

*este exemplar corre-
sponde ao original da
tese defendida pelo
aluno Ricardo
Medeiros Carneiro, orien-
tada pelo Prof. Dr. João Ma-
nel Cardoso de Mello em 04/11/91.*

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

INSTITUTO DE ECONOMIA

File D. e G

CRISE, ESTAGNAÇÃO E HIPERINFLAÇÃO.

(A economia brasileira nos anos 80)

RICARDO DE MEDEIROS CARNEIRO

Tese de Doutorado apresentada ao Instituto de
Economia da Universidade Estadual de Campinas
sob a orientação do Prof. Dr. João Manoel
Cardoso de Mello.

CAMPINAS, 1991.

UNICAMP
BIBLIOTECA CENTRAL

Quando tivermos reduzido o máximo possível as servidões inúteis, evitado as desgraças desnecessárias, restará sempre, para manter vivas as virtudes heróicas do homem, a longa série de males verdadeiros: a morte, a velhice, as doenças incuráveis, o amor não partilhado, a amizade rejeitada ou traída, a mediocridade de uma vida menos vasta do que nossos projetos e mais enevoada do que nossos sonhos. Enfim, todas as desventuras causadas pela divina natureza das coisas.

Marguerite Yourcenar. Memórias de Adriano

ÍNDICE

INTRODUÇÃO	1
1 - CRISE E DESACELERAÇÃO (1974/80)	8
1.1 - A dinâmica do crescimento	14
1.2 - Aspectos da estrutura produtiva	20
1.3 - As transformações no comércio exterior	25
2 - ANATOMIA DA ESTAGNAÇÃO (1981/89)	38
2.1 - Desarticulação dos fatores dinâmicos	47
2.2 - Restrições macroeconômicas ao crescimento ..	57
2.3 - A restrição cambial ao crescimento	67
3 - O FINANCIAMENTO EXTERNO	100
3.1 - Absorção de recursos do exterior (1974/82)	107
3.2 - Transferência de recursos para o exterior (1983/89)	120
4 - FINANCIAMENTO PÚBLICO	135
4.1 - Ação anticíclica e gênese do desequilíbrio (1974/80)	135
4.2 - A ruptura do financiamento externo (1981/84)	150
4.3 - O encilhamento financeiro (1985/89)	167

5 - ESTAGNAÇÃO E (HIPER)INFLAÇÃO	190
5.1 - Choques, juros e inflação (1974/79)	191
5.2 - Risco cambial, ajustamento e inflação (1980/85)	200
5.3 - Incerteza radical e hiperinflação (1986/89)	208
CONCLUSÕES	225
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	231

TABELAS E GRÁFICOS (*)

CAPÍTULO 1

- Tabela 1.1 - Agregados macroeconômicos a preços constantes (variações e composição). Brasil - 1970/80
- Tabela 1.2 - Variação e composição da FBCF segundo segmento. Brasil - 1970/80
- Tabela 1.3 - PIB setorial. Brasil - 1970/80
- Tabela 1.4 - Produto real da indústria de transformação. Brasil - 1970/80
- Tabela 1.5 - Índices do comércio exterior e saldo comercial. Brasil - 1972/80
- Tabela 1.6 - Importações por principais grupos. Brasil - 1973/80
- Tabela 1.7 - Exportações por principais grupos. Brasil - 1973/80

CAPÍTULO 2

- Tabela 2.1 - Agregados macroeconômicos a preços constantes (variação e composição). Brasil - 1981/89
- Tabela 2.2 - Variação e composição da FBCF segundo segmento. Brasil - 1981/89
- Tabela 2.3 - Investimento por agente. Brasil - 1981/89
- Tabela 2.4 - PIB setorial. Brasil - 1981/89

(*) As Tabelas e Gráficos encontram-se ao final de cada capítulo, indicados por numeração correspondente.

- Tabela 2.5 - Produção industrial por categoria de uso.
Brasil - 1981/89
- Tabela 2.6 - Deflatores implícitos do PIB e da conta de
capital. Brasil - 1970/89
- Tabela 2.7 - Faturamento real do comércio varejista. Região
Metropolitana de São Paulo - 1981/89
- Tabela 2.8 - Exportações e importações globais (índices de
preço, quantidade e valor). Brasil - 1980/89
- Tabela 2.9 - Índices de preço, quantidade e valor das
importações. Brasil - 1980/89
- Tabela 2.10 - Índices de preço, quantidade e valor das
exportações. Brasil - 1980/89
- Tabela 2.11 - Média anual do coeficiente exportações/vendas.
Brasil - 1980/89
- Tabela 2.12 - Níveis de utilização da capacidade instalada -
indústria de transformação. Brasil - 1980/89
- Gráfico 2.1 - Taxa de investimento - FBCF/PIB. Brasil -
1970/89
- Gráfico 2.2 - Balança comercial do Brasil - 1980/89

CAPÍTULO 3

- Tabela 3.1 - Saldo em transações com o exterior. Brasil -
1970/89
- Tabela 3.2 - Taxa de juros externa. EUA - 1971/89
- Tabela 3.3 - Dívida externa bruta e líquida. Brasil -
1970/89

Tabela 3.4 - Déficit em transações correntes. Brasil -
1970/89

Tabela 3.5 - Dívida externa registrada - pública e privada.
Brasil - 1973/89

Tabela 3.6 - Fluxos financeiros por credor externo. Brasil -
1982/89

CAPÍTULO 4

Tabela 4.1 - Principais subsídios e incentivos fiscais da
área federal. Brasil - 1973/80

Tabela 4.2 - Poupança do governo em conta corrente. Brasil -
1974/89

Tabela 4.3 - Incentivos e reduções fiscais, subsídios e
dispêndio público com crédito subsidiado.
Brasil - 1981/87

Tabela 4.4 - Grupos estatais: defasagem acumulada de preços.
Brasil - 1980/84

Tabela 4.5 - Despesa anual realizada da União ,
administração central, segundo itens
orçamentários. Brasil - 1980/88

Tabela 4.6 - Déficit operacional, carga de juros e déficit
primário do setor público. Brasil - 1981/89

Tabela 4.7 - Dívida líquida do setor público. Brasil -
1982/89

Tabela 4.8 - Dívida externa pública. Brasil - 1979/89

Tabela 4.9 - Preços de produtos e serviços públicos. Brasil
- 1985/89

Tabela 4.10 - Taxa de juros e crescimento real da dívida mobiliária. Brasil 1980/89

CAPÍTULO 5

Tabela 5.1 - Inflação anual. Brasil - 1974/89

Tabela 5.2 - Taxas de juros de curto prazo. Brasil - 1974/89

Tabela 5.3 - Taxas de câmbio nominal e real. Brasil - 1974/89

Tabela 5.4 - Haveres monetários e financeiros. Brasil - 1974/89

Gráfico 5.1 - Inflação em 12 meses. Brasil - 1980/84

Gráfico 5.2 - Aceleração (12 meses). Brasil - 1980/84

Gráfico 5.3 - Inflação em 12 meses. Brasil - 1985/89

Gráfico 5.4 - Aceleração (12 meses). Brasil - 1985/89

- INTRODUÇÃO

De 1930 a 1980, nos 50 anos que compreendem o processo de industrialização, a economia brasileira caracterizou-se por singular dinamismo entre as economias capitalistas, configurando um longo ciclo de crescimento. O contraste de tal trajetória com os anos 80, marcados pela estagnação e por breves ciclos de expansão e retração econômicos, confere a esta última década um caráter particular. O confronto entre décadas de persistente crescimento e a posterior estagnação indica a problemática geral abordada neste trabalho, em que procuramos analisar as razões dessa estagnação.

O dinamismo da economia brasileira desde os anos 30 está indissociavelmente vinculado à industrialização. Um processo não isento de contradições, caracterizado por distintas fases, mas suficientemente poderoso e hegemônico para imprimir ao conjunto da economia a sua dinâmica. A exaustão desse longo ciclo de crescimento e a ausência de crescimento sustentado nos anos 80 conferem, pois, a esta década um caráter singular na história econômica contemporânea do País.

Para mais bem situarmos a década dos 80, nossa preocupação central, vejamos as linhas gerais do processo

de industrialização e suas principais fases, de acordo com as análises de Cardoso de Mello (1975) e Tavares (1975).

A matriz do capital industrial no Brasil foi a economia mercantil exportadora cafeeira. Ela criou as condições para o surgimento e a posterior consolidação do capital industrial, ao gerar e concentrar capital nas mãos de uma determinada camada social. Adicionalmente, pelo seu dinamismo, exigiu a introdução do trabalho assalariado, em substituição ao escravismo, além de promover a criação de um expressivo mercado interno.

A dinâmica contraditória entre o capital industrial e o capital mercantil exportador foi rompida, em favor do primeiro, a partir da crise de 1930. Desde então o investimento industrial e seus efeitos multiplicadores passaram a ser a fonte de dinamismo da economia, tomando o lugar das exportações. Na expressão clássica de Furtado (1955), configura-se desde então o "deslocamento do centro dinâmico" do crescimento.

Após essa ruptura, ocorrida entre 1929 e 1933, a industrialização brasileira, até 1955, entra na fase da industrialização restringida, assim caracterizada por Cardoso de Mello (1975) e Tavares (1975). No período, apesar de a dinâmica da acumulação estar determinada pelo capital industrial, o setor exportador ainda constituiu um limite "em última instância" ao crescimento. Em outros termos, embora parcela crescente da reprodução do capital constante

e da força de trabalho fosse garantida internamente, a capacidade para importar, criada pelo setor exportador condicionava a acumulação ao estabelecer limites às importações dos meios de produção necessários à reprodução ampliada do capital.

Segundo Tavares (1975), esse é o único período da industrialização brasileira que poderia rigorosamente ser conceituado como de "substituição de importações". Vale dizer, apesar da redução absoluta da capacidade para importar, há um intenso crescimento da produção industrial. Como resposta a essa restrição, a industrialização se aprofunda, através da internalização de novos segmentos produtivos. Conforme salienta Cardoso de Mello (1975), o limite em última instância colocado pela capacidade para importar não impede a contínua diferenciação da indústria de bens de consumo e de bens de capital.

Contudo, como concordam ambos os autores, a predominância do capital industrial na dinâmica econômica nesse período não era ainda suficiente para assegurar a autodeterminação do capital, pois faltava à indústria seu núcleo fundamental: a indústria pesada. A sua montagem exigiria não só um elevado grau de mobilização e centralização de capitais, como o enfrentamento de problemas de escala e controle de tecnologia. Essas questões pressupunham, também, a participação mais ativa do Estado no

processo, bem como o interesse do grande capital multinacional neste projeto de industrialização periférica .

Essas pré-condições para a instalação da indústria pesada só iriam amadurecer em meados dos anos 50. No plano internacional, um intenso processo de concorrência nas economias capitalistas centrais dá ensejo a uma expansão das grandes empresas em direção à periferia capitalista. Internamente, o Estado assume um papel proeminente na implantação de segmentos relevantes da indústria pesada e no investimento maciço em infraestrutura, o que o capacita a estabelecer, simultaneamente, as bases de associação entre os interesses do capital interno e externo.

Tendo-se como eixo o tripé formado pelo capital estatal, o capital multinacional e o capital privado nacional, constitui-se a partir de meados da década dos 50 um bloco de inversões, que configura um salto qualitativo no processo de industrialização. Os novos investimentos no setor de meios de produção (bens de capital e infra-estrutura econômica) e no setor de bens de consumo capitalista (bens duráveis de consumo) não estão condicionados por uma demanda preexistente e, através de seus encadeamentos, produzem uma nova determinação dinâmica na economia.

Assim, o novo padrão de crescimento assentado na associação de interesses formada pelo tripé Estado/Multinacional/Capital Nacional, tendo como base a

indústria de bens de capital e de consumo duráveis, configura um novo eixo de expansão que tem no investimento autônomo sua fonte primordial de dinamismo. A autodeterminação do capital estaria assegurada no sentido de que as decisões de investir comandam o processo de crescimento, que não se encontraria limitado quer por restrições externas - o limite à capacidade para importar -, quer por restrições internas - como a distribuição da renda e o perfil da demanda.

Uma vez instalado o núcleo fundamental da indústria pesada, a trajetória de crescimento da economia segue num processo cíclico, comandado pelos setores de bens de capital e bens de consumo duráveis e condicionado pelas especificidades da inserção desses setores na economia brasileira, tais como peso relativo e grau de diferenciação. A crise, ou mais propriamente a desaceleração cíclica como a que ocorre no início dos anos 60, é vista como resultado do sobreinvestimento nos setores dominantes, cuja retração se propaga para o conjunto da economia.

O novo ciclo expansivo após as reformas econômicas do período 1964/66 tem como pressuposto a estrutura produtiva constituída em meados dos anos 50. Como mostram Cardoso de Mello e Belluzzo (1982), algumas peculiaridades devem ser ressaltadas. Apesar do eixo de expansão ser idêntico, as reformas, principalmente no sistema de financiamento, reforçam o papel do setor de bens

de consumo duráveis - a indústria automobilística e a da construção civil - na dinâmica do crescimento.

Além de apoiar-se em modificações relevantes no padrão de financiamento público e privado, que acentuavam a liderança dos bens de consumo duráveis, o novo ciclo caracteriza-se pela crescente importância do financiamento externo. A existência de um eixo de expansão dado pela indústria pesada, combinada com as reformulações no padrão de financiamento, promove, entre 1967 e 1973, um período de intenso crescimento, denominado "milagre brasileiro".

Vimos em linhas gerais as várias etapas da industrialização brasileira, durante as quais a economia cresce e diferencia-se em ritmo acelerado, consolidando um eixo de desenvolvimento fundamentado na indústria pesada e nos interesses associados do Estado, das multinacionais e do capital nacional. Há contudo, nesse processo, um pressuposto maior, nem sempre explicitado : a estabilidade do padrão tecnológico. É isso que, em última instância, permite a difusão dos padrões de produção e consumo das economias centrais na periferia capitalista.

Consideradas essas referências gerais, nosso trabalho se volta à análise da estagnação da economia brasileira nos anos 80. Seu ponto de partida é a segunda metade da década dos 70, por duas razões fundamentais. No âmbito internacional, a crise do petróleo, em 1974, provoca a reestruturação global das economias centrais,

influenciando de modo decisivo suas relações com a periferia capitalista.

Do ponto de vista interno, a fratura do padrão de crescimento já é visível pela contínua desaceleração do investimento. As taxas elevadas de crescimento, até o final da década, só são mantidas com a utilização extremada da intervenção do Estado como instrumento da industrialização e da recorrência ampliada ao financiamento externo. O uso ao limite desses instrumentos, num contexto de reestruturação global das economias capitalistas, conduz à exaustão de duas fontes essenciais do dinamismo progressivo.

CAPÍTULO 1 - CRISE E DESACELERAÇÃO (1974/80)

É inquestionável que esse período pode ser tratado como o primeiro momento da crise econômica que aflorará com toda intensidade nos anos 80. Pretendemos, a esse respeito, examinar quais os principais condicionantes estruturais do período, a dinâmica das variáveis macroeconômicas, os principais aspectos da estrutura produtiva e suas articulações com o comércio exterior. Nosso objetivo é caracterizar mais precisamente a herança legada aos anos 80. Antes, porém, vejamos como autores de diferentes concepções avaliam essas questões na fase aqui considerada.

Três críticas centrais são formuladas ao padrão de crescimento do período 1974/80, por Tavares e Lessa (1984). Da ótica do financiamento, destaca-se o recurso extremo ao endividamento externo. Do lado real, além da elevada relação capital/produto dos novos investimentos, que exigia um crescimento substantivo da taxa de poupança, aponta-se também para o sobredimensionamento dos projetos - principalmente dos bens de capital sob encomenda -, que redundou em elevação da capacidade ociosa.

Outra contribuição importante à caracterização do período é dada por Malan e Bonelli (1983), que o assinalam como um retardamento do ajuste às novas condições

internacionais, o que tornou mais vulnerável a economia nacional em relação aos choques externos.

Segundo esses autores, a comparação do período de crescimento do milagre com a desaceleração após 1974 revela três aspectos importantes: a perda de dinamismo do setor industrial; os efeitos deletérios do primeiro choque do petróleo sobre o balanço de pagamentos; e a recessão e aceleração inflacionária na economia mundial. Há, porém, um ponto comum aos dois períodos, de extrema relevância: a grande expansão da liquidez internacional.

