os salários dos militares foram aumentados em 120% imediatamente após a mudança de governo, e os empregados civis receberam aumento de 100% em junho. A política monetária, em 1964, foi mais folgada do que em 1963, mas os índices de liquidez real mantiveram-se negativos durante todo o ano, com exceção do terceiro trimestre. Deve-se notar, ainda, que o crédito ao setor privado expandiu-se a taxas menores do que a moeda. O relativo alívio na liquidez permitiu pequena recuperação da produção industrial, que cresceu em torno de 5% no ano. A agricultura voltou a ter um ano ruim e cresceu apenas 1,3%.

O ano de 1965 assinala o início da queda da curva inflacionária. Os dados anuais evidenciam que a queda no ritmo de crescimento industrial deu-se em 1963, a queda na tendência inflacionária em 1965 e a queda nas taxas de expansão monetária em 1966. O tempo de tais quedas pode ser determinado mais precisamente pela observação dos dados trimestrais de dados de consumo de energia elétrica como *proxy* para a produção industrial. Esses dados indicam que a atividade industrial entrou em recessão no segundo trimestre de 1963. No primeiro trimestre de 1965, tem-se uma brusca quebra na tendência de crescimento dos preços agrícolas. No segundo trimestre, é a vez dos preços industriais, que desaceleram o ritmo de crescimento. Apenas no primeiro trimestre de 1966 sobrevém a queda no ritmo de crescimento da moeda.

A ordem cronológica dos fenômenos sugere o sentido da causalidade. O aperto de moeda e crédito em 1963 paralisa a atividade industrial, enquanto os preços se aceleram. Em 1964, o alívio na liquidez real até o terceiro trimestre permitiu um esboço de recuperação industrial, enquanto os preços continuavam elevando-se em relação às taxas de 1963. Em 1965, a política fiscal restritiva, que aumentara os impostos em todos os níveis e reduzira a despesa do governo desde o segundo semestre de 1961, associada a novo aperto de crédito no último trimestre de 1964, fez com que a atividade industrial entrasse definitivamente em colapso. Após dois anos de safras ruins, a agricultura teve um ano excepcional e cresceu 13,8% em 1965. Com a recessão industrial, o impacto da safra agrícola

fez-se sentir ainda no primeiro trimestre de 1965, quando os preços agrícolas cresceram à taxa anual de 50%, enquanto os preços industriais cresciam ainda à taxa anual de 86%. No segundo trimestre de 1965, entra em vigor a fórmula salarial do PAEG, que reduzia em 26% o salário mínimo real restabelecido em relação a fevereiro de 1964. Os preços industriais apresentaram então os primeiros sinais de quebra de tendência: a taxa de crescimento anual do segundo trimestre cai para 69%. A taxa de crescimento dos preços agrícolas continuou a diminuir a cada trimestre, reduzindo o preço relativo agricultura-indústria. Também os preços industriais apresentaram taxas de crescimento decrescentes até o último trimestre do ano. Enquanto os preços reduziam o ritmo de crescimento, a política monetária escapava ao controle e expandia moeda e crédito a taxas muito superiores às dos preços. Os índices de liquidez real elevaram-se rapidamente e atingiram um pico no último trimestre de 1965. A virada na liquidez real fez-se sentir no primeiro trimestre de 1966, quando, após um período de 10 trimestres em declínio (o último trimestre de 1964 foi a única exceção), o consumo de energia elétrica sofreu uma elevação de 20% e manteve-se crescente a taxas elevadas durante todo o ano.

O crédito fácil durante o ano de 1965 e a capacidade ociosa acumulada em três anos de estagnação explicam o crescimento industrial em 1966, que atingiu a taxa de 11,7%. A agricultura é que teve um mau desempenho em 1966, quando sofreu uma queda de produção de 1,7%. Desde o primeiro trimestre de 1966, os preços agrícolas passaram a crescer mais do que os preços industriais, o que manteve os termos de troca agricultura-indústria em elevação durante os quatro trimestres do ano. A fórmula salarial volta a reduzir o salário mínimo real no mês do reajuste e, conforme foi visto anteriormente, o salário real médio anual na indústria também sofreu nova queda. Com os salários mais baixos, e apesar dos preços agrícolas mais altos, a inflação voltou a baixar, mas a queda em 1966 foi de apenas 19 pontos percentuais (de 56,8% para 38,0%), enquanto em 1965 a queda fora de 33 pontos (de 90 para 56,8%).