A manutenção do crescimento a taxas históricas durante o período só foi possível com o recurso ao endividamento externo, que retardou o ajuste da economia à nova situação internacional. A elevação do preço do petróleo e a deterioração dos termos de troca criaram um déficit substantivo na balança comercial, ao mesmo tempo em que o crescimento dos juros elevava os encargos da dívida, ampliando o déficit em transações correntes.

Diante do desequilíbrio do balanço de pagamentos, três alternativas se colocavam: reduzir a demanda doméstica mediante o ajuste recessivo clássico; expandi-la às custas de um endividamento externo maior ou comprimir o consumo em favor do investimento. A opção pela segunda alternativa, que atrasou o ajustamento, atendia à estratégia de legitimação do regime, pois de fato se

constituía na possibilidade de preservar ao máximo os interesses domésticos que lhes davam sustentação.

Para Serra (1982), o período de desaceleração foi fortemente condicionado pela estratégia de ajustamento brasileiro à crise internacional, consubstanciada no II PND. Tratava-se de eliminar o atraso do setor de meios de produção, alimentos e energia, suprimindo a tendência ao desequilíbrio externo. Isso deveria ser feito por meio da substituição de importações de bens de capital e insumos básicos, de projetos de exportação de bens intermediários e da substituição da energia importada pela doméstica.

O autor indica com propriedade dois problemas centrais do II PND. O primeiro se refere ao momento em que foi realizado, quando a economia doméstica se desacelerava após o auge do ciclo e a conjuntura internacional era recessiva. O segundo é o fato de o Plano ter recorrido fundamentalmente ao financiamento externo em moeda, porque não podia contar com o aporte de capital de risco proveniente da associação em projetos de exportação, diante da falência dessa união de interesses.

Fishlow (1987), por sua vez, inicia a análise do período com uma pergunta fundamental: - "Por que o Brasil não se ajustou melhor à deterioração da situação externa?" A estratégia de política econômica do período esteve estruturada no II PND, cuja orientação geral eram a substituição de importações nos setores de bens

intermediários e bens de capital e a manutenção do esforço exportador.

O autor destaca três contradições importantes do Plano: a subestimação da crise do petróleo quanto a sua magnitude e desdobramentos; o agravamento no curto prazo da situação do balanço de pagamentos; e a ênfase excessiva ao papel do Estado como protagonista dos projetos.

Para Fishlow (op.cit.), o Governo Geisel, ao optar pela manutenção do crescimento acelerado, herdou um conjunto de problemas: uma economia com pouca margem de capacidade ociosa, o que implicaria a elevação da taxa de poupança; a deterioração das relações de troca com taxa de câmbio apreciada; a inflação em alta e uma matriz energética profundamente dependente do petróleo.

No contexto anterior, segundo o autor, a alternativa de crescimento só foi possível devido à existência de financiamento externo, que permitiu desde logo manter a taxa de câmbio apreciada, constituindo de modo implícito, assim, um subsídio à energia e às demais matérias-primas importadas, o que evitou a aceleração maior da inflação. De outro lado, os setores considerados prioritários na economia puderam também ser beneficiados com taxas elevadas de investimento fixo. Às custas, portanto, do endividamento externo, o Brasil conseguiu isolar-se da inflação importada e assegurar uma taxa razoável de crescimento do investimento.

Não podemos deixar de assinalar, por fim, a crítica relevante de Fishlow ao desperdício associado ao II PND, no que diz respeito à falta de integração entre os projetos, bem como ao superdimensionamento de vários deles, aspectos que se constituíram, sem dúvida, em grandes equívocos do programa. Apesar das condições crescentemente restritivas do ponto de vista do financiamento, o crescimento econômico é preservado, mesmo diante da mudança de ênfase da política econômica a partir de 1976. Isso porque a estratégia governamental, segundo o autor, obedecia a uma determinação política clara: tratava-se de manter a legitimidade do regime, a fim de promover a transição lenta, gradual e segura.

Lessa (1978) ressalta não só a inadequação do Plano como procura demonstrar que os vários obstáculos com os quais se defrontou o II PND conduziram ao seu insucesso. No início do programa a economia brasileira já enfrentava um processo cíclico de desaceleração, resultante da sobreacumulação do período do "milagre". A mudança de eixo do processo de acumulação para os setores pesados criava um importante conflito de interesses com o setor dominante do ciclo anterior - o de bens de consumo duráveis. O quadro internacional era também bastante desfavorável, pelo desaquecimento do comércio e pela mudança nas condições de financiamento, com prazos mais curtos e taxas de juros mais elevadas. O esforço exportador foi, contudo, mantido, mas

o II PND implicava, no curto prazo, um agravamento do déficit em conta corrente, pois ampliava o hiato de recursos.

Lessa sugere que, diante desse quadro, o Estado brasileiro tentou, à época, conciliar a totalidade de interesses, como forma de manter sua legitimidade e evitar perdas aos setores médios da sociedade e, conseqüentemente, à indústria de bens de consumo duráveis.

Castro e Souza (1985) têm ponto de vista oposto. Para eles, a resposta brasileira à crise de 1974 foi de grande profundidade, porque não se restringiu ao manejo do nível e composição do gasto doméstico, mas atuou diretamente sobre a formação de capital. A alternativa escolhida foi eliminar a atrofia dos setores de bens de capital e insumos básicos, buscando, simultaneamente, superar a crise e o subdesenvolvimento. O ajustamento estrutural do período 1974/79 constituiu-se, segundo os autores, num ponto de ruptura, ao direcionar a industrialização para as indústrias capital-intensivas e tecnológico-intensivas, integrando o parque industrial e dando-lhe capacidade de competitividade internacional.

Em síntese, a maioria dos autores que analisam o período, à exceção desses últimos, parece estar de acordo sobre alguns pontos centrais: o momento de realização do programa foi inadequado devido à conjuntura internacional recessiva e à desaceleração cíclica interna; o programa

carecia de maior articulação entre os investimentos e algumas metas estavam claramente superdimensionadas, em particular a que se referia aos bens de capital; recorreu-se excessivamente ao financiamento externo ao mesmo tempo em que se descuidava da questão energética, vulnerabilizando a economia a novos choques externos; a manutenção do crescimento acelerado a qualquer preço teve como justificativa última o atendimento ao conjunto de interesses que sustentavam o regime, convertendo o Estado no principal instrumento desse desiderato.

1.1 - A dinâmica do crescimento

Uma questão de grande importância, referente ao período, é formulada por Tavares e Lessa (1984). Trata-se dos aspectos determinantes da dinâmica econômica no contexto da desaceleração. Os autores procuram esclarecer em que medida a trajetória da economia continua a ser determinada pelo ciclo endógeno ou, alternativamente, pela substituição de importações ou, ainda, pelo drive exportador.

No caso da substituição de importações, a dinâmica seria ditada pela internalização de segmentos relevantes da indústria e redundaria numa baixa tendencial do coeficiente importado. Na hipótese do drive exportador, a competitividade das exportações permitiria que os mercados externos adicionais respondessem pela dinâmica industrial.

Em contraposição a essas duas alternativas, teríamos a hipótese da primazia do ciclo endógeno, em que o crescimento estaria determinado pelo investimento doméstico, seja o autônomo ou o induzido pelas relações intra-industriais.

Nos três casos, embora o resultado seja a sustentação do crescimento do investimento, seus determinantes têm natureza distinta. Na substituição de importações, o estrangulamento da capacidade para importar induz à internalização da oferta, simultaneamente, em vários segmentos produtivos. No caso do drive exportador, a formação de nova capacidade produtiva faz-se em função de mercados externos adicionais, supondo, portanto, não só a maior internacionalização da produção como um superávit comercial permanente. Por fim, no ciclo endógeno, são as decisões de gasto dos capitalistas e/ou do Estado que, ao se traduzirem em demanda efetiva, motivam a ampliação da capacidade produtiva.

Ao negarem as duas primeiras hipóteses, os autores partem da constatação de que não há uma redução tendencial do coeficiente importado nem tampouco uma ampliação tendencial do coeficiente exportado. As flutuações desses coeficientes seriam exclusivamente de natureza cíclica. O coeficiente importado teria um comportamento pró-cíclico em razão da complementaridade das importações de meios de produção com a produção doméstica. Já o coeficiente exportado seria anticíclico, variando conforme a absorção

doméstica. A elevação do coeficiente exportado e a redução do coeficiente importado no período 1974/80 teriam resultado do processo intenso de desaceleração do investimento, que em última instância refletiu a restrição no balanço de pagamentos.

Os dados da Tabela 1.1, apresentada no final deste capítulo, sustentam amplamente essas afirmações. O coeficiente exportado apresenta oscilações de pequena magnitude durante o período 1974/80, alcançando no último triênio da década valor idêntico ao do auge do milagre econômico. Além de seu valor praticamente constante, ao redor de 8% do PIB, a ocorrência de déficits comerciais sistemáticos desqualifica a tese do drive exportador como fonte de dinamismo do crescimento.⁽¹⁾

Quanto ao coeficiente importado, embora a sua aderência ao ciclo seja inquestionável, ampliando-se no período 1974/76, quando se eleva a taxa de investimento, e reduzindo-se no quadriênio posterior, quando o investimento desacelera, ele é insuficiente para desqualificar a hipótese da substituição de importações. Esse coeficiente reflete os movimentos da produção corrente e portanto, em princípio, não desqualifica a hipótese de que a fonte de dinamismo tenha sido os novos investimentos motivados pela

(1) A única constatação importante a ser retomada posteriormente é a existência, a partir de 1978, de uma pequena porém persistente ampliação do coeficiente exportado.

substituição de importações, cujo reflexo sobre o coeficiente importado demandaria a maturação desses investimentos para manifestar-se.

Embora a queda de apenas um ponto percentual no coeficiente importado, num período relativamente longo, seja um fator a considerar, a objeção a essa proposição é fundamentalmente de natureza teórica. Ou seja, embora durante o período se esteja diante de uma restrição no balanço de pagamentos, a mesma está longe de caracterizar-se como absoluta no que diz respeito à capacidade para importar. De outro lado, a prévia internalização de importantes segmentos da indústria pesada não colocava a substituição de importações como única alternativa à continuidade do processo de industrialização, tal qual ocorreu em períodos progressos. Dada a complexidade da estrutura industrial já existente e a endogenização do ciclo econômico, a decisão de internalizar a oferta em segmentos produtivos adicionais constituiu uma opção entre outras para avançar no processo de industrialização.

Partindo da constatação da persistência do ciclo endógeno, Tavares e Lessa (1984) advertem contudo para a autonomia dos novos investimentos em relação ao ciclo precedente. Ou seja, o sobreciclo que se estende de meados da década até 1980 só pode ser entendido a partir do investimento autônomo liderado pelo Estado através do II PND.

Segundo Serra (1982), o período de desaceleração apresenta as seguintes características, quanto ao investimento: além da desaceleração, tivemos uma elevação da relação capital/produto e uma progressiva substituição do investimento privado pelo investimento público. Esse último aspecto merece destaque e maior investigação no que diz respeito à ruptura do padrão de associação desses investimentos.

Ainda quanto ao investimento, Malan e Bonelli (1983) afirmam que durante o período ocorreu uma mudança significativa na sua composição, em direção à construção, o que lhe daria caráter mais compensatório do que inovador.

Essas considerações nos levam a examinar em mais detalhe o desempenho do investimento durante o período. O primeiro aspecto é a desaceleração das taxas de crescimento, que ocorre já a partir de 1974 (Tabela 1). Há contudo dois subperíodos nitidamente distintos: de 1974 a 1976, o investimento cresce acima da produção corrente; entre 1977 e 1980, ocorre o inverso. Essa constatação é importante pois indica a impossibilidade de continuação da fase de aceleração do ciclo.

Podemos perceber, também, que os elevados valores da taxa de investimento combinados com a desaceleração da produção corrente indicam o aumento da relação capital/produto, que caracteriza as novas inversões. No entanto, a desaceleração progressiva do investimento

também fica evidente pela evolução da taxa de investimento, já que, atingido o pico de 25% do PIB em 1975/76, há uma contínua e progressiva queda dessa taxa a confirmar a desaceleração do programa de inversões.

As indicações de que o padrão de investimento montado como estratégia de ajustamento estrutural a partir de 1974 é inconsistente (ele começa a desarticular-se em 1977) estão presentes também na evolução da composição do investimento entre máquinas e equipamentos, e construção. Os bens de capital estrito senso, após manterem a participação de aproximadamente 40% no total do investimento, no triênio 1974/76, declinam progressivamente até alcançar 35% em 1980 (Tabela 1.2).

Quanto ao padrão de associação entre investimento público e privado, o trabalho de Coutinho e Reichstul (1983) mostra a sua progressiva desarticulação. A participação do investimento privado no investimento total cai de 60%, em 1974, para 55% em 1979. Em contrapartida o investimento das empresas estatais aumenta sua participação em igual magnitude, passando de 23,5% do total, em 1974, para 28,5% em 1979. O crescente peso do investimento produtivo estatal num quadro de desaceleração constitui o indicativo adicional da inconsistência do padrão de crescimento oriundo da estratégia de 1974.

As informações analisadas dão sustentação à interpretação de Lessa (1978), para quem o II PND sofre uma

importante revisão a partir de 1977, apesar de se terem mantidos significativos investimentos setoriais. Essa observação é importante quando examinada de perspectiva mais ampla, pois mostra a ruptura de um padrão de crescimento que durante décadas esteve assentado na dinâmica articulada do investimento público e privado.

1.2 - Aspectos da estrutura produtiva

As características do investimento analisadas anteriormente têm impactos importantes sobre o desempenho da produção corrente. Considerado o período como um todo, verificamos maior desaceleração da produção industrial, uma vez que a agropecuária e os serviços preservam o crescimento do período anterior. Essa tendência se acentua ao longo do tempo, marcada por desaceleração ainda maior da produção industrial e pela sustentação do crescimento da produção agropecuária (Tabela 1.3).

No conjunto das atividades industriais ocorrem mudanças significativas. Há brusca desaceleração na indústria de transformação e da construção, enquanto o crescimento se sustenta com a extrativa mineral e os serviços industriais de utilidade pública. Essa tendência, nitidamente reforçada de 1977 a 1980, reflete sem dúvida a redução do investimento privado e a revisão dos investimentos do setor produtivo estatal inspirados no II

PND. Ao mesmo tempo indica o dinamismo diferenciado da extrativa mineral, ligada ao mercado externo, e a continuidade de grandes obras de infra-estrutura a cargo do setor público, principalmente na geração de energia elétrica.

Segundo Tavares e Lessa (1984), há no período uma mudança estrutural no crescimento industrial, com a diversificação da estrutura produtiva em direção à indústria pesada. Ou seja, apesar da redução pela metade da taxa de crescimento do investimento, promove-se uma diversificação da estrutura produtiva, concentrada, sucessivamente, na indústria de bens de capital e de bens intermediários.

O dinamismo da indústria no período 1975/80, segundo dados do IPEA/INPES (1985), é sustentado fundamentalmente pelos investimentos para a internalização da oferta de bens intermediários e insumos básicos, a partir da estratégia do II PND. Esse dinamismo só poderia advir desses investimentos autônomos em face do excesso de capacidade produtiva no setor de bens de consumo duráveis, que havia liderado o ciclo de expansão anterior.

Tomando-se o período considerado, observa-se uma desaceleração mais pronunciada nos bens de consumo duráveis e nos bens de capital. No primeiro caso, a saturação da demanda, a reposição concentrada e o encarecimento do CDC são os fatores apontados como determinantes desse desempenho. Quanto aos bens de capital, registra-se apenas a

contradição de esse setor ter sido objeto de fortes estímulos pelo II PND. Os setores que mostram menor desaceleração são os de bens intermediários e bens de consumo não-duráveis, devendo-se o desempenho deste último à sua essencialidade. Já no caso dos bens intermediários a internalização da oferta, e portanto a demanda preexistente, parece ser o fator primordial, embora não se possa descartar o aumento das exportações, como veremos a seguir.

Observando a estrutura produtiva da ótica da produção corrente, o estudo do IPEA/INPES (op. cit.) conclui pela existência de uma diversificação na estrutura industrial em direção aos gêneros produtores de bens intermediários, em especial papel e papelão e química. Provavelmente, a diversificação, em termos de capacidade instalada, foi ainda maior por conta dos investimentos em bens de capital, embora inócua em face da elevada ociosidade.

As afirmações de que o período 1974/80 marcam uma diversificação da estrutura industrial em direção à indústria pesada requerem algumas qualificações. Se não considerarmos apenas a desaceleração em relação ao ciclo anterior, mas o crescimento da produção, concluímos que o crescimento no período foi liderado pelos bens intermediários e, apesar da grande desaceleração, pelos bens de consumo duráveis (Tabela 1.4). Tomando-se os subperíodos principais, no primeiro (1974/76) a liderança é exercida

pelos bens de consumo duráveis e bens de capital e no segundo (1977/80), pelos bens de consumo duráveis e bens intermediários.

Duas conclusões importantes advêm desses dados: a rápida desaceleração da produção de bens de capital indica que os investimentos no setor estavam em clara desarticulação entre si e com os demais segmentos industriais, tendo as ampliações de capacidade resultado num maior grau de ociosidade. Por sua vez, a liderança dos bens de consumo duráveis (apesar da menor taxa de crescimento), associada à constatação anterior, indica que de fato o II PND não logrou constituir um novo padrão de crescimento para a economia brasileira, a não ser que consideremos como tal a internalização da oferta de alguns ramos produtores de bens intermediários.

A questão da energia, cujo descaso é apontado por Malan e Bonelli (1983), é sem dúvida aspecto da maior relevância. Entre 1973 e 1979, o *quantum* importado de petróleo cresce 50%, elevando a sua participação na pauta de 11% para 37% no período. A produção de petróleo bruto permanece estagnada durante toda a década, apresentando em 1980 o mesmo patamar de 1973 - cerca de 10.000.000 de m³ (Mendonça de Barros e Manoel, 1989, apud Petrobrás, p.330).

Quanto à agricultura, os anos 70, em particular a segunda metade, testemunham importantes transformações. Segundo Fonseca e Salles Filho (1990), a década é marcada

pelo trinômio tecnificação/agroindustrialização/ exportação. A composição da produção sofre significativas modificações, em especial pelo crescimento das atividades ligadas às exportações - soja, laranja, carnes de aves, pinus, eucaliptus -, ao mesmo tempo em que aumenta o grau de processamento industrial da produção.

Nessa década, as atividades que não estavam vinculadas a um dos eixos dinâmicos - agroindustrial e/ou exportador - tiveram um desempenho medíocre, como o da produção de alimentos não-comercializáveis. Tal desempenho contrasta com o dinamismo das atividades ligadas às exportações, que se confundem em grande parte com atividades com algum grau de processamento. Dados apresentados por Rezende (1989) indicam que entre os produtos não-comercializáveis apenas o milho - que é uma cultura intimamente associada à produção de rações - e o trigo - que contou com uma ampla política de subsídio para internalizar a oferta - revelam crescimento significativo. No caso dos exportáveis, além do desempenho da cana-de-açúcar, o destaque fica para os produtos não-tradicionais como soja e laranja.

Consolida-se assim, nessa década, em particular na sua segunda metade, uma forma peculiar de inserção da agricultura brasileira no comércio internacional. Além da

elevação do coeficiente exportado,⁽²⁾ a participação dos novos produtos passa de 15% para 30% na pauta, entre 1971 e 1980, enquanto o grau de processamento vai de 22%, em 1975, para 34% em 1980. É essa inserção que explica a sustentação do dinamismo da agricultura em face da perda de dinamismo da indústria no período considerado.

Quanto à tecnificação da produção, os anos 70 podem ser considerados como um período de transição de um padrão extensivo para um padrão intensivo. Embora a incorporação de novas áreas - com destaque para a fronteira do Centro-Oeste - explique a maior parcela do aumento de produção, os ganhos de produtividade concentrados em regiões e produtos são decisivos. Essa modernização desigual também ocorre quanto ao grau de integração da agricultura à indústria, que também se concentra em regiões e produtos.

Do ponto de vista da estrutura produtiva, assiste-se a uma concentração da produção nos grandes estabelecimentos, o que está associado ao tipo de modernização, em especial à mecanização, que exige uma escala mínima de produção. O suporte para isso tudo foi sem dúvida a política de crédito subsidiado, que por definição privilegia o acesso desigual aos seus benefícios, tendo como

(2) O coeficiente exportado da agricultura evolui da seguinte forma : 1970/71 (13,5%) ; 1972/74 (16,9%) ; 1975/77 (21,3%) ; 1978/80 (18,3%), segundo Mendonça de Barros e Manoel, 1989, apud FIBGE, p.322.

requisito fundamental a propriedade e/ou o controle da terra.

1.3 - As transformações no comércio exterior

Os recorrentes desequilíbrios do balanço de pagamentos constituem uma característica inequívoca do período 1974/80, projetando-se de forma ampliada para a década seguinte. Por enquanto, interessa analisar a dimensão comercial desse desequilíbrio, bem como as principais modificações que impôs à articulação dos setores produtivos com o exterior.

Do ponto de vista do déficit comercial, é preciso distinguir dois períodos. Apesar da ocorrência de déficits, o período 1974/77 não caracteriza ainda uma deterioração global da balança comercial, que se manifesta inequivocamente a partir de 1978. Como veremos a seguir, tudo indica que os sucessivos choques externos introduzem desequilíbrios cada vez mais permanentes no comércio exterior, sem que internamente as medidas adotadas sejam suficientes para minimizá-los.

O principal fator determinante dos déficits comerciais no período é a deterioração dos termos de troca. Notamos a esse propósito o elevado grau de aderência entre o montante dos déficits comerciais e o índice de relações de troca (Tabela 1.5). Esse movimento geral, contudo, não deve

obscurecer a existência de dois períodos distintos: entre o primeiro choque do petróleo e 1977, o déficit surge abruptamente, em 1974, como resultado da quadruplicação dos preços do petróleo, da perda global de relações de troca e da antecipação de importações (que conduz imediatamente à duplicação de seu valor). Uma vez absorvido o choque, as importações mantêm-se no mesmo patamar durante quatro anos. A redução progressiva do déficit ocorre predominantemente em razão da melhoria das relações de troca, com crescimento marginal do *quantum* exportado e crescimento significativo do *quantum* importado.

Já no período seguinte - entre 1977 e 1980 -, de crescente ampliação do déficit, a deterioração das relações de troca é contínua e os déficits só não se mostram mais elevados porque é evidente o esforço para compensar, pelo *quantum* exportado, o medíocre crescimento dos preços. Diametralmente oposto é o comportamento das importações, em que o crescimento acentuado de preços se faz acompanhar de um crescimento do *quantum* importado idêntico ao do período anterior.

Como advertem Lessa (1978) e Fishlow (1987), a manutenção de uma taxa de câmbio apreciada durante todo o período certamente agravou o desequilíbrio comercial. Ao recusar medidas mais drásticas, como o aumento da desvalorização cambial, a política econômica manteve-se coerente com o espírito do ajustamento estrutural, pois não

onerou o passivo em moeda estrangeira das empresas e, posteriormente, incrementou o endividamento externo. Por outro lado, criava um subsídio implícito nos preços das matérias-primas e energia importadas, estimulando seu consumo e ampliando o déficit comercial.

Para Davidoff Cruz (1983), a política econômica, embora tímida quanto aos desequilíbrios comerciais, não foi inteiramente passiva, nem inócua, como veremos a seguir. Para rejeitar ajustamentos mais drásticos na taxa cambial, a política comercial apoiou-se em dois pontos principais: o controle seletivo de importações e a criação de uma ampla gama de incentivos e subsídios creditícios às exportações. As indicações são de que essa política surtiu parcialmente efeito ao eliminar o componente supérfluo da pauta de importações e ao promover, principalmente a partir de 1977, um expressivo crescimento do *quantum* exportado.

A análise detalhada da pauta de importações e exportações esclarece melhor o que foi dito acima. Quanto às importações, observa-se que o petróleo passa de 10% do valor importado em 1973 para 44% em 1980 (Tabela 1.6). As importações de matérias-primas, embora mantendo patamares elevados, sofrem queda na elasticidade-renda, certamente por efeito da entrada em operação de projetos que "substituíam importações". O declínio dos bens de capital está intimamente associado à desaceleração do investimento, enquanto o dos bens de consumo se vincula à política de

controle seletivo que discriminava contra bens não-essenciais.

A conclusão óbvia é que o desequilíbrio da balança comercial se agrava, no período, em razão da dependência da energia importada. Como demonstra Fishlow (1987), houve uma substituição de importações expressiva no conjunto de bens intermediários e de matérias-primas, alguma nos bens de capital sob encomenda e nenhuma no caso do petróleo.

Quanto às exportações, o exame da pauta, na Tabela 1.7, mostra expressiva diversificação em manufaturados, que passam de 28%, em 1974, para 45% em 1980. O grande movimento de diversificação, porém, ocorre a partir de 1977, estando assim associado à ampliação do quantum exportado que se observa no período. Se considerarmos ainda que o crescimento do comércio internacional no período é pouco expressivo, o desempenho positivo das exportações só pode ser explicado pelo conjunto de incentivos fiscais e subsídios creditícios às exportações de manufaturados.⁽³⁾

Os desequilíbrios da estrutura produtiva introduzidos na economia brasileira com a opção de 1974 merecem ser ressaltados, pois constituem uma importante herança para a década seguinte. De modo geral, parece ter

(3) Segundo Baumann (1989), esses incentivos e subsídios alcançam o ápice durante o período, assumindo os seguintes percentuais do valor exportado : 1974 (55%); 1975 (56%); 1976 (66%); 1977 (72%); 1978 (68%); 1979 (67%); 1980 (45%).

ficado evidente a crescente desarticulação do padrão de crescimento, em especial quanto à associação dos investimentos público e privado. Desarticulam-se também os investimentos industriais, principalmente pelo sobredimensionamento da indústria de bens de capital. Por fim, o ajuste insuficiente do comércio exterior, por meio de elevados subsídios às exportações e pela crescente dependência da energia importada, caracteriza a permanência da vulnerabilidade externa.

Em síntese, o ajuste estrutural não foi capaz de constituir um novo padrão de crescimento para a economia brasileira, deslocando seu eixo dinâmico para a indústria de bens de capital. Essa característica, somada à constatação da permanência da vulnerabilidade externa, é decisiva no que diz respeito aos efeitos ampliados do segundo choque externo sobre a economia nacional.

Tabela 1.1

BRASIL

AGREGADOS MACROECONOMICOS A PREÇOS CONSTANTES

(VARIÁÇÕES E COMPOSIÇÃO)

1970/80

A N O	PIB		CONSUMO		FBCF		EXPORTAÇÃO		IMPORTAÇÃO	
	VARIACAO	VARIACAO	(%)	VARIACAO	(%)	VARIACAO	(%)	VARIACAO	(%)	
	ANUAL	ANUAL		ANUAL		ANUAL		ANUAL		
	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	
1970	-	-	82,7	-	20,6	-	8,0	-	11,3	
1971	11,4	12,8	83,7	15,3	21,3	5,5	7,6	24,5	12,6	
1972	11,9	10,8	82,8	16,7	22,2	24,2	8,4	20,0	13,5	
1973	13,9	13,1	82,2	21,0	23,6	14,3	8,5	20,4	14,3	
1974	8,3	10,9	84,3	13,3	24,7	2,3	8,0	28,5	16,9	
1975	5,1	1,2	81,1	9,7	25,7	11,6	8,5	(4,5)	15,4	
1976	10,2	10,1	81,1	7,0	25,0	(0,3)	7,7	(1,2)	13,8	
1977	4,9	5,2	81,3	(1,2)	23,6	(0,4)	7,3	(7,6)	12,1	
1978	4,9	4,2	80,7	4,7	23,5	13,3	7,9	4,6	12,1	
1979	6,8	7,6	81,3	3,9	22,9	9,3	8,1	8,2	12,3	
1980	8,3	5,5	79,2	9,2	23,1	22,7	9,1	0,6	11,4	
MEDIA										
1970/80	8,5%	8,1%	80,9%	9,8%	21,8%	9,9%	8,6%	8,7%	11,3%	
1970/73	12,4%	12,2%	82,4%	17,7%	22,1%	14,4%	8,2%	21,6%	12,8%	
1974/76	7,8%	7,3%	82,7%	10,0%	24,8%	4,4%	7,8%	6,6%	15,3%	
1977/80	6,2%	5,6%	80,2%	4,1%	23,3%	10,9%	8,2%	1,3%	11,8%	

FONTE: FIBGE - Departamento de Contas Nacionais.

Tabela 1.2

BRASIL

VARIACAO E COMPOSICAO DA FBCF SEGUNDO SEGMENTO

1970/80

(X)

ANOS	TOTAL	CONSTRUCAO		MAQUINAS E EQUIP.		OUTROS (1)	
	VAR.	VAR.	PART.	VAR.	PART.	VAR.	PART.
1970	-	-	58,4	-	40,5	-	1,1
1971	15,4	12,3	57,0	19,7	42,0	8,0	1,1
1972	16,7	17,9	57,6	15,0	41,3	23,0	1,1
1973	21,0	20,9	57,5	21,1	41,4	21,1	1,1
1974	13,3	9,1	55,4	18,6	43,3	28,9	1,3
1975	9,7	8,1	54,6	11,6	44,1	17,4	1,3
1976	7,0	10,2	56,2	2,2	42,1	39,5	1,8
1977	(1,2)	5,2	59,8	(10,3)	38,2	13,2	2,0
1978	4,7	6,2	60,6	(1,7)	35,8	83,1	3,5
1979	3,9	3,7	60,5	5,6	36,4	(10,4)	3,0
1980	9,2	9,0	60,5	6,9	35,7	39,2	3,9
MEDIA							
1970/80	9,8X	10,2X	58,0	8,4X	40,1	24,3X	1,9
1970/73	17,7X	17,0X	57,6	18,5X	41,3	17,2X	1,1
1974/76	10,0X	9,1X	55,4	10,6X	43,2	28,2X	1,5
1977/80	4,1X	6,0X	60,4	-0,1X	36,5	28,8X	3,1

FONTE: FIBGE - Departamento de Contas Nacionais.

Obs.: Dados deflacionados pelos deflatores implícitos da Conta de Capital.

(1) Inclui matas plantadas, novas culturas permanentes e animais reprodutores imo

Tabela 1.3

BRASIL

PIB SETORIAL

1970/1989

Taxas de crescimento(%)

PERIODO	TOTAL	AGROPECUARIA				INDUSTRIA			
		TOTAL	PRODUCAO		TOTAL	EXTRAT. MINERAL	TRANSF.	CONSTR.	SERV. IND. UTIL. PUBL.
			VEGETAL	ANIMAL					
1970/80	8,7%	4,7%	4,5%	4,7%	9,3%	7,1%	9,0%	10,2%	12,3%
1970/73	12,5%	4,6%	5,7%	2,1%	14,3%	5,1%	14,1%	17,0%	13,0%
1974/76	8,0%	3,5%	2,2%	5,2%	8,4%	9,3%	7,9%	9,1%	12,3%
1977/80	6,4%	5,8%	5,5%	6,3%	6,4%	7,0%	6,1%	6,0%	11,8%

FONTE: FIBGE. Contas Nacionais Consolidadas.

Tabela 1.4

BRASIL

PRODUTO REAL DA INDUSTRIA DE TRANSFORMAÇÃO

1970/80

Taxa de variação anual(%)

PERIODOS	CAPITAL	INTERMED.	DURAVEIS	N. DURAVEIS
1970/73	22,7	13,2	25,5	9,1
1974/80	7,4	8,3	9,3	4,4
1974/76	13,0	8,7	10,3	4,8
1977/80	3,4	8,0	8,6	4,1

FONTE: SERRA (1982, p. 58), apud FIBGE.

Tabela 1.5

BRASIL

INDICES DO COMERCIO EXTERIOR E SALDO COMERCIAL

1972/80

(1977 = 100)

ANOS	EXPORTAÇÕES		IMPORTAÇÕES		IRT	SALDO COMERCIAL (US\$ bilhões)
	PREÇOS	QUANTUM	PREÇOS	QUANTUM		
1972	41	76	47	70	87	-
1973	56	88	59	85	95	7,0
1974	71	89	91	115	78	(4.690,0)
1975	71	98	94	109	76	(3.540,0)
1976	82	99	96	108	85	(2.225,0)
1977	100	100	100	100	100	97,0
1978	92	113	107	105	86	(1.024,0)
1979	101	124	128	115	79	(2.840,0)
1980	107	152	164	115	65	(2.829,0)

FONTE: BACEN - Relatórios Anuais.