A política monetária, entretanto, sofreu uma brusca mudança ainda no primeiro trimestre de 1966. Como que assustado com a perda do controle monetário em 1965, o governo iniciou em 1966 a primeira verdadeira experiência com a ortodoxia monetarista. O déficit do Tesouro foi reduzido a 1,1% do PIB, quase que um quarto da proporção observada em 1963. Tal resultado foi obtido tanto através da elevação dos impostos quanto do corte nas despesas. O financiamento do déficit foi feito através da colocação de títulos junto ao público e pelo levantamento de empréstimos externos. A AID concedeu um empréstimo ao Tesouro no valor de Cr\$170,7 milhões, o que representava 29% de déficit. Pela primeira vez, o déficit da

União foi financiado integralmente sem recurso à emissão. O rígido controle das fontes de emissão monetária manteve a taxa de crescimento da moeda em 35,4%. O índice de liquidez real medido pela taxa de expansão monetária tornou-se negativo a partir do terceiro trimestre. O índice de liquidez real medido pela taxa de expansão do crédito ao setor privado, entretanto, sofreu redução bem menos severa, e só no quarto trimestre tornou-se negativo, atingindo -2%. O índice para os empréstimos dos bancos comerciais ao setor privado atingiu -3%, -9% e -4% no terceiro e quarto trimestres de 1966 e no primeiro trimestre de 1967, respectivamente, o que indica que a ação do Banco do Brasil, expandindo os seus empréstimos mais do que os bancos comerciais, evitou que a política monetária restritiva atingisse o crédito ao setor privado em toda sua extensão. Tal fato pode explicar o bom desempenho da indústria durante o ano de 1966. Os indícios de recessão na indústria só começaram a aparecer no último trimestre de 1966. No primeiro trimestre de 1967, o quadro já era nitidamente recessivo. O consumo de energia elétrica decrescia após quatro trimestres de crescimento acelerado. A política monetária começava a se fazer sentir.

Os aspectos ortodoxos da experiência brasileira de estabilização pós 1964 podem ser resumidos na política monetária e creditícia durante os dois primeiros trimestres de 1966 e na política fiscal de 1964 a 1966, que elevou os impostos e reduziu as despesas do governo.

É nítida, na experiência brasileira do período em questão, a relação entre as políticas fiscal, monetária e creditícia restritivas, principalmente esta última, e a desaceleração da atividade industrial. A defasagem com que as políticas restritivas operam sobre o nível de atividade é de aproximadamente dois ou três trimestres. A política fiscal restritiva de 1964 e 1965 completou o pacote ortodoxo inicialmente introduzido com o Plano Trienal no início de 1963 e acabou determinando a queda da produção industrial de 4,7% em 1965. O PIB só não decresceu porque a agricultura teve um ano excepcional.

## 6. Os Custos da Estabilização

Quais os custos da experiência com a ortodoxia? A parada do crescimento durante o período 1963-67 criou um hiato entre o produto observado e o produto potencial, medido pela linha de tendência do PIB baseada na taxa histórica de 7% ao ano, que só foi eliminado em 1973 — portanto, 10 anos mais tarde, depois de sete anos de crescimento acelerado no período 1968-73. Os custos da

quebra do ritmo de crescimento em termos de emprego não podem ser avaliados com precisão, pois não existem estatísticas de desemprego para o período. Pode-se apenas, portanto, especular sobre o que é sem dúvida o mais grave aspecto das políticas monetária e fiscal restritivas.

Outro aspecto do impacto da política monetária restritiva durante o ano de 1966 pode ser avaliado com base no exame do índice de passivo médio real de uma firma insolvente que quase triplicou entre 1965 e 1966 para firmas individuais, categoria que inclui quase na totalidade as firmas pequenas. O mesmo índice para as sociedades de responsabilidade limitada, categoria que inclui na maioria pequenas e médias empresas, mais do que duplicou. Para as sociedades anônimas, onde estão a maior parte das grandes empresas, o índice passou de 82 para 128, não chegando a duplicar. Estes números dão idéia do impacto das políticas monetária e creditícia sobre as empresas de uma economia que em 1966 estava no seu terceiro ano de recessão. Pode-se ainda deduzir que a política monetária restritiva atingiu mais violentamente as pequenas empresas que compõem a categoria de firmas individuais. As sociedades de responsabilidade limitada vêm a seguir, e as sociedades anônimas, categoria que inclui as maiores empresas, foram as menos atingidas.