Tabela 1.6

BRASIL

IMPORTAÇÕES POR PRINCIPAIS GRUPOS

1973/80

GRUPOS	ANOS							
	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
GLOBAIS (US\$ B)	6.192	12.641	12.210	12.383	12.023	13.683	18.083	22.955
COMB. MINERAIS	12,4%	23,4%	25,4%	31,0%	33,9%	32,8%	37,5%	44,4%
MATERIAS PRIMAS	42,5%	45,0%	35,7%	32,8%	32,5%	33,1%	32,9%	30,8%
BENS DE CONSUMO	10,5%	6,9%	6,7%	7,0%	7,7%	8,1%	8,7%	5,7%
BENS DE CAPITAL	34,6%	24,7%	32,2%	29,2%	25,8%	26,0%	20,9%	19,1%

FONTE: CACEX.

Tabela 1.7

BRASIL

EXPORTAÇÕES POR PRINCIPAIS GRUPOS

1973/80

GRUPOS	ANOS							
	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
GLOBALIS(US\$ B)	6.199	7.951	8.670	10.128	12.120	12.659	15.244	20.132
BASICOS	65,0%	57,6%	58,0%	60,5%	57,4%	47,2%	43,0%	42,1%
SEMIMANUF.	9,3%	11,5%	9,8%	8,3%	8,6%	11,3%	12,4%	11,7%
MANUFATURADOS	23,1%	28,5%	29,8%	27,4%	31,7%	40,2%	43,6%	44,8%

FONTE : CACEX.

CAPÍTULO 2 - ANATOMIA DA ESTAGNAÇÃO (1981/89)

Ao longo dos anos 70 e 80, a economia brasileira revela contrastes importantes. A queda acentuada do ritmo de crescimento, patente na década dos 80, indica o esgotamento de um padrão que lhe conferiu impressionante dinamismo ao longo de todo o período da moderna industrialização, particularmente após meados dos anos 50.

O confronto entre as duas últimas décadas, além de evidenciar perda de dinamismo, indica nítido contraste na configuração dos ciclos econômicos. Enquanto nos anos 70 se observa, após o auge do milagre econômico (1970/73), um longo período de desaceleração, os anos 80 caracterizam-se pela alternância de ciclos breves de recessão e crescimento, em torno de uma taxa de crescimento próxima ao aumento da população.

Pode-se inclusive afirmar que a década dos 80 se caracteriza por elevada instabilidade das variáveis macroeconômicas. No caso do investimento, o crescimento positivo, apesar da desaceleração a partir de meados dos anos 70, é substituído pela redução absoluta e variações intensas ao longo dos anos 80, indicando um clima de profunda incerteza e ausência de um padrão de crescimento sustentado.

Outro aspecto marcante da década dos 80 são as relações com o exterior. Enquanto os anos 70 mostram a

sistemática absorção de recursos reais , os anos 80, ao contrário, caracterizam-se pela contínua transferência de recursos reais ao exterior. Essa é uma distinção essencial do período em relação à década anterior e, de forma direta ou indireta, um importante condicionante da instabilidade e incerteza que lhe é peculiar.

A estagnação do produto, a regressão do investimento e a transferência de recursos reais ao exterior são, assim, os pontos de destaque nessa caracterização genérica da década dos 80. Vejamos então como a crise e seus desdobramentos são entendidos a partir de diferentes interpretações.

Ao analisar o período recessivo entre 1981 e 1983, Cardoso de Mello (1984) parte da afirmação de que a crise doméstica dos anos 80 não é apenas um reflexo da crise internacional, mas resultou também da inadequação da política econômica desde meados dos anos 70.

"Logo de início, em 1974, o autoritarismo tomou a nuvem por Juno, a crise mundial por mero choque do petróleo, os desajustes internos e externos do milagre por simples desvios de uma trajetória correta , e recrudescer na megalomania do salto para a grande potência. Depois, alimentou o sonho da crise passageira, uma simples flutuação que logo seria corrigida por políticas fiscais e monetárias adequadas, e contemporizou o quanto pode para evitar a recessão e suas inevitáveis seqüelas políticas, o

solapamento completo das bases sociais do poder e do que ainda restava de legitimidade ao regime." (Cardoso de Mello, 1984, p. 15).

O autor também defende que, após o ajuste recessivo, seria impossível a recuperação sustentada da economia brasileira, devido aos impasses na economia internacional, que alternava breves surtos de crescimento e depressão. Isso tornaria inconsistente no curto prazo um novo modelo de crescimento apoiado nas exportações. Mas esse modelo estaria de outra forma comprometido pela imposição de transferir recursos reais ao exterior, que inviabilizava a renovação tecnológica do parque industrial na velocidade suficiente para manter a competitividade dinâmica das exportações.

Contudo, os prognósticos para o quadro internacional não se confirmaram ao longo da década. Houve, na verdade, expressivo crescimento sustentado da economia e do comércio mundiais.⁽⁴⁾ Subsiste, assim, apenas a tese que atribui à transferência de recursos reais o principal obstáculo ao retorno do crescimento sustentado da economia, ressaltando-se, no entanto, que mesmo sem essa transferência, o padrão de crescimento exigiria uma

(4) Após a recessão do início da década, que atinge seu ponto de maior intensidade em 1982, os países membros da OCDE crescem continuamente por sete anos. A variação do PNB real dos países membros da OCDE no período 1983/89 foi de 4,2% a.a. O comércio mundial no mesmo período cresce a expressiva taxa de 7% a.a. Dados extraídos de BACEN (1989 e 1986).

transferência, o padrão de crescimento exigiria uma redefinição, em face da ausência de financiamento externo e das profundas alterações na matriz tecnológica que sustentaram o ciclo de expansão capitalista precedente.

Para Langoni (1985), o esgotamento do padrão de crescimento já estava determinado a partir da crise de meados dos anos 70. Mesmo após o segundo choque do petróleo, em 1979, o crescimento persiste, o que o autor atribui à inércia do setor público em desacelerar seus investimentos, tendo em vista a manutenção de certo volume de financiamento externo para fechar o balanço de pagamentos, onde estavam associados empréstimos em moeda e crédito de fornecedores. O novo choque do petróleo, destaca Langoni, causa uma reversão das expectativas empresariais, devido à restrição externa e à aceleração da inflação, rompendo a articulação entre o investimento público e o privado.

"/.../ a contínua expansão do setor público quebrou a relação de complementaridade entre Estado e setor privado, que existiu durante muitos anos. Os primeiros sinais de mudança no relacionamento entre estes importantes atores surgem quando se torna impossível manter o crescimento real da massa de subsídios e incentivos que privilegiava vasta gama de setores empresariais. Na realidade, a taxa interna de juros reais passa a ser a expressão maior dessa disputa por recursos entre setor público e setor privado." (Langoni, 1985, p. 121).

Para Moura da Silva (1984), o conteúdo da política de ajustamento é determinado pela ótica dos credores externos, segundo a qual a necessidade de financiamento dos países endividados decorria de um excessivo dispêndio doméstico sobre o produto interno. Essa situação de desequilíbrio teria sido produzida pelo aumento dos gastos com importações e juros, contraposto a uma redução das exportações, provocada pela crise internacional.

O período do ajustamento recessivo, segundo o autor, criou condições para um crescimento de curto prazo, mas comprometeu o crescimento de longo prazo, uma vez que a taxa de acumulação de capital teria que ficar abaixo da taxa de poupança interna para viabilizar a transferência de recursos reais ao exterior.

O sentido geral do ajustamento era reduzir o excesso de dispêndio - ou o déficit em transações correntes -, adaptando-o às novas disponibilidades, bem mais reduzidas, de financiamento. Dois eram os requisitos básicos para viabilizar tal ajuste: reduzir o dispêndio diminuindo o déficit público - aumentando a poupança doméstica, em particular a do setor público, o principal devedor -, ao mesmo tempo em que se mudava a estrutura de preços relativos para aumentar o coeficiente exportado e diminuir o coeficiente importado, viabilizando a geração de divisas.

A mudança de preços relativos teve como ponto central a política cambial consubstanciada na

maxidesvalorização e na indexação plena do câmbio. Realizou-se também uma política agressiva de recuperação de preços administrados e insumos estratégicos - basicamente produzidos por estatais - e uma redução gradual de subsídios e incentivos fiscais às exportações. O principal objetivo dessa política parece bastante claro: utilizar fundamentalmente a política cambial ativa como instrumento de competitividade das exportações, em substituição à política de incentivos implícitos e explícitos que havia caracterizado a segunda metade dos anos 70 . Seu sentido mais profundo, quando associada à reforma tarifária era conferir maior internacionalização à produção doméstica.

Delfim Netto (1984) entende que o ajustamento recessivo promoveu importantes modificações estruturais na economia brasileira. O principal eixo da mudança, de acordo com a sua análise, foi a transformação da matriz energética, que era a principal responsável pelo desequilíbrio externo. As demais modificações estiveram subordinadas a esse eixo estratégico, destacando-se a contenção do déficit público e o redirecionamento do setor produtivo para o mercado internacional, objetivando tornar as exportações a nova fonte de dinamismo do crescimento.

O desequilíbrio externo foi enfrentado fundamentalmente através de uma política cambial ativa - compreendendo as maxidesvalorizações e as minidesvalorizações, sem desconto da inflação externa. A

política visava ampliar o coeficiente exportado e reduzir o coeficiente importado, produzindo um superávit comercial. Isso seria conseguido fundamentalmente pela alteração de preços relativos, ou seja, elevação dos preços dos tradables em moeda doméstica, reduzindo sua absorção interna, pela conversão de non-tradables em tradables, via barateamento em moeda estrangeira e, finalmente, pelo encarecimento dos bens importados. Note-se que essa não seria apenas uma política de curto prazo, mas visava conectar o maior número possível de setores produtivos ao mercado internacional, tornando as exportações uma variável chave do crescimento econômico.

Há um importante questionamento em relação à tese de Delfim Netto, de que essa política possibilitou um ajuste de natureza estrutural permanente na economia brasileira, como se fosse possível realizá-lo exclusivamente através da política cambial. De outro lado, em nenhum momento ele faz referência explícita à transferência de recursos reais como fator de redução do potencial de crescimento do País. Segundo sua interpretação, havia-se realizado um ajustamento estrutural da economia que não colidiria com a restrição externa.

"/.../ o ajuste do comércio externo exigia, no curto prazo, uma compressão do PIB. Não conheço forma de fazer diferente. Agora, tão logo se confirmem as condições de crescimento, como estamos tendo hoje, estaremos caminhando na direção certa.

"O mercado interno se expande pelo próprio efeito da expansão das exportações. /.../ É importante reter isto: pela primeira vez, depois de cinco anos, nós temos o reinício do processo de crescimento na direção correta, que não colide com o equilíbrio externo." (op. cit., pp. 47-48).

A defesa principal das modificações, segundo o então Ministro, é que elas constituem uma reorientação permanente ao processo de crescimento, que passa a ter nas exportações sua fonte primeira de dinamismo. Não haveria incompatibilidade entre crescimento das exportações e da demanda doméstica. O pressuposto dessa visão era o de que o País conseguiria financiar déficits em transações correntes, desde que reduzidos, e crescer com base no drive exportador, mesmo realizando transferência de recursos reais ao exterior.

"Nós temos de fazer as exportações crescerem mais do que a taxa de juros. Ponto final. Se fizermos isto, a nossa situação não piora: melhora. É claro, se continuarmos a ter déficits em contas-correntes de 14 bilhões de dólares, ninguém vai poder financiar. Mas se tivermos um déficit de 4 bilhões no final do ano, todo mundo vai continuar financiando." (Delfim Netto, op. cit., p. 52).

Em contraposição às teses anteriores, destaca-se o trabalho desenvolvido por Castro e Souza (1985), onde se nega a relevância do ajustamento recessivo na transformação e reorientação da economia brasileira. O argumento principal

é o de que a rápida superação da crise cambial, no início dos anos 80, não se deveu à política de ajustamento - controle dos gastos e mudanças de preços relativos -, mas às mudanças estruturais resultantes da implantação do II PND, boa parte delas produzindo resultados a partir do início dos anos 80.

"Não temos dúvida que a economia brasileira - no que toca ao seu aparelho produtivo - emerge revigorada da crise recente. E isto num duplo sentido. A indústria não mais apresenta grandes falhas setoriais, a base energética encontra-se refeita e a lógica industrial penetrou em profundidade os serviços e a própria agricultura. Num outro plano as emprêsas privadas encontram-se em boa medida adaptadas a um contexto caracterizado pelos elevados custos do dinheiro e da energia, pelo provimento no país da quase totalidade dos insumos, e pela necessidade de completar o mercado doméstico através de vendas externas." (Castro e Souza, op. cit., p. 193).

As análises comentadas podem ser resumidas em duas vertentes principais. A primeira constata a desarticulação dos fatores dinâmicos que por décadas viabilizaram um elevado crescimento econômico baseado fundamentalmente na articulação e complementaridade do investimento público e privado, a partir de uma determinação endógena do ciclo econômico, e na abundância de financiamento externo, lançando dúvidas sobre a viabilidade

de um novo padrão de crescimento assentado no drive exportador.

O segundo grupo de proposições, ainda que por razões distintas, não admite a existência de obstáculos ao crescimento econômico advindos da restrição externa. Para Castro e Souza (1985), a superação do subdesenvolvimento permitiria a geração sistemática de superávits comerciais que, aliás, como em qualquer país desenvolvido constituiriam mercados complementares ao mercado doméstico. Para Delfim Netto (1984), a nova fonte de crescimento compatível com a restrição externa seria o drive exportador, vale dizer, o crescimento das exportações substituiria o ciclo endógeno como fonte do crescimento.

2.1 - Desarticulação dos fatores dinâmicos

As evidências empíricas não deixam dúvidas sobre a caracterização dos anos 80 como um período de estagnação. Após o esgotamento de um longo ciclo de expansão, a economia ficou à deriva sem encontrar um novo padrão de crescimento sustentado. O comportamento dos agregados macroeconômicos ao longo da década (Tabela 2.1) só vem comprovar tal assertiva.

O crescimento do PIB próximo ao aumento da população, com significativa redução quando confrontado com a tendência histórica, traduz de forma mais imediata os contornos da estagnação. Contudo, é no crescimento negativo

do investimento que esta adquire o seu significado mais profundo. Há outros aspectos importantes, como a redução da propensão média a consumir e os superávits comerciais, obtidos de forma sistemática apesar da deterioração permanente dos termos de intercâmbio com o exterior.

O aspecto comum a todas as variáveis macroeconômicas durante a década é sua grande variabilidade ou, mais precisamente, seu elevado grau de instabilidade, que se expressa na curta duração de ciclos econômicos com breves períodos de expansão e retração, a exemplo do investimento, que apresenta intensa retração em 1981/83, expansão equivalente em 1984/86 e nova retração em 1987/89.

Evidências suficientes nos permitem afirmar que a instabilidade do investimento está diretamente associada à geração de superávits comerciais. Assim, no período 1981/83, o superávit surge simultaneamente com a redução absoluta de 40% no investimento, tendo sido produto do aumento das exportações associado à queda absoluta das importações (cerca de 40%). Entre 1984 e 1986, quando o investimento volta a crescer a taxas elevadas, o superávit diminui não só porque se reduz o crescimento das exportações mas também por ser expressivo o aumento das importações.⁽⁵⁾ Na estagnação

(5) Nesse sentido é sintomático o que ocorre no ano de 1986, quando em face da aceleração do crescimento do investimento, que sequer atinge a participação no PIB de antes da recessão, as exportações apresentam crescimento negativo de 10 % e as importações crescimento positivo de quase 30% no ano.

que se segue, entre 1987 e 1989, observa-se a mesma oposição, embora de forma atenuada.

Os dados macroeconômicos indicam portanto um trade-off entre superávit comercial e investimento, que advém tanto da restrição à capacidade para importar como da insustentabilidade do ritmo ascendente das exportações ante o contínuo crescimento sustentado da absorção doméstica.