O caráter regressivo sobre a estrutura industrial da política de 1966 fica mais uma vez evidenciado pelos dados do número de falências e concordatas requeridas por ramos de atividade. Os setores mais atingidos foram vestuário, alimentos e construção civil, nos quais o número de falências e concordatas requeridas mais do que triplicou entre 1964 e 1966. Vestuário e alimentos são setores tradicionais, de estruturas menos oligopolizadas, onde predominam as pequenas e médias empresas. A indústria de construção civil foi claramente uma vítima da política fiscal que reduziu substancialmente as despesas com obras públicas no período. É importante lembrar que a construção civil é um setor intensivo em mão-de-obra não-qualificada, cuja paralisação tem, portanto, caráter socialmente regressivo. Este setor, como todos aqueles compostos na sua maioria por firmas nacionais, sofreu ainda mais severamente o aperto de crédito.

Em 1966, iniciava-se o influxo de capitais externos que passaram a gerar superávits crescentes na conta capital. Este influxo de capitais constituía-se na sua maioria de empréstimos e financiamentos contratados no exterior; 44,2% de tais empréstimos, em 1966, foram contratados por empresas de propriedade estrangeira, e 46,4% por empresas públicas. A participação das empresas nacionais privadas foi de apenas 6,5% dos empréstimos. Deve-se notar ainda que, no mesmo ano, 69,1% dos empréstimos foram concedidos por corporações não-financeiras privadas no exterior.

Tratava-se, portanto, de empréstimos contratados pelas filiais brasileiras de empresas multinacionais junto às matrizes. Isto é confirmado pelo fato de que 32% dos empréstimos e financiamentos contratados em 1966 foram feitos através da Instrução 289, que possibilitava a contratação de empréstimos em moeda estrangeira diretamente entre empresas do exterior e do país, prevalecendo as transações entre empresas associadas. Para se ter uma idéia da importância desses empréstimos externos, deve-se lembrar que os empréstimos e financiamentos somaram Cr\$1,12 bilhão à taxa de câmbio da época, representando uma quantia equivalente a 14,0% do total dos empréstimos ao setor privado naquele ano. As firmas estrangeiras tinham grande vantagem no acesso ao crédito externo.

Embora a avaliação de como a política fiscal restritiva do período 1964-67 — mais especificamente dos anos de 1965 e 1966 — afetou a composição das despesas públicas exija uma análise mais detalhada das finanças públicas no período, é possível tirar algumas conclusões baseadas na participação dos diversos ministérios na despesa da União. Em 1965, a maior queda na participação da despesa foi a do Ministério dos Transportes, então Ministério da Viação e Obras Públicas. Como estes são certamente os gastos públicos de maior impacto sobre a atividade econômica em geral e sobre o setor de construção civil em particular, tem-se a indicação do caráter recessivo dos cortes na despesa e entende-se por que o setor de construção civil foi tão duramente atingido. Em contrapartida, o ministério cuja participação na defesa teve maior elevação (quase dobrou) foi o do Exército, então Ministério da Guerra, passando de 5,8% em 1964 para 10,4% em 1965. Dos ministérios cujos gastos têm caráter mais social, a saber, Educação e Cultura, Saúde, Trabalho e Previdência Social, o primeiro teve sua participação elevada, o segundo praticamente inalterada e apenas o terceiro teve sua participação reduzida, caindo de 2,9% em 1964 para 1,9% em 1965. Os demais ministérios militares, Aeronáutica e Marinha, também tiveram suas participações elevadas. O quadro não se modifica muito de 1965 para 1966. Novamente cai a participação do Ministério dos Transportes, que passa agora a representar apenas 14,8% da despesa. Também o Ministério do Trabalho e Previdência Social continua tendo reduzida a participação na despesa, caindo de 1,9 para 1,0%. A queda nos gastos com a previdência social é evidente: havia alcançado 7% até 1965, cai para 5,4% em 1966 e 5,5% em 1967.

## 7. Além da Ortodoxia Simplista

Até que ponto o PAEG foi ortodoxo? É preciso de início tentar caracterizar mais precisamente o que é um programa de estabilização ortodoxo. A ortodoxia começa no diagnóstico da situação inflacionária. A inflação é percebida como consequência imediata da excessiva expansão monetária. A causalidade é direta e nesta ordem: excessiva expansão de moeda e crédito causam inflação. Os mecanismos de transmissão através dos quais a expansão excessiva de moeda e crédito transforma-se em inflação não são bem precisos. E sabe-se apenas que a mediação é feita por pressões generalizadas de demanda associadas à excessiva expansão monetária. Entende-se por expansão monetária excessiva aquela que é superior à demanda real de moeda por parte dos agentes econômicos. A demanda de moeda, por sua vez, é baseada na teoria quantitativa, ou alguma variante próxima. A moeda necessária na economia é proporcional ao produto. Na versão mais elementar, e mais utilizada na prática, o coeficiente de proporcionalidade é constante e igual a 1. Em versões mais sofisticadas, este coeficiente é função estável de variáveis conhecidas, em particular da própria taxa de inflação. Tal sofisticação analítica exige que se faça algum tipo de correção para variações na velocidade. Como estas variações são previsíveis, o uso prático da equação quantitativa não é afetado. O ponto importante é que o nível de produto ou sua taxa de crescimento são considerados independentes da taxa de expansão da moeda. Esta neutralidade da moeda retira da inflação qualquer funcionalidade. Inflação é apenas moeda em excesso.

Por que então moeda em excesso? O diagnóstico ortodoxo aponta três causas, geralmente associadas: incompetência, clientelismo populista e excessiva intervenção governamental na economia. Todas três materializam-se no excesso da despesa do governo sobre a receita e no financiamento deste déficit orçamentário através da emissão. A inflação, distorcendo o sistema de preços relativos e aumentando o grau de incerteza do sistema, é, assim, consequência da intervenção do governo na economia que perturba o bom funcionamento do sistema de mercado e impede a alocação eficiente de recursos.

A partir deste diagnóstico, a ortodoxia aponta a receita para o controle da inflação. Políticas monetária e creditícia restritivas, de forma que “enxuguem” o excesso de moeda no sistema e ponha fim ao estado generalizado de excesso de demanda. Como a principal fonte da expansão monetária excessiva, segundo o diagnóstico ortodoxo, é o déficit orçamentário do Tesouro, é necessário fazer



também uma política fiscal restritiva. A redução nas despesas do governo, além de instrumental na consecução da política monetária, é em si mesma positiva, pois atua também no sentido de reduzir as pressões de demanda no sistema, quando corta justamente os gastos que devem ser cortados, pois as despesas do governo são essencialmente ineficientes e causadoras de distorções na economia.

O caráter não-intervencionista e liberal da ortodoxia continua na interpretação das dificuldades enfrentadas no balanço de pagamentos e nas sugestões de medidas para superá-las. Tais dificuldades são entendidas como decorrentes de uma política tarifária protecionista e uma política cambial intervencionista. Sob o escudo destas políticas, desenvolve-se uma indústria ineficiente, simultaneamente incapaz de competir no mercado externo e dependente de importações de bens intermediários e de capital. O déficit comercial em termos de produtos manufaturados não pode ser compensado pela exportação de produtos primários tradicionais, pois a política cambial, na tentativa de subsidiar a indústria, mantém a taxa de câmbio sobrevalorizada e penaliza a atividade primário-exportadora. No *front* externo, portanto, a ortodoxia opta também pelo liberalismo, sugerindo câmbio "realista" e redução da proteção tarifária à indústria oligopolística e ineficiente.