Em menor escala, a contradição entre sustentação do saldo comercial e do investimento é observada também no consumo e leva a concluir que existe forte oposição entre geração de superávits comerciais e crescimento da absorção doméstica, pelo menos quando o aumento desta última se faz a taxas históricas. Se isso for verdadeiro, as possibilidades de crescimento através do drive exportador oferecem poucas chances de sucesso. E é em torno desse ponto crucial - a desarticulação do padrão de crescimento histórico e a presumível impossibilidade de que um novo padrão se constitua a partir do drive exportador - que analisaremos com maior detalhe a década dos 80.

As informações disponíveis que dão suporte a essa tese partem da constatação do crescimento negativo do investimento na década. Em sua composição (Tabela 2.2), vemos que o peso das máquinas e equipamentos é decrescente, em nível mais acentuado que o investimento total. A participação da construção na FBKF, por sua vez, amplia-se,

traduzindo apenas desempenho menos medíocre, com taxa de crescimento nula.

Afora o decréscimo absoluto mais elevado, as variações cíclicas mais intensas dos gastos em máquinas e equipamentos testemunham a insustentabilidade do padrão de crescimento. Uma qualificação adicional sobre o caráter do investimento durante a década reforça o ponto anterior. Segundo Suzigan (1987), o crescimento da indústria de bens de capital ocorre fundamentalmente no setor de bens de capital seriados, enquanto o de bens sob encomenda revela baixo dinamismo. Caracteriza-se dessa forma o denominado investimento de modernização, cuja marca principal é a introdução de novas máquinas destinadas a elevar a produtividade sem alterações substantivas na capacidade produtiva. Certamente é esse tipo de investimento que se confunde com aqueles nos setores vinculados à exportação e que explicam a sustentação de um patamar mínimo da taxa de investimento (FBKF/PIB) durante a década.

Outros dados de igual importância devem ser ressaltados, como a dissociação entre investimentos privados e públicos, cuja ruptura constitui uma indicação clara do esfacelamento do padrão anterior de crescimento, sem apontar para a constituição de um novo. São aspectos centrais dessa ruptura o decréscimo sistemático dos investimentos do setor produtivo estatal, a insustentabilidade do gasto público em

infra-estrutura e o baixo patamar dos investimentos privados (Tabela 2.3).

O investimento público estrito senso, concentrado em obras de infra-estrutura, mostra crescimento desprezível nos anos 80. É marcado por fortes oscilações cíclicas e pela incapacidade de sustentar patamares crescentes por períodos superiores ao do ciclo geral. O padrão de ajustamento adotado ao longo da década, que sempre privilegiou o corte de investimentos como mecanismo de ajuste fiscal, constitui a origem desse comportamento.

As oscilações dos investimentos do setor produtivo estatal são menos intensas, mas o movimento de queda do patamar é contínuo, não se recuperando o pico das inversões que ocorre em 1981. Diante desse comportamento dos investimentos estatais, lato senso, que possuem caráter estratégico por se localizarem nas áreas de infra-estrutura e insumos básicos, não se poderia esperar desempenho distinto do investimento privado, marcado pelo declínio e por fortes oscilações cíclicas, refletindo em última instância ausência de um horizonte de crescimento sustentado. (6)

(6) A ausência de declínio do investimento privado no triênio 1987/89 -em consonância com o que ocorre com o investimento estatal -está fortemente determinada pelo ano de 1989, em que a crescente explicitação do processo hiperinflacionário motiva o deslocamento da riqueza financeira para ativos reais, aumentando a atividade da construção civil, e até mesmo a importação de bens instrumentais sem similar nacional.

O desempenho medíocre do investimento teria necessariamente que se refletir de forma negativa no comportamento das atividades produtivas, que apresentam declínio substancial nas taxas de crescimento dos principais segmentos durante a década (Tabela 2.4). Além disso, algumas características centrais da década são surpreendentes: a estagnação da produção na indústria contrasta com a preservação do crescimento na agropecuária. Mais ainda, ocorre uma nítida dissociação entre o comportamento cíclico da indústria e da agropecuária, bastante visível quando se contrasta o desempenho desta última com o da indústria de transformação.

No setor agropecuário, as lavouras registram crescimento superior ao da pecuária e de forma tênue mantêm alguma vinculação com o ciclo industrial. A pecuária, pelo contrário, revela caráter anticíclico. Conforme sugere Rezende (1989), o caráter anticíclico está determinado pela natureza dessa atividade. No período recessivo (1981/83), combinam-se a queda da demanda, que deprime os preços, e a elevação da taxa de juros que encarece o custo de carregamento do rebanho, promovendo um aumento dos abates. No período de recuperação (1984/86) ocorre o oposto, ou seja: apesar do crescimento da demanda e dos preços, a redução dos juros aumenta a retenção de estoque e faz cair a produção. Já no período 1987/89, a estagnação da produção explica-se, apesar do aumento na taxa de juros, pela

preferência por ativos reais desencadeada pela ameaça de hiperinflação.

Como já observado, o setor de lavouras mostra crescente autonomização em relação ao ciclo industrial. Seu patamar de crescimento, desde a segunda metade dos anos 70, é preservado ao longo dos anos 80, período em que sua taxa de crescimento é cerca de quatro vezes superior à da indústria. Como mostra Rezende (1989), esse desempenho não encontra explicação principal na dinâmica dos produtos exportáveis que, ao contrário dos anos 70, crescem a uma taxa inferior à dos não-exportáveis. De fato, conforme Fonseca (1990), o desempenho exportador da agricultura nos anos 80 é inferior ao dos anos 70 e o pequeno crescimento do valor exportado deve-se primordialmente aos aumentos de quantidades.⁽⁷⁾ De qualquer modo, o mercado externo representou uma fonte de crescimento estável para a produção agrícola.

Além da importância dos mercados externos como fator de autonomização da agricultura do ciclo doméstico, Rezende (op. cit.) aponta dois outros aspectos relevantes: do ponto de vista estrutural, teríamos o caráter anticíclico

(7) A estabilidade tanto em preços quanto em volume do comércio internacional, embora com preços deprimidos e crescimento moderado, confrontada com a ampliação das quantidades exportadas pelo País, é um importante indicador da competitividade dessas exportações. As limitações para a ampliação das quantidades exportadas encontram contudo sérias barreiras tanto na existência de oferta potencial competitiva quanto na dificuldade de penetrar em mercados com maior grau de processamento.

do ponto de vista estrutural, teríamos o caráter anticíclico dos preços de fatores de produção importantes (terra e mão-de-obra), além da exogeneidade de custos de produção relevantes, determinados pelo preço do petróleo. Isso determinou o fato de, ao contrário do setor industrial, a agricultura ter ajustado-se à crise via preços e não via quantidades. Mesmo com queda de preços, o barateamento da mão-de-obra e da terra, devido à estagnação da economia, e dos insumos, em razão da queda do preço do petróleo, permitiu ampliar a produção sem comprimir a rentabilidade.

O outro fator relevante foi a estabilidade dos mercados para os produtos não-exportáveis, em decorrência da substituição da política de crédito subsidiado pela política de preços mínimos, que constituiu importante instrumento de sustentação/estabilização da renda agrícola. Conforme Buainain (1988), sob a influência dos fatores mencionados a agricultura não só manteve a tendência de crescimento da década anterior como apresentou ganhos expressivos de produtividade nas lavouras mais importantes.

Em contraposição à agropecuária, a indústria revela um crescimento medíocre durante a década. Apenas a indústria extrativa mineral - devido à produção de petróleo e exportação de minérios - mantém a mesma tendência de crescimento, secundada pelos serviços industriais de utilidade pública, cujo crescimento ainda está determinado pela ocupação de capacidade das grandes inversões públicas,

em especial da energia elétrica. Os segmentos mais importantes, contudo, permanecem praticamente estagnados (Tabela 2.4). Na construção civil, esse desempenho está associado à redução dos gastos do governo em infra-estrutura e à crise do SFH. A indústria de transformação certamente não encontrou no drive exportador um elemento de dinamismo, chegando a 1989 com produção apenas 8,5% superior à de 1980. Este último setor, pela sua importância na determinação da tendência e ciclos da economia brasileira, merece algumas considerações adicionais.

No período recessivo 1981/83, o único segmento da indústria a apresentar crescimento positivo é a extrativa mineral, tanto pela substituição de importação (petróleo) quanto por um maior esforço exportador. A indústria da construção civil apresenta taxas negativas associadas aos cortes dos gastos públicos, o mesmo ocorrendo com a indústria de transformação por conta da contração da absorção doméstica (Tabela 2.4).

Apesar da forte contração da demanda doméstica, na indústria de transformação a expansão das exportações atua como fator compensatório para importantes gêneros industriais, em especial para os bens intermediários e alguns gêneros de bens de consumo não-duráveis, que possuíam inserção tradicional no mercado externo - têxtil, vestuário e calçados, fumo. Como resultado, a produção cai muito menos nos bens de consumo não-duráveis e bens intermediários, e

mais nos bens de capital e bens de consumo duráveis, como nos indica a Tabela 2.5.

A partir de 1984, o drive exportador tem impacto significativo nas indústrias de bens de capital e bens intermediários. Segundo Suzigan (1986; 1987 e 1988), na recuperação da produção o efeito multiplicador do superávit comercial ocorre inicialmente através da elevação da massa de salários, dinamizando o setor de bens de consumo não-duráveis. A persistência do crescimento e a elevação do salário médio logo recuperam o setor de bens de consumo duráveis, que passa a liderar o crescimento. Essa aceleração do setor de bens de consumo duráveis, por sua vez, é bastante influenciada por episódios de conversão de ativos financeiros em consumo, que marcam todo o período de recuperação acelerando ainda mais o crescimento do setor.

Segue-se a recuperação do investimento, acelerando a produção de bens de capital, transformando rapidamente esses setores em líderes do crescimento. Como esses dois setores são intensivamente utilizadores de bens intermediários, estes atingem rapidamente o teto da sua capacidade produtiva, colocando-se a disjuntiva entre crescimento da absorção doméstica e geração de superávit comercial.

A partir de 1987, a indústria retorna ao processo recessivo em face da acentuada redução da absorção doméstica, fruto da crise cambial e da aceleração

inflacionária. O drive exportador volta a ser o fator de sustentação do crescimento, mas não consegue contrabalançar a retração da absorção doméstica. Simetricamente ao período da retomada, os setores que sofrem maior redução da produção são os de bens de capital e bens de consumo duráveis (Tabela 2.5).

Um aspecto importante para entender a retração rápida da produção de bens de consumo duráveis está não só no decréscimo da massa salarial e do salário médio mas na rápida aceleração inflacionária e indexação dos títulos financeiros, que elevam rapidamente as taxas de juros nominais deprimindo o consumo de bens duráveis, em especial os de maior valor unitário. A profunda oscilação na produção desses bens ao longo do período 1987/89 é o reflexo dos bruscos deslocamentos de ativos financeiros para consumo de duráveis de alto valor unitário.

Os dados sobre o desempenho cíclico da produção industrial ao longo dos anos 80 mostram a tendência, a partir da recuperação da produção corrente, de os setores de bens de consumo duráveis e bens de capital retomarem a liderança do crescimento, como que num movimento de restauração do ciclo endógeno. Todavia esse padrão de crescimento é incompatível com a manutenção de elevados superávits comerciais, pelo menos quando se restabelecem as taxas de crescimento históricas.

2.2 - Restrições macroeconômicas ao crescimento

Para Moura da Silva (1984), a resposta da economia brasileira no curto prazo à política de ajustamento foi bastante positiva, tanto pelo aumento do coeficiente exportado quanto pela redução do coeficiente importado. De imediato abriu-se a possibilidade para retomar o crescimento, com base na ampliação do superávit e nos seus efeitos multiplicadores. A questão central contudo é a possibilidade de esse modelo de crescimento ser viável no longo prazo. Seus condicionantes, em última instância, são o desempenho do comércio internacional - que limita o crescimento das exportações - e a transferência de recursos reais que condiciona a capacidade de investimento.

Dito de outra maneira, uma vez ocupada a capacidade ociosa herdada do período recessivo, o crescimento dependeria essencialmente do aumento das exportações e da taxa de juros externa. O crescimento das exportações condicionaria o crescimento da produção corrente, enquanto a taxa de juros externa determinaria o montante da transferência de recursos reais e, por conseguinte, os limites ao crescimento do investimento. A atenuação da restrição à ampliação da FBKF poderia ser conseguida internamente pela elevação da taxa de poupança, vale dizer, pela redução da PmgC ou redução da relação capital/produto dos novos investimentos. Externamente, só a

redução da transferência de recursos reais - via diminuição da taxa de juros, aumento dos capitais de risco ou renegociação da dívida - poderia reduzir o constrangimento.

Para analisar as restrições macroeconômicas que a transferência de recursos ao exterior impõe ao crescimento, algumas das questões apontadas por Moura da Silva (op. cit.) são de grande pertinência, mas necessitam ser qualificadas. Admitindo-se que a poupança seja determinada pelo investimento - o que supõe a existência de um sistema de financiamento capaz de antecipar poder de compra aos capitalistas que se dispõem a realizar investimentos -, como podemos reformular as questões postuladas pelo autor? Mais propriamente, em uma economia forçada a transferir recursos para o exterior e que utiliza plenamente a sua capacidade, como se manifesta a contradição entre sustentação do crescimento (aumento da absorção doméstica) e preservação do superávit comercial?

Raciocinando com hipóteses extremas, no caso de o País exportar exclusivamente bens de capital, a transferência constitui uma subtração direta à capacidade de investimento. Se o País exporta apenas bens de consumo, a transferência tem impacto indireto - mas não menos importante - sobre o investimento, pois diminui a capacidade de importar, em particular bens de capital. Em ambos os casos, quando a economia atinge a plena utilização da capacidade produtiva instalada, a transferência de recursos

ao exterior diminui o potencial de crescimento. A única hipótese de inexistência de restrição seria o caso de o País exportar e importar apenas bens de consumo, tendo assim seu crescimento marginal reduzido.

Essa restrição macroeconômica pode ser agravada de duas maneiras. O aumento da relação capital/produto dos novos investimentos exigiria a destinação de parcela mais elevada do produto adicional para o investimento, com o fim de manter a mesma taxa de crescimento do produto. A redução da participação do superávit ou do consumo no produto adicional seria a condição para satisfazer essa restrição. Da mesma forma, a ampliação da propensão marginal a consumir implicaria a redução do superávit ou do investimento no produto adicional.

O primeiro aspecto a considerar no comportamento da absorção doméstica, vis-à-vis a preservação do superávit, se refere à taxa de investimento. Desde logo fica patente a existência de divergências entre a taxa de investimento medida a preços correntes e a medida a preços constantes. Nos anos 80, a taxa a preços constantes não só é inferior à taxa a preços correntes, como essa diferença tende a acentuar-se (Gráfico 2.1). Mais do que isso, as taxas mantêm o mesmo comportamento cíclico, de 1970 até 1986, apresentando a partir desse último ano desempenho radicalmente divergente.

A inversão na magnitude relativa das taxas tem um significado peculiar: o encarecimento do investimento na década dos 80. Do ponto de vista da questão que estamos tratando, o encarecimento do investimento tem importância crucial, pois significa a elevação da relação capital/produto. Esse fato é particularmente grave em uma economia obrigada a transferir recursos reais ao exterior, inviabilizando a sustentação do crescimento após a superação da fase de recuperação, quando a capacidade instalada é plenamente utilizada.

Para manter a mesma taxa de crescimento do produto da fase de recuperação, a taxa de investimento terá que se elevar substancialmente, o que aguça o trade-off entre o investimento e os demais componentes da demanda agregada, em especial com o superávit comercial. Essa restrição de caráter estrutural já se manifesta na rápida desaceleração do crescimento após 1986, quando o investimento começa a crescer a taxas elevadas, ocorrendo simultânea redução do superávit comercial.

O encarecimento do investimento é um ponto de extrema importância, uma vez que introduz uma restrição permanente ao crescimento sustentado. Merece, portanto, ser mais bem qualificado e analisado. A tendência para a elevação dos preços dos bens de capital nos anos 80 é inequívoca (ver Tabela 2.6). A raiz desse fenômeno está sem dúvida na limitação à capacidade para importar, decorrente

da restrição externa.⁽⁸⁾ O encarecimento dos bens de capital importados em razão da desvalorização da taxa real de câmbio, a substituição forçada de importações e a maior proteção aos produtores domésticos de bens de capital estão na origem dessa elevação de preços relativos.