É no mercado de trabalho, e em relação aos salários, que o liberalismo econômico da ortodoxia torna-se menos coerente. A lógica de mercado do raciocínio ortodoxo estende-se naturalmente para o mercado de trabalho. O excesso de moeda gera um estado generalizado de excesso de demanda, que se reflete também no mercado de trabalho. O superaquecimento da economia pressiona o mercado de trabalho e reduz a taxa de desemprego a níveis abaixo da taxa "natural". Os salários nominais começam, em consequência, a elevar-se mais rapidamente do que o nível geral de preços e transformam-se em fonte autônoma de pressões inflacionárias. Ao contrário, no entanto, de como a visão ortodoxa percebe todos os demais mercados — essencialmente competitivos, sem fricção e em permanente equilíbrio — o mercado de trabalho aparece como fonte das dificuldades enfrentadas no combate à inflação. Sindicatos poderosos e expectativas rígidas interferem no ajustamento das forças de mercado e mantêm as pressões inflacionárias por parte dos salários, apesar do fim das pressões de demanda, quando a política monetária é corretamente conduzida. Explica-se, assim, a resistência da inflação após a adoção das medidas restritivas de política monetária e fiscal, quando o estado recessivo da economia já não permite insistir no diagnóstico do excesso generalizado de demanda. Portanto, o mercado de trabalho e o poder de fixação de preços dos sindicatos em particular são apontados como a fonte das dificuldades

do programa de estabilização. Explica-se, assim, por que o combate à inflação causa recessão e desemprego. Ao se corrigirem os excessos das políticas monetária e fiscal, todos os mercados ajustam-se instantaneamente às novas condições. O mercado de trabalho é a exceção. O poder de mercado dos sindicatos e a rigidez das expectativas mantêm os salários reais acima do nível compatível com o equilíbrio não-inflacionário. É preciso sujeitar os trabalhadores à decepção do mercado, para que suas expectativas e pretensões salariais sejam revistas.

Explica-se, assim, a ocorrência de períodos com inflação e recessão simultaneamente. Qualquer período de tempo em que a política ortodoxa falhe na tentativa de reduzir a inflação e gere a queda no nível de atividade e desemprego é explicado pela resistência dos salários a entrar em linha com os preços. Mais longas e mais graves crises de estabilização são explicadas por maiores poderes distorcivos por parte dos sindicatos e maiores resistências por parte das expectativas.

Aqui deve-se fazer menção à versão mais recente do monetarismo associado às expectativas racionais e à macroeconomia dos mercados em equilíbrio (*equilibrium* ou *market-clearing macroeconomics*). Esta vertente da ortodoxia econômica assume uma postura mais radical e mais coerente. Também o mercado de trabalho é encarado como em permanente equilíbrio. As políticas monetária e fiscal são impotentes para afetar qualquer variável real na economia, seja o nível de atividade, seja o nível de emprego. A única medida a ser seguida para obter estabilidade de preços é evitar o excesso de oferta monetária através da adoção de uma regra para a expansão da moeda e do crédito. As flutuações observadas no emprego refletem apenas variações na preferência pelo lazer por parte dos trabalhadores, tratando-se, portanto, de desemprego voluntário. Os custos do programa desinflacionário ficam, assim, muito reduzidos. A redução da liquidez causa desemprego, que, sendo no caso voluntário, não deve ser visto como custo. As quebras são arbitradas pelo mercado; quebram, portanto, as empresas menos eficientes, enquanto sobrevivem as mais capazes. A crise de estabilização acaba sendo vista como terapêutica, ou seja, um período de purgação, em que as empresas ineficientes, que prosperaram à sombra da doença inflacionária, são expurgadas, e a economia é saneada.

Dentro desta perspectiva, o PAEG não foi um programa perfeitamente ortodoxo. Suas intenções demonstram demasiada preocupação com a manutenção das taxas de crescimento e, portanto, alguma tolerância com a inflação, que deve ser combatida através de estratégia gradualista. Seu diagnóstico aponta para a incompatibilidade entre as parcelas reivindicadas pelo governo, pelas empresas para investimento e pelos trabalhadores para consumo,

como causa da inflação. A expansão monetária, segundo o PAEG, apenas sanciona a inflação decorrente de tal "inconsistência da política distributiva". O reconhecimento de que existem pressões reais na economia que são inflacionárias e que podem ser resolvidas pela contenção violenta da taxa de expansão dos meios de pagamento fica explícito na política creditícia do PAEG, que pretende "suficientemente controlada para impedir os excessos da inflação de procura, mas suficientemente realista para adaptar-se à inflação de custos".