Contudo convém destacar que, afóra a tendência estrutural para esse encarecimento, há um importante componente cíclico no comportamento dos preços relativos desses bens. Na recessão de 1981/83 o aumento dos preços relativos é intensificado, atenuando-se na recuperação entre 1984/86. A tendência estrutural, no entanto, permanece e aparece magnificada na desaceleração pós 1987.

Do ponto de vista da evolução cíclica, cabe notar que na recuperação, após o barateamento inicial, os preços relativos permanecem estáveis; nas fases recessivas, o encarecimento é cada vez mais intenso. Tudo leva a crer, portanto, que existe de fato uma rigidez à queda nas margens de lucro dos produtores de bens de capital nos momentos de expansão, associada a um viés aceleracionista nas fases recessivas. A redução da concorrência em razão da restrição à capacidade para importar e a substituição de importações forçada são fatores aos quais se deve agregar a percepção,

(8) A título de ilustração, os dados das contas nacionais mostram que o componente importado do investimento em máquinas e equipamentos cai de 17% em 1980, para 11% em 1985, e 9% em 1989.

por parte dos produtores, da insustentabilidade do crescimento, como determinante de tal comportamento.

A evolução dos preços relativos de cada componente do investimento nos anos 80 aduz importantes informações ao quadro anterior. Até 1986, enquanto os preços da construção civil têm um comportamento pró-cíclico, os das máquinas e equipamentos variam no sentido anticíclico. Isso explica porque ao longo do período o encarecimento do investimento não é ainda maior. Ou seja, o padrão cíclico de evolução dos preços relativos dentro do setor de bens de capital atenua a tendência para o encarecimento dos mesmos, mas não a elimina. Essa importante distinção é dissolvida a partir de 1987, acentuando a aceleração do aumento de preços relativos dos bens de capital (Tabela 2.6).

As constatações anteriores encontram explicação adicional nas estruturas de mercado dos produtores de meios de produção. No caso da construção civil, apesar da presença de cartéis importantes - cimento, vidros plano, fios e cabos e tintas -, há um peso significativo de setores competitivos. Isso explica porque os preços relativos tendem a variar pró-ciclicamente, mesmo com os setores concentrados atuando de forma contrária. Aliás é essa última razão que estabelece um patamar à baixa dos preços relativos do setor em períodos recessivos.

A partir de 1987, a continuidade do aumento dos preços relativos da construção civil ante a desaceleração

cíclica deve-se certamente à persistência do crescimento da demanda, que não é mais fruto do crescimento da renda mas da fuga de ativos financeiros para ativos reais . A ausência de uma política de controle de preços deve também ter sancionado expressiva elevação de margens dos setores concentrados, principalmente como estratégia preventiva em face da possibilidade de novos congelamentos de preços, que constituíram um dos principais instrumentos de política econômica utilizados na segunda metade da década.

No caso de máquinas e equipamentos, mantém-se a tendência anticíclica dos preços relativos, típica das estruturas oligopólicas, porém com maior intensidade. Ocorre, na verdade, uma mudança de comportamento na velocidade dos reajustes, que costumavam ser mais lentos em função da desaceleração ou da redução do crescimento. As experiências de congelamento devem ter afetado o padrão de reajuste de preços do setor, desencadeando aumentos de margens preventivos.

Do exposto, pode-se concluir que a tendência detectada para a elevação dos preços relativos dos bens de capital nos anos 80 guarda importante relação com a política econômica. Inicialmente, a política de ajustamento recessivo para viabilizar a transferência de recursos reais ao exterior significou simultaneamente a redução da concorrência externa e o encarecimento dos bens de capital importados em razão das desvalorizações reais do câmbio.

Posteriormente, mantida a restrição à capacidade para importar, as sucessivas experiências de congelamento de preços agravaram o problema ao determinarem o comportamento defensivo das margens de lucro dos produtores domésticos de bens de capital.

Do ponto de vista das restrições macroeconômicas, quando se examina o consumo, constata-se uma aparente contribuição ao processo de ajustamento, viabilizando a transferência de recursos reais. Os dados mostram o crescimento do mesmo inferior ao crescimento do produto, quando se toma o conjunto dos anos 80, indicando uma redução da propensão marginal a consumir. No entanto, é também perceptível a grande variabilidade do consumo, ou seja, a sua intensa aceleração/desaceleração no ciclo econômico que enseja bruscas variações na propensão marginal a consumir, como mostra a Tabela 2.1.

Os dados sobre o consumo na Região Metropolitana de São Paulo (Tabela 2.7), pelo seu nível de desagregação, podem ilustrar melhor o que ocorre nessa década. O crescimento é nulo para o total do consumo e ligeiramente negativo para a maioria das categorias de bens, à exceção de bens não-duráveis e autopeças. Contudo, fica também confirmada a intensa variabilidade do consumo em função do ciclo econômico. Como regra geral, observa-se que quanto maior a durabilidade do bem maior é a variação do seu consumo em função do ciclo econômico. Isso tem a ver com o

grau de essencialidade do bem, com as características da demanda - reposição concentrada no tempo para os bens duráveis - e, como veremos, com o quadro geral de instabilidade já referido.

Como seria de esperar, os dados mostram para o período 1981/1986 a determinação elevada do consumo de bens duráveis pelo ciclo econômico e a importância menor deste último no consumo de bens correntes e semiduráveis. A comparação do período recessivo (1981/83) com a recuperação (1984/86) permite confirmar que o consumo de não-duráveis, ao contrário dos duráveis, não sofre tanta influência da redução do nível de atividades. Já na recuperação o consumo de todas as categorias é pró-cíclico, embora com diferentes intensidades.⁽⁹⁾

O que os dados mostram, adicionalmente, é que a aceleração no crescimento do consumo após o período recessivo se deve, na sua maior parte, aos bens duráveis. Interessa assinalar, contudo, que isso se traduz na elevação da propensão marginal a consumir que, condicionada pelo elevado grau de liquidez financeira das famílias de alta renda e pela antecipação do consumo durante as fases de congelamento de preços, configura uma restrição

(9) O expressivo crescimento do consumo de bens não-duráveis na fase de recuperação está fortemente influenciado pelo choque agrícola de 1985 e pela elevação dos preços relativos dos alimentos em geral.

macroeconômica à manutenção do crescimento e à preservação do superávit comercial.

A dissociação do consumo de bens de maior durabilidade do ciclo econômico a partir de meados de 1987, com a continuidade do crescimento (apesar do declínio da renda), está inicialmente associada ao congelamento de preços do Plano Bresser e, posteriormente, a um processo hiperinflacionário mais aberto, no qual uma das principais características é a conversão de ativos financeiros em ativos reais. Para as famílias de mais alta renda isso significa a conversão de poupança financeira em bens de consumo de alto valor unitário. O expressivo crescimento das vendas de automóveis, em 1988, e de materiais de construção, em 1989, é bastante ilustrativo desse fenômeno (Tabela 2.7).

As intensas variações da propensão a consumir e sua drástica elevação na fase de recuperação podem ser atribuídas ao processo de ajustamento para a geração dos superávits comerciais, que, ao ter como um dos elementos centrais uma política monetária restritiva, acumulou nas mãos das camadas de alta renda uma considerável massa de riqueza financeira, com elevado grau de liquidez. Na recuperação, o crescimento da renda, associado à elevada disponibilidade de riqueza financeira por parte das famílias, induz a uma propensão maior a consumir, através da conversão de poupança financeira em consumo de bens duráveis. Os períodos de congelamento de preços apenas

magnificam esse movimento. Essa é sem dúvida uma importante restrição macroeconômica à preservação dos superávits comerciais após a fase de recuperação.

2.3 - A restrição cambial ao crescimento

As restrições macroeconômicas à compatibilização do crescimento sustentado com a transferência de recursos para o exterior ficaram patentes na análise anterior. A elevação da relação capital/produto e da propensão marginal a consumir, resultantes do ajuste para produzir os superávits comerciais, converteu-se em fator de exacerbação dessas restrições. Trata-se agora de examinar detalhadamente, e por outro ângulo, o mesmo problema. Ou seja, em que medida a obtenção desses superávits impõe uma restrição de natureza cambial ao crescimento, seja pela limitação da capacidade para importar, seja pela impossibilidade de aumentar a absorção doméstica sem reduzir as exportações.

A questão sobre a compatibilidade entre superávit comercial e crescimento sustentado é absolutamente central. Segundo Markwald (1988), existem duas concepções sobre o caráter do superávit comercial nos anos 80. Durante o período recessivo prevalecia a tese de que o superávit comercial tinha resultado da redução da absorção doméstica associada à mudança de preços relativos que acarretou a

redução absoluta das importações, combinada com expressivo crescimento das exportações. A partir da recuperação de 1984, a persistência do superávit ensejou o surgimento da tese do superávit estrutural. Vale dizer, como a recuperação não implicou a expansão significativa das importações, concluiu-se que sua redução se deveu a razões de ordem estrutural.

A idéia central da tese do superávit estrutural era a de que o processo de substituição de importações permitia à economia operar em níveis de atividades crescentes, sem alterações significativas na capacidade para importar. Na formulação mais radical de Castro e Souza (1985), admitia-se a possibilidade de geração de superávits mesmo com a eliminação da capacidade ociosa, ou seja, na fase de aceleração do ciclo. Essa concepção sobre o caráter do ajustamento estrutural realizado no período 1974/79 tem como uma das principais implicações negar a relevância do constrangimento cambial ao crescimento.

"Quanto ao primeiro obstáculo (redução da capacidade para importar), acreditamos haver demonstrado na primeira parte deste livro que a queda das importações verificada nos últimos anos reflete primordialmente a transformação ocorrida no aparelho produtivo interno. Assim sendo, o reduzido nível atual de importações não compromete o funcionamento da economia" (Castro e Souza, op.cit., p. 195).

Contestando a interpretação tradicional sobre a origem do superávit comercial , que teria sido fruto do controle dos gastos e das mudanças de preços relativos (ajustamento recessivo), os autores argumentam que as exportações cresceram mais do que o esperado e as importações se reduziram menos do que o previsto.

Quanto às importações, afirmam que, no início do processo de ajustamento, não só o coeficiente importado era muito baixo, como a quase totalidade da pauta era constituída por importações essenciais. A redução adicional das importações no período 1981/83 abrange os produtos que foram objeto dos programas do II PND e cujos projetos entram em funcionamento exatamente nesse período - metais não-ferrosos, produtos químicos, papel e celulose, fertilizantes e produtos siderúrgicos.

O argumento é parcialmente correto. Contudo, insiste em não considerar que tanto o aumento das exportações quanto a redução das importações tiveram um importante componente cíclico, ou seja , deveram-se ao fato de a economia doméstica estar em recessão. A questão é de extrema relevância e merece ser mais bem discutida.

O cálculo para o ganho de divisas dos principais projetos considera a diferença entre as importações virtuais líquidas e importações efetivas líquidas. Por esses cálculos conclui-se que o ganho de divisas é igual à diferença entre o nível de produção no ano t e no ano 0 . A

questão não ressaltada é que esse ganho se deveu tanto à redução das importações quanto à ampliação das exportações, sobre as quais o efeito cíclico é absolutamente indiscutível.

Seria mais correto dizer , como aliás sugerem os autores em algumas oportunidades, que com uma mesma capacidade para importar a economia pode operar em um nível de atividades mais elevado. Isso é verdadeiro como raciocínio de curto prazo, pois supõe um padrão tecnológico estável. Por outro lado, concluir que é possível obter saldos positivos em transações reais, mesmo com plena utilização da capacidade produtiva, significa admitir um grau homogêneo de utilização da capacidade produtiva entre setores exportadores e não-exportadores.

A crítica fundamental que se pode fazer a esse exercício é que ele trabalha com o grau médio de utilização da capacidade produtiva, desconsiderando portanto a dispersão. Em outras palavras, desconsidera a possibilidade de os setores responsáveis por parcela expressiva das exportações atingirem o teto da capacidade produtiva antes dos demais setores produtivos. Se isso ocorrer, a continuidade do crescimento da absorção doméstica implicará redução do superávit, através da redução das exportações ou do aumento das importações. Confrontemos pois essas possibilidades com as evidências empíricas.

A análise da balança comercial a partir dos dados de tendência (Gráfico 2.2) mostra três principais períodos durante a década: 1981/84, em que o superávit é resultado tanto do crescimento das exportações quanto da diminuição das importações, com maior peso para as últimas; no período seguinte, a partir do início de 1985, o saldo estabiliza-se para decrescer rapidamente em 1986. Como as importações se mantêm praticamente no mesmo patamar, acusando pequeno incremento, as variações do superávit foram predominantemente determinadas pelas oscilações das exportações; após 1987, a recuperação do saldo ocorre primordialmente em razão do crescimento das exportações, apesar do novo incremento no patamar das importações.⁽¹⁰⁾

Um exame mais acurado do superávit indica a existência de subperíodos que merecem avaliação precisa na sua associação com o ciclo econômico. Do início de 1981 até o começo de 1983, inverte-se o sinal da balança comercial num contexto de recessão doméstica. A redução das importações é primordial nessa mudança de sinal, pois há importante oscilação nas exportações, em boa medida resultante da recessão mundial do início da década.

(10) Uma exceção relevante diz respeito ao ano de 1989, pois estando as exportações estabilizadas, o superávit diminui em razão do aumento das importações. Esse ano é contudo bastante peculiar: encontrando-se a economia no limiar da hiperinflação, há expressiva conversão de ativos financeiros em ativos reais - inclusive estoques de matérias-primas e bens instrumentais sem similar nacional -, elevando o nível das importações.

No subperíodo seguinte - entre início de 1983 e final de 1984 -, o superávit é crescente, coincidindo com a drástica recessão de 1983 e o início da recuperação em 1984. Tanto a redução das importações quanto a ampliação das exportações contribuem para o aumento do saldo. Note-se, contudo, que a redução persistente das importações é o aspecto comum entre os dois subperíodos, estando inequivocamente associada à recessão doméstica e à incipiente recuperação de 1984.

No período seguinte, identificam-se várias fases distintas: do início de 1985 até meados de 1986, o valor do superávit é estável e, apesar da recuperação, tanto as exportações quanto as importações mantêm o patamar, o que só foi possível devido ao elevado grau de ociosidade pós-recessão. O decréscimo do saldo observado entre meados de 1986 e 1987, num contexto de aceleração cíclica, resulta na sua maior parte da redução das exportações. Quando ocorre a involução da absorção doméstica, a partir de meados de 1987, é o crescimento das exportações que explica a recuperação do superávit. Conclui-se, portanto, que a partir de meados da década as oscilações do superávit comercial, em função das flutuações da absorção doméstica, são predominantemente determinadas pelas variações das exportações.

A proposição de que a influência cíclica sobre o superávit ocorreu primordialmente por meio das exportações pode ser mais bem verificada através de uma análise

desagregada. No caso das exportações, as quantidades exportadas são o principal determinante do aumento do valor, compensando a evolução desfavorável dos preços, que caem sistematicamente entre 1980 e 1985 e se recuperam parcialmente em 1986 para um crescimento lento até 1989 (Tabela 2.8). Como a variação do *quantum* exportado guarda uma relação inversa com a variação da absorção doméstica - o que pode ser visto com nitidez nos anos de recessão intensa, como 1981 e 1983, ou de grande crescimento, como 1986 -, o efeito cíclico é nesse caso de importância central na determinação do valor das exportações. Essa oposição é atenuada em 1986, quando a queda do valor exportado só não é maior devido à substantiva melhoria de preços que, permanecendo após esse ano, contribui, também com a queda da absorção doméstica, para a rápida recuperação do valor das exportações e do superávit.

Nas importações, apesar de o fator cíclico ser importante, há outros elementos que afetam o valor importado. A redução mais importante deste último ocorre no período recessivo (1981/83), em razão da diminuição acentuada das quantidades, pois os preços permanecem em patamares elevados. A continuidade do declínio do valor importado durante os primeiros anos da recuperação deve-se à queda nos preços, já que as quantidades se estabilizam. No biênio correspondente ao auge da absorção doméstica (1986/87), a queda dos preços compensa a elevação das

quantidades importadas. Em resumo, embora o *quantum* importado guarde estreita relação com o ciclo, seu impacto no valor importado é significativamente alterado pelo movimento dos preços, indicando importante diferença em relação ao comportamento das exportações.

As questões anteriores adquirem ainda maior nitidez quando se analisam as importações e exportações segundo os principais grupos. O efeito cíclico menos pronunciado no caso das importações, notadamente na fase de recuperação, deve-se a um fator primordial: os combustíveis minerais (petróleo), além de uma redução da elasticidade renda, que atenua o crescimento do *quantum* importado, têm importante redução de preço, que até 1986 contribuiu para reduzir o valor importado. Como esse é o principal item da pauta de importações, explica-se por que essas têm comportamento cíclico menos pronunciado. A rigor, o declínio do preço do petróleo explica por que o crescimento da demanda doméstica não se traduziu em crescimento expressivo das importações totais. Note-se, por exemplo, que nos outros grupos, em especial nos bens de capital, o efeito cíclico é bastante intenso e não foi amenizado por uma evolução favorável dos preços (Tabela 2.9).

A avaliação das exportações por grupos principais demonstra uma evolução das exportações totais bem semelhante às exportações de manufaturados. A primeira razão

para tal está no peso crescente desses bens na pauta.⁽¹¹⁾ Por sua vez, é expressiva a correlação entre o ciclo doméstico e o valor das exportações de manufaturados, em especial com o *quantum* exportado. Este último, após crescer sistematicamente entre 1981 e 1984, declina em 1985/86, recuperando-se a partir de 1987. Nos demais grupos essa relação, embora presente, é bem menos intensa. Note-se, por exemplo, que o *quantum* exportado nos demais grupos continua crescendo ainda em 1985, no segundo ano da recuperação. Mesmo em 1986, a queda nos semimanufaturados é mais suave e só se apresenta intensa no caso dos básicos, por conta da quebra da safra agrícola (Tabela 2.10).

O que se pode concluir da análise anterior é que, no período de recuperação, a restrição cambial, em razão da maior absorção doméstica, não se manifesta com mais intensidade na evolução das importações porque o comportamento dos preços é favorável. É nas exportações, em particular na de manufaturados, que se pode avaliar com precisão a existência de um *trade-off* entre a continuidade do crescimento e a preservação do superávit comercial.⁽¹²⁾

(11) Dados da CACEX mostram que a participação dos manufaturados já era elevada em 1980 (45%), alcançando novo patamar no período recessivo, chegando em 1984 a 56% e oscilando em torno desse valor na segunda metade da década.

(12) Markwald (1988), analisando o período de recuperação (1984/86), chega às mesmas conclusões, propugnando a existência de severo *trade-off* entre crescimento da demanda doméstica e saldo comercial. O crescimento das importações, mas principalmente a redução das exportações seria responsável por essa incompatibilidade.

Tais conclusões não são compartilhadas por importantes interpretações do período, como, por exemplo, as de Castro e Souza (1988). Os autores reafirmam a sua posição do superávit estrutural, sustentando que mesmo quando do desaparecimento da capacidade ociosa o superávit poderia ser preservado. Para explicar a drástica diminuição do saldo comercial, após dois anos de recuperação, os autores usam como argumento central a velocidade de crescimento da demanda. Consideram que o crescimento da demanda pode exceder dentro de certos limites o crescimento do produto potencial, devido à utilização da capacidade ociosa. Contudo, quando esse crescimento é muito rápido e intenso, só com a utilização dos estoques ou a redução do saldo pode-se atender ao excesso de demanda.

Há dois aspectos básicos na argumentação dos autores, que são verdadeiros: em primeiro lugar parece inegável que o crescimento da demanda foi de fato muito rápido, notadamente pelo efeito riqueza desencadeado pelo Plano Cruzado. Como alertam os autores, em uma economia de pequeno grau de abertura ao exterior, esse fenômeno pode de fato implicar a redução substantiva do saldo. O que os autores não analisam em detalhe, contudo, é o nível de utilização da capacidade instalada, principalmente nos principais setores exportadores. Somente a persistência de capacidade ociosa nesses setores atestaria a veracidade de

suas teses; caso contrário, a velocidade de crescimento da demanda apenas teria antecipado um resultado inexorável.

O argumento que consideram decisivo para comprovar a sustentabilidade do saldo prende-se às magnitudes absolutas das exportações e importações: *".../ a sustentação de saldos comerciais em níveis semelhantes aos verificados em 1984/86 não constitui uma tarefa difícil para o País. Em tal caso, o superávit do balanço de bens e serviços atuaria como uma espécie de sobra de recursos reais a ser remetida a cada período ao exterior. A totalidade do crescimento do produto interno seria absorvida, como vimos, pelo consumo e investimento domésticos, enquanto as importações evoluiriam a um ritmo que, durante alguns anos, poderia manter-se próximo ao dobro do ritmo de crescimento das exportações"* (Castro e Souza, 1988, p. 105).

Esse raciocínio se fundamenta no cálculo aritmético em que as exportações, por representarem o dobro das importações, permitem o crescimento dessas últimas em duas vezes a taxa das primeiras, sem alterar o valor absoluto do saldo. De novo se despreza inteiramente o fato de as exportações, na fase de aceleração, diminuir radicalmente sua taxa de crescimento, pelo esgotamento da capacidade produtiva em importantes segmentos exportadores. Essa proposição é crucial e necessita ser mais bem avaliada.

Segundo dados do IPEA/IPLAN (1989), uma característica importante da indústria brasileira ao longo

dos anos 80 foi a sua maior inserção no mercado internacional, como resultado de uma dupla determinação: da competitividade real de alguns segmentos produtivos, mas também da estratégia adotada por determinados segmentos, de escapar do elevado grau de ociosidade resultante do sobredimensionamento de projetos do II PND e da recessão do início da década. Portanto essa inserção nem sempre foi realizada em bases competitivas, tendo como suporte incentivos e subsídios, deterioração da relação câmbio/salários, defasagem de preços e de tarifas públicos e possibilidade de subfaturamento das exportações.

Os dados do coeficiente médio anual de exportação/vendas (Tabela 2.11) mostram um coeficiente de abertura bastante diferenciado segundo os gêneros industriais. Pode-se constatar, também, que quanto maior o coeficiente exportado total anual, maior é a dispersão nos coeficientes exportados dos ramos produtivos. Isso significa que o grau de integração aos mercados externos é extremamente desigual e que seu impacto sobre os vários setores industriais é significativamente diferenciado.

A evolução anticíclica do coeficiente exportado é inquestionável, guardando estreita relação com as oscilações da absorção doméstica. Note-se, por exemplo, que ao longo da década o valor máximo do coeficiente exportado total é quase o dobro do valor mínimo. A análise por setores mostra que todos possuem grande sensibilidade ao

ciclo doméstico , porém com intensidade diferenciada. No pico do drive exportador, em 1984, os setores têm coeficientes exportados similares, mas no auge da absorção doméstica há uma redução expressiva e distinta desses coeficientes. O destaque é para o setor de bens intermediários, cuja variação do coeficiente exportado em função do ciclo doméstico é a mais pronunciada, seguindo-se os bens de consumo e os bens de capital.

A análise mais detalhada do coeficiente exportações/vendas nos principais gêneros industriais mostra que os ramos predominantemente produtores de bens intermediários têm aumento substantivo no grau de abertura no período recessivo e redução pronunciada na fase de recuperação. A variação do coeficiente exportado ao longo da década é espantosa. O caso das indústrias metalúrgica e química é paradigmático. No início da década, o coeficiente exportado era bem reduzido (6,8% e 3,5%, respectivamente). Com a entrada em operação dos projetos do II PND e a recessão doméstica, esses coeficientes se elevam rapidamente, atingindo o pico em 1984 (23,0% e 12,4%), sofrem expressiva redução na recuperação e voltam a ampliar-se no período seguinte.

Nos bens de consumo, o grau de abertura já é elevado no período recessivo e a sensibilidade cíclica, embora importante, é menos acentuada. Destaca-se contudo a queda do coeficiente exportado em dois gêneros exportadores

significativos - têxtil e fumo - durante a recuperação. Nos bens de capital, que também já têm coeficiente de exportação elevado, nota-se menor sensibilidade cíclica. Esses dados indicam que existe oposição inequívoca entre as exportações industriais e a absorção doméstica, bem mais intensa nos ramos produtores de bens intermediários e em alguns gêneros produtores de bens de consumo .

Os dados da Tabela 2.12, que indicam a utilização da capacidade instalada, reafirmam as conclusões anteriores. A evolução cíclica do grau de utilização leva a que, em 1986, sejam atingidos os níveis pré-recessão.⁽¹³⁾ Da mesma forma que o coeficiente exportado, a dispersão no grau de utilização aumenta nas fases recessivas e diminui na recuperação, indicando que o drive exportador afeta desigualmente a produção dos diversos setores .

Suzigan e Kandir (1985), ao analisarem a recuperação da produção industrial a partir do crescimento das exportações em 1984, apontam importantes questões. Já no início dessa recuperação e como reflexo do período anterior, a indústria apresenta elevado grau de dispersão nos níveis de utilização da capacidade produtiva, com graus maiores de utilização nos setores produtores de tradables e menores nos produtores de non-tradables. Destaca-se o setor de bens intermediários, com alto grau de utilização e coeficiente

(13) Dados desagregados da Tabela 2.12 indicam que o grau médio de utilização da capacidade em outubro de 1986 superou o de julho de 1980.

exportado - em especial metais não-ferrosos, siderurgia e celulose -, a indicar importante contradição em conciliar a continuidade do crescimento da absorção doméstica e as exportações.

Ainda de acordo com os dados da Tabela 2.12, o setor que apresenta menor redução na utilização da capacidade na fase recessiva é o de bens intermediários, traduzindo a importância do mercado externo como destino da produção. Por isso, durante a fase de recuperação, esse setor alcança rapidamente o teto da capacidade instalada, chegando a trabalhar seis meses com a capacidade produtiva praticamente esgotada, no último trimestre de 1986 e no primeiro de 1987. Nos demais setores, o problema existe mas é menos pronunciado. Não se apresentam, nos setores tomados de forma agregada, sinais de plena utilização, mesmo no auge do ciclo doméstico.

Nos gêneros predominantemente produtores de bens intermediários, a utilização da capacidade fica sistematicamente acima da média nas várias fases do ciclo e, além da sua variação menor, há segmentos onde a plena utilização é evidente, como no químico, metalúrgico e de papel e papelão. Nos bens de consumo, a pressão menor do ciclo doméstico não exclui a existência de importantes gêneros exportadores com capacidade virtualmente esgotada no pico da absorção doméstica, como é o caso do setor têxtil. Nos gêneros predominantemente produtores de bens de capital,

o problema não mostra relevância, com graus elevados de ociosidade mesmo no auge do ciclo.

A conclusão geral sobre os dados parece óbvia: o esgotamento da capacidade produtiva doméstica em face do crescimento da absorção interna ocorre na indústria de bens intermediários e em alguns segmentos de bens de consumo, exatamente os que possuem elevado coeficiente de exportação. O trade-off, portanto, revela-se mais intenso e localizado do que os dados médios levam a crer.

A assertiva anterior invalida a argumentação de Castro e Souza (op. cit.), de que o declínio das exportações na recuperação de 1984/86 se deveu sobretudo à velocidade de crescimento da absorção doméstica. Isso teria impedido a recuperação progressiva da utilização da capacidade produtiva, desviando exportações para o mercado interno. Como demonstrado, isso ocorreu porque importantes setores exportadores - em particular o de bens intermediários - esgotaram a capacidade ociosa, tornando impraticável manter o volume exportado sem ampliação da capacidade produtiva.

A compressão da demanda doméstica e a recuperação do superávit comercial iniciada em meados de 1987 implicaram a rápida recuperação dos coeficientes exportados, porém se mostraram incapazes de dinamizar o conjunto da economia e de reverter a tendência estagnacionista. A grande expansão do comércio internacional, que possibilitou alcançar elevado saldo na

balança comercial, não foi suficiente para fazer crescer a produção industrial como um todo, reduzindo consideravelmente o grau médio de utilização da capacidade instalada.

O crescimento do superávit, apesar de evitar o aprofundamento da recessão doméstica, sugere que os efeitos multiplicadores do saldo foram significativamente reduzidos. Há razões estruturais e conjunturais para que isso tenha ocorrido. Do ponto de vista estrutural, a rápida recuperação do coeficiente exportado dos gêneros produtores de bens intermediários indica a consolidação da importância desses bens na pauta de exportações.⁽¹⁴⁾ Essas exportações, bem como as dos complexos agroalimentares, apesar do impacto positivo sobre o nível de atividades, possuem menor encadeamento com os demais setores produtivos domésticos.

Há fatores conjunturais que contribuem para a importante redução da demanda doméstica em 1987 e 1988. A rápida aceleração inflacionária após o fracasso do Plano Cruzado e a reindexação dos ativos financeiros induziram, num primeiro momento, a uma queda da propensão a consumir. Do ponto de vista do investimento, o excelente desempenho do

(14) A esse respeito convém assinalar que nos gêneros produtores de bens intermediários, ao contrário dos demais, a rápida conversão do destino da produção, através do aumento do coeficiente exportado, é acompanhada da manutenção de elevado grau de utilização da capacidade produtiva instalada.

setor exportador foi insuficiente para motivar a elevação da taxa agregada de investimento.

Em conclusão, temos que a partir de meados de 1987 a economia brasileira retorna à sua tendência estrutural de estagnação. No quadro de profunda instabilidade decorrente da aceleração inflacionária, já num patamar elevadíssimo, nem mesmo a obtenção de mega-superávits é capaz de levar à recuperação da produção corrente destinada ao mercado doméstico. Os movimentos especulativos entre ativos reais e financeiros passam a ser o determinante das variações do nível de atividades que, por isso mesmo, adquire caráter errático, explicando, por exemplo, o crescimento do PIB e da absorção doméstica em 1989.

As inconsistências e os percalços do drive exportador já eram indicados pelo IPEA/INPES (1985), segundo o qual a política industrial desde o início da década esteve subordinada à política macroeconômica de geração de superávits comerciais, consubstanciada em três pontos: na promoção de exportações via política cambial agressiva, subsídios e incentivos; no controle de importações por meio de barreiras não-tarifárias; e na substituição de insumos energéticos importados. Decorreram daí alguns problemas importantes, que persistiram ao longo da década, como desequilíbrios setoriais no grau de utilização de capacidade, atraso tecnológico em razão dos limites à

capacidade para importar, concessão de incentivos e subsídios, bem como grau de proteção à indústria, de forma desordenada e redundante.

Sobre a possibilidade de manter a competitividade das exportações industriais, o IPEA/IPLAN (1989) alerta para a insuficiência dos investimentos em uma década caracterizada por rápidas transformações no plano internacional. A insuficiência de investimentos é atribuída aos sucessivos fracassos dos programas de estabilização após 1979 - portanto, à ausência de expectativas de longo prazo - e ao caráter crescentemente rentista das grandes empresas, caracterizado por uma crescente participação dos ativos financeiros no seu patrimônio.

Tabela 2.1

BRASIL

AGREGADOS MACROECONÔMICOS A PREÇOS CONSTANTES

(VARIÁÇÕES E COMPOSIÇÃO)

1981/89

A N D S	PIB	CONSUMO (1)			FBCF		EXPORTAÇÃO		IMPORTAÇÃO		SALDO	IRT (2)
	VAR.	VAR.	(%)	VAR.	(%)	VAR.	(%)	VAR.	(%)	(%)	(%)	
	ANUAL	ANUAL		ANUAL		ANUAL		ANUAL				
	(%)	(%)	(%)	(%)		(%)		(%)				
1981	(4,0)	(5,7)	77,8	(12,3)	21,1	21,3	11,5	(12,3)	10,4	1,1	(1,8)	
1982	1,1	3,6	79,8	(6,2)	19,5	(9,2)	10,4	(6,0)	9,7	0,7	(1,8)	
1983	(3,5)	(4,3)	79,1	(16,3)	16,9	14,3	12,3	(17,4)	8,3	4,0	(2,2)	
1984	5,1	2,7	77,3	0,2	16,1	22,0	14,2	(3,0)	7,6	6,6	(1,7)	
1985	8,3	7,0	76,3	12,2	16,7	7,0	14,1	0,1	7,0	7,0	(1,6)	
1986	7,6	9,7	77,7	22,2	19,0	(10,6)	11,7	28,6	8,4	3,3	0,5	
1987	3,6	1,5	76,2	(0,4)	18,3	19,2	13,4	(2,9)	7,9	5,6	(0,9)	
1988	(0,5)	(1,3)	75,3	(7,2)	17,3	13,1	15,2	(1,1)	7,8	7,4	(0,1)	
1989	3,2	3,9	76,0	1,2	16,7	5,1	15,6	8,9	8,3	7,3	(1,9)	
MEDIA												
1981/89	2,2%	1,8%	77,3%	-1,4%	18,0%	8,5%	13,1%	-1,3%	8,4%	4,8%	-1,3%	
1981/83	-2,1%	-2,2%	78,4%	-11,7%	19,0%	8,0%	11,9%	-12,0%	9,3%	2,6%	-2,0%	
1984/86	7,0%	6,4%	77,5%	11,2%	17,6%	5,3%	13,0%	7,7%	8,0%	4,9%	-0,6%	
1987/89	2,1%	1,3%	75,8%	-2,2%	17,4%	12,3%	14,7%	1,5%	8,0%	6,7%	-1,0%	

FONTE: FIBGE - Departamento de Contas Nacionais.