A política econômica do primeiro governo pós-1964 foi bem além do receituário mais simplista que prega apenas políticas monetária e fiscal rigorosas e *hands-off*. A convicção da necessidade de reformas institucionais acompanhou o PAEG desde seu diagnóstico. Três áreas foram particularmente destacadas, refletindo, acertadamente, a percepção do governo a respeito dos pontos de estrangulamento institucionais da economia: primeiro, a desordem tributária; segundo, as deficiências de um mercado financeiro subdesenvolvido e a inexistência de um mercado de capitais; e, por último, as ineficiências e as restrições ligadas ao comércio exterior.<sup>4</sup>

Por trás das três áreas de desordem institucional estava, sem sombra de dúvida, a incompatibilidade entre o pressuposto da moeda estável na legislação e as altas taxas de inflação. Num claro reconhecimento de que não se esperava que a estabilidade de preços fosse alcançada a médio prazo, o mecanismo da correção monetária foi introduzido. A correção monetária permitiu reforma completa e racionalização do sistema tributário, e, em particular, do imposto de renda. A reforma do sistema tributário incluiu ainda a eliminação dos impostos em cascata, o fim de impostos arcaicos e destituídos de funcionalidade econômica, e a coordenação dos sistemas tributários da União, dos estados e dos municípios.

A reformulação institucional do sistema financeiro começou pela criação do Banco Central com a Lei 4.595. Até então as funções de Banco Central eram divididas entre a Sumoc e o Banco do Brasil. A Sumoc era o órgão normativo das políticas monetária e cambial sem, entretanto, autoridade executiva. O Banco do Brasil acumulava às suas funções de banco comercial e de fomento duas funções de Banco Central: a de banqueiro do Tesouro e a de banqueiro do sistema bancário através da Carteira de Redesconto e da Caixa de Mobilização Bancária. Apesar de não ter levado até o fim a desvinculação do Banco do Brasil do papel de Autoridade Monetária, pois o Banco do Brasil permaneceu tendo acesso automático e discricionário aos fundos do Banco Central, a criação do Banco Central foi um enorme avanço no sentido da modernização do sistema financeiro e da condução da política monetária.

Através da Lei 4.380, foi criado o Sistema Financeiro da Habitação, em torno do Banco Nacional da Habitação, que integrado

aos novos programas de seguro social, o PIS e o Pasep, passou a ser um poderoso agente de captação de poupança privada forçada. Em meados de 1965, a lei 4.728 traçou todo o desenho institucional do sistema financeiro delimitando as funções dos bancos comerciais, bancos de investimentos e de desenvolvimento, sociedades de crédito e financiamento, sociedades corretoras e distribuidoras de títulos e valores, sociedades de crédito imobiliário entre outras. O desenho do arcabouço básico de um sistema financeiro moderno, associado à correção monetária nos contratos e títulos financeiros de médio e longo prazos, permitiu a captação da poupança privada voluntária e sua canalização para o financiamento tanto do Tesouro quanto do investimento privado.

Com relação ao setor externo as reformas institucionais passaram pela simplificação e unificação do sistema cambial, pela modernização e dinamização das agências do setor público ligadas ao comércio exterior, e pela maior integração com o sistema financeiro internacional como fonte de acesso a créditos de médio e longo prazos.

Os pilares do PAEG e da política desinflacionária dos primeiros governos pós-1964 foram, sem dúvida, a política salarial e as reformas institucionais. Para contornar as ineficiências e as restrições percebidas como existentes no mercado de trabalho, o programa desinflacionário do PAEG substituiu a negociação dos salários pela fórmula oficial de reajuste.<sup>5</sup> A aplicação desta fórmula, conforme se viu, reduziu o salário mínimo a cada ano, de 1965 até 1974, enquanto o salário real médio industrial caiu entre 10 e 15%, dependendo do deflator usado, entre 1965 e 1967. Desta forma, usando o poder, sobre a sociedade em geral e os sindicatos em particular, de que dispõe o governo autoritário, foi possível fazer diretamente aquilo que a ortodoxia pretende conseguir através da recessão e do desemprego: solucionar o impasse distributivo através da redução da parcela salarial. A diferença está no fato de que a ortodoxia utiliza-se da restrição de liquidez, fórmula aparentemente neutra de distribuir os custos da estabilização, pois deixa ao mercado o encargo de selecionar os mais fracos, enquanto regimes autoritários dispensam-se de tal *détour*.

Se o PAEG diagnostica como causa primordial da inflação o conflito distributivo e se tem o poder político de solucioná-lo pela via autoritária da intervenção direta na determinação dos salários, pergunta-se então por que se insistiu na prática de políticas fiscal e monetária restritivas de caráter ortodoxo. Tal prática, além dos custos sociais da compressão salarial, provoca crise de estabilização e todos os custos da recessão. Os custos da política de compressão salarial foram sem dúvida consideráveis sendo importante elemento de explicação da deterioração da distribuição de renda entre 1960 e 1970. A participação na renda total dos 50% mais pobres reduziu-se

de 17,7 para 14,9% e a dos 30% seguintes de 27,9 para 22,8%.<sup>6</sup> Os custos sociais do desemprego que acompanham a recessão são, contudo, incomparavelmente maiores. Sob a aparência de neutralidade, as políticas monetária e fiscal restritivas são na realidade regressivas. Seus custos recaem primordialmente sobre os desempregados, constituídos em sua maioria de trabalhadores de baixa qualificação e renda, e sobre as pequenas e médias empresas, incapazes de ter acesso ao crédito racionado, enquanto as grandes empresas utilizam-se do poder de monopólio para sustentar preços e, devido à condição de clientes privilegiados, mantêm acesso ao crédito. No caso brasileiro, a possibilidade de recorrer a empréstimos externos em moeda estrangeira teve efeitos particularmente regressivos, pois deu às empresas estrangeiras e às grandes empresas estatais acesso a uma linha de crédito vedada às pequenas e médias empresas nacionais. A resposta pode ser encontrada na limitação imposta pelo balanço de pagamentos. Por um lado, era impossível manter a economia crescendo às taxas da segunda metade dos anos 50 sem conseguir gerar novo influxo de capitais, seja na forma de investimento direto, seja na forma de empréstimos. As importações já eram àquela altura relativamente incompressíveis, e a dinamização das exportações não poderia ser feita a curto prazo. Por outro lado, não se poderia gerar este influxo de capitais sem conseguir a confiança das agências financeiras internacionais. A confiança das agências financeiras e dos grandes investidores só poderia ser conquistada através de demonstrações inequívocas da opção pela ortodoxia. Assim como em todas as ocasiões anteriores, em que se tentou implementar no Brasil um programa desinflacionário, a restrição do balanço de pagamentos teve papel decisivo na opção pela ortodoxia. Assim como nas ocasiões anteriores, esta opção teve impacto imediato sobre a atividade econômica, e o que distingue o PAEG das tentativas anteriores é o contexto político radicalmente diferente, que permitiu a intervenção autoritária e direta sobre a determinação dos salários. Associados a um ano de excelentes resultados na agricultura, os salários permitiram a redução da inflação em 1965, justamente quando a política monetária escapava ao controle do governo e era folgada. As bem estruturadas e modernizantes reformas fixaram as bases do período de rápido crescimento econômico que se iniciou em 1968.

## NOTAS

- <sup>1</sup> Uma versão mais longa deste capítulo, incluindo a análise do Plano Trienal e alguns comentários sobre a política econômica pós-1967, foi publicada em *Política e Planejamento Econômico*, 12 (3), dezembro de 1982 com o título A Política Brasileira de Estabilização: 1963/68.
- <sup>2</sup> Para a descrição e análise da evolução do arcabouço legal da política salarial do período, ver Lago, Almeida e Lima (1979b).
- <sup>3</sup> Ver Silva (1977), para uma completa discussão das fórmulas de política salarial dos governos pós-1964.
- <sup>4</sup> Para análise detalhada das reformas institucionais do período 1964-1968 ver Sochaczewski (1980) e Simonsen e Campos (1976).
- <sup>5</sup> A este respeito, o seguinte comentário de Simonsen, autor da fórmula salarial do PAEG, é exemplar: "Há considerável vantagem de se criar uma regra de arbitramento para as negociações salariais coletivas. O grande problema destas negociações no mundo moderno, inclusive no que diz respeito à fixação de salários no nível de decisão governamental, é que elas são agressivamente afetadas pelo poder político dos sindicatos..., por critérios eleitorais e por outros tantos bem afastados de qualquer teorema de eficiência econômica. Uma fórmula desse tipo tem a vantagem de substituir um infundável jogo de greves e pressões por um simples cálculo aritmético."
- <sup>6</sup> Ver Bacha e Taylor (1980), para uma resenha crítica da controvérsia sobre a distribuição de renda no período e o impacto da política salarial.