(1) A partir de 1985 a variação de estoques está incluída no consumo.

(2) Influência das relações de troca.

Tabela 2.2

BRASIL

VARIACAO E COMPOSICAO DA FBCF SEGUNDO SEGMENTO (1)

1981/89

ANOS	(2)						
	TOTAL	C O N S T R U C A O		MAQUINAS E EQUIPAMEN		OUTROS (2)	
	VAR.	VAR.	PART.	VAR.	PART.	VAR.	PART.
1981	(12,3)	(6,0)	64,9	(21,9)	31,8	(24,1)	3,4
1982	(6,2)	(1,3)	68,3	(14,0)	29,1	(28,1)	2,6
1983	(16,3)	(14,2)	70,0	(22,8)	26,9	1,7	3,1
1984	0,2	(0,6)	69,4	8,8	29,2	(53,5)	1,4
1985	9,5	7,1	67,8	12,5	30,0	70,0	2,2
1986	22,8	18,4	65,4	28,8	31,4	82,7	3,3
1987	(1,1)	1,1	66,8	(3,2)	30,7	(23,3)	2,6
1988	(4,8)	(2,9)	68,1	(9,3)	29,3	(5,1)	2,6
1989	1,3	3,3	69,5	(3,4)	27,9	1,6	2,6
MEDIA							
1981/89	-1,4%	0,2%	67,8	-4,0%	29,6	-5,6%	2,7
1981/83	-11,7%	-7,3%	67,7	-19,7%	29,3	-17,8%	3,0
1984/86	10,5%	8,0%	67,5	16,4%	30,2	13,0%	2,3
1987/89	-1,6%	0,4%	68,1	-5,4%	29,3	-9,6%	2,6

FONTE : FIBGE. Contas Nacionais Consolidadas.

(1) Dados deflacionados pelos deflatores implícitos da Conta de Capital.

(2) Inclui matas plantadas, novas culturas permanentes e animais reprodutores importados.

Tabela 2.3

BRASIL

INVESTIMENTO POR AGENTE (1)

1981/89

(taxa de var. anual)

PERIODO	TOTAL	SETOR PROD. ESTATAL		ADM. PUBLICA		SETOR PRIVADO		OUTROS (2)	
	VAR.	VAR.	PART.	VAR.	PART.	VAR.	PART.	VAR.	PART.
1981/89	-1,4%	-7,4%	17,8%	0,1%	12,5%	0,0%	66,9%	-5,6%	2,8%
1981/83	-11,7%	-10,8%	22,2%	-12,6%	10,8%	-11,5%	64,0%	-17,8%	3,0%
1984/86	10,5%	-1,0%	17,5%	29,4%	14,0%	10,2%	66,1%	13,0%	2,4%
1987/89	-1,6%	-10,1%	13,5%	-16,5%	13,4%	2,6%	70,6%	-9,6%	2,6%

FONTE: FIBGE e SEST.

(1) Dados deflacionados pelo deflator implícito da Conta de Capital.

(2) Inclui matas plantadas, novas culturas permanentes e animais reprodutores importados.

Tabela 2.4

BRASIL

PIB SETORIAL

1981/89

Taxas de crescimento(%)

PERIODOS:	AGROPECUARIA				INDUSTRIA						
	TOTAL	TOTAL	PRODUCAO		TOTAL	EXTRAT. MINERAL	TRANSF.	CONSTR.	SERV. IND. UTIL.PUBL.		
			VEGETAL							ANIMAL	
1981/89	2,5%	3,1%	3,4%	2,4%	1,1%	7,2%	0,8%	0,1%	6,7%		
1981/83	-1,6%	2,4%	1,4%	3,9%	-5,4%	6,4%	-5,7%	-7,8%	5,8%		
1984/86	7,4%	1,5%	3,3%	-1,7%	9,0%	14,5%	8,5%	10,3%	10,2%		
1987/89	2,0%	5,5%	5,4%	5,3%	0,2%	1,2%	0,1%	-1,2%	4,1%		

FONTE : FIBGE. Contas Nacionais Consolidadas.

Tabela 2.5

BRASIL

PRODUCAO INDUSTRIAL POR CATEGORIA DE USO

1981/89

(variação total %)

CATEG. DE USO	A N O S	1981	1981	1982	1983	1981	1984	1985	1986	1984	1987	1988	1989	1987
		/89				/83				/86				/89
BENS DE CAPITAL		(6,9)	(19,2)	(15,2)	(19,3)	(53,6)	14,7	12,3	22,1	49,1	(1,7)	(2,0)	1,4	(2,3)
BENS INTERM.		17,0	(11,1)	2,7	(3,0)	(11,4)	10,3	7,2	9,4	26,8	1,1	(2,3)	2,7	1,5
BENS DE CONSUMO		15,7	(3,9)	3,1	(3,9)	(4,7)	0,2	9,0	10,8	20,0	0,2	(3,5)	3,7	0,4
DURAVEIS		8,2	(24,9)	8,0	(0,8)	(17,8)	(7,5)	15,1	20,5	28,2	(5,1)	0,5	2,5	(2,1)
N. DURAVEIS		18,1	1,1	2,1	(4,6)	(1,4)	1,9	7,9	8,5	18,3	1,5	(4,4)	4,0	1,1

FONTE: FIBGE.

Tabela 2.6

BRASIL

DEFLADORES IMPLICITOS DO PIB E DA CONTA DE CAPITAL

1970/89

(1980 = 100)

A N O S	RELAÇÕES ENTRE DEFLADORES IMPLICITOS		
	FBCF	CONSTRUÇÃO	MAQ. E EQUIP.
	PIB	PIB	PIB
1970	92,5	90,7	92,6
1971	92,8	92,8	94,4
1972	90,8	90,7	92,4
1973	86,2	89,0	82,7
1974	88,7	94,0	81,6
1975	90,7	95,4	84,6
1976	89,5	94,0	83,8
1977	90,5	92,4	87,5
1978	94,6	93,0	97,3
1979	102,3	105,3	96,6
1980	100,0	100,0	100,0
1981	109,4	106,6	115,2
1982	110,3	106,8	118,4
1983	107,3	102,2	120,3
1984	103,9	100,9	111,1
1985	103,4	103,8	102,7
1986	101,9	110,1	84,9
1987	124,8	134,2	104,2
1988	134,0	132,0	138,6
1989	148,9	152,5	139,8
MEDIA			
1970/80	92,6	94,3	90,3
1981/89	116,0	116,6	115,0
1981/83	109,0	105,2	118,0
1984/86	103,1	104,7	99,5
1987/89	135,9	139,6	127,5

FONTE: FIBGE - Departamento de Contas Nacionais.

Tabela 2.7

REGIÃO METROPOLITANA DE SÃO PAULO
FATURAMENTO REAL DO COMÉRCIO VAREJISTA

1981/89

ANOS	Variação (%)						
	CONCESS. VEÍCULOS	AUTOP. E ACESSÓRIOS	MATER. CONSTR.	BENS DURÁVEIS	BENS SEMIDUR.	BENS NÃO DURÁVEIS	COMÉRCIO GERAL
1981	(36,1)	(29,8)	(18,5)	(21,5)	(3,9)	0,7	(15,6)
1982	(3,2)	4,7	(4,0)	7,0	9,9	15,5	6,9
1983	0,1	4,7	(6,0)	(13,1)	2,5	(8,9)	(5,2)
1984	(11,3)	23,9	(16,2)	(6,9)	(10,3)	9,7	(4,0)
1985	36,3	28,5	4,3	4,7	16,1	21,8	17,7
1986	11,2	31,0	25,7	26,7	9,0	15,7	16,8
1987	(33,4)	(14,2)	(32,5)	(28,1)	(23,1)	(18,7)	(24,5)
1988	29,9	1,8	(13,6)	(11,8)	8,4	(17,0)	(3,4)
1989	5,7	2,7	12,1	(5,1)	(7,4)	16,8	4,5
PERÍODOS	variação total (%)						
1980/89	(0,1)	5,9	(5,4)	(5,3)	0,1	4,0	(0,8)
1981/83	(13,0)	(6,8)	(9,5)	(9,2)	2,8	2,5	(4,6)
1984/86	12,1	27,8	4,6	8,1	4,9	15,8	10,1
1987/89	0,7	(3,3)	(11,3)	(15,0)	(7,4)	(6,3)	(7,8)

FONTE: FCESP.

Tabela 2.8

BRASIL

EXPORTAÇÕES E IMPORTAÇÕES GLOBAIS

ÍNDICES DE PREÇO, QUANTIDADE E VALOR

1980/89

(1980 =100)

A N O S	EXPORTAÇÃO			IMPORTAÇÃO		
	P	Q	V	P	Q	V
	1980	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
1981	94,4	120,4	113,6	111,0	86,1	95,5
1982	88,8	109,9	97,5	107,3	79,1	84,9
1983	83,2	125,7	104,5	101,8	66,1	67,3
1984	85,0	153,9	130,9	96,3	63,5	61,2
1985	80,4	163,2	131,1	90,9	62,6	56,9
1986	86,0	134,2	115,4	72,0	82,6	59,4
1987	86,0	155,9	134,1	78,7	80,9	63,6
1988	94,4	183,6	173,3	86,0	71,3	61,3
1989	96,3	178,9	172,3	92,1	83,5	76,9

FONTE : BACEN - Relatório Anual 1989.

Tabela 2.9

BRASIL

INDICES DE PREÇO, QUANTIDADE E VALOR DAS IMPORTAÇÕES

1980/89

(1980 = 100)

ANOS	COMBUSTIVEIS MINERAIS			MATERIAS PRIMAS			BENS DE CONSUMO			BENS DE CAPITAL		
	(Q)	(P)	(V)	(Q)	(P)	(V)	(Q)	(P)	(V)	(Q)	(P)	(V)
1980	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
1981	95	117	111	75	108	81	68	111	75	93	99	92
1982	92	111	103	66	100	66	67	114	76	63	118	75
1983	87	97	84	50	100	50	61	98	60	55	105	57
1984	81	89	72	62	86	53	66	80	53	68	72	49
1985	72	84	61	58	90	52	66	91	60	74	76	57
1986	80	43	35	91	81	74	214	65	138	91	87	79
1987	88	53	46	81	89	72	130	77	101	74	122	90
1988	92	38	35	52	137	72	73	125	91	62	154	96
1989	87	50	43	60	159	95	163	119	194	63	164	104

FONTE: CACEX.

Tabela 2.10

BRASIL

INDICES DE PREÇO, VALOR E QUANTIDADE DAS EXPORTAÇÕES

1980/89

(1980=100)

ANOS	BASICOS			SEMIMANUF.			MANUFATURADOS		
	(Q)	(P)	(V)	(Q)	(P)	(V)	(Q)	(P)	(V)
1980	100	100	100	100	100	100	100	100	100
1981	112	94	105	95	95	90	153	86	132
1982	107	91	97	81	76	61	166	68	114
1983	98	101	101	113	67	76	227	55	125
1984	117	88	103	166	73	120	299	56	168
1985	121	83	101	188	63	117	277	56	156
1986	112	77	86	179	59	106	233	59	137
1987	119	79	95	203	67	135	236	70	164
1988	140	79	111	250	83	208	296	72	213
1989	138	82	113	302	82	247	231	89	206

FONTE: CADEX.

Tabela 2.11

BRASIL

MÉDIA ANUAL DO COEFICIENTE EXPORTAÇÕES/VENDAS

1980/89

SETORES/ GÊNEROS	ANOS	8 0	8 1	8 2	8 3	8 4	8 5	8 6	8 7	8 8	8 9	MAX.	MIN.
GERAL		8,7	10,0	9,0	12,4	15,3	14,6	11,5	11,9	14,2	14,7	15,3	8,7
- SETORES													
Bens de Consumo		9,9	11,2	9,2	11,8	14,6	14,9	11,2	12,8	13,1	13,0	14,9	9,2
Bens de Capital		14,7	17,6	15,2	18,2	18,2	16,8	15,3	16,2	22,3	21,3	22,3	14,7
Mat. de Constr.		5,4	5,5	4,5	6,7	7,5	6,4	5,0	4,8	6,6	6,9	7,5	4,5
Dutr. Prod. Intern.		6,8	8,4	8,3	12,3	16,1	14,7	11,5	10,7	13,4	14,8	16,1	6,8
- GÊNEROS INDUST.													
Prod. Min. N. Metal		3,2	3,0	1,9	2,4	3,8	3,8	4,3	4,1	6,4	6,1	6,4	1,9
Metalurgica		6,8	8,9	9,8	19,4	23,0	21,9	18,9	19,5	24,2	26,5	26,5	6,8
Mecanica		11,1	11,7	9,1	11,6	11,1	11,6	9,5	9,4	15,3	16,7	16,7	9,1
Mat. Elet. e Comun.		6,4	6,0	4,5	6,4	7,6	6,2	5,0	5,0	5,4	6,0	7,6	4,5
Mat. de Transporte		16,6	21,8	18,8	22,4	23,4	23,7	19,1	23,9	23,7	20,8	23,9	16,6
Madeira		19,1	21,0	16,5	26,9	31,9	23,0	16,2	19,6	25,5	24,2	31,9	16,2
Mobiliario		2,6	2,1	1,4	2,3	4,3	4,0	5,2	3,0	3,6	4,1	5,2	1,4
Cel., Pap. e Papelao		17,9	18,2	16,6	24,2	29,9	22,6	22,3	24,4	24,5	25,0	29,9	16,6
Borracha		6,4	4,7	4,4	7,4	13,2	14,2	10,0	8,6	14,9	16,8	16,8	4,4
Couros e Peles		26,2	26,3	18,6	24,2	22,0	16,3	10,7	23,0	26,9	28,7	28,7	10,7
Quimica		3,5	6,1	6,6	8,6	12,4	12,2	8,2	4,5	7,5	8,7	12,4	3,5
Prod. Fara. e Veter.		2,6	4,0	1,8	1,4	2,6	3,3	2,8	3,2	7,4	7,6	7,6	1,4
Perf., Sabao, Det.		1,3	2,9	1,1	0,3	0,5	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	2,9	0,3
Glic., Velas													
Prod. de Mat. Plast.		1,6	2,1	1,3	1,6	2,2	1,5	1,7	1,8	3,2	3,5	3,5	1,3
Industria Textil		10,6	10,4	8,7	12,6	15,8	11,8	8,9	11,1	12,3	12,8	15,8	8,7
Vest. Calç. e A. Tec.		13,1	15,3	13,9	16,4	23,2	23,7	17,4	20,6	18,8	18,4	23,7	13,1
Bebidas		0,9	0,8	0,5	1,0	1,9	1,1	0,5	19,6	17,6	17,1	19,6	0,5
Fumo		7,7	10,7	13,5	18,7	20,4	10,8	18,9	5,4	0,7	0,9	20,4	0,7
Editorial e Grafica		1,6	1,4	1,1	0,9	0,6	0,4	0,6	4,9	4,6	4,2	4,9	0,4
Diversos		8,8	12,1	7,1	4,5	7,0	4,3	4,0	1,4	0,4	0,4	12,1	0,4
MEDIA	-->	8,4	9,5	7,8	10,6	12,8	10,8	9,2	10,6	12,2	12,4	12,8	7,8
VALOR MAXIMO	-->	26,2	26,3	18,8	26,9	31,9	23,7	22,3	24,4	26,9	28,7	31,9	18,8
VALOR MINIMO	-->	2,6	2,1	1,4	2,3	3,8	3,8	4,3	3,0	3,6	4,1	4,3	1,4
DESVIO PADRAO	-->	6,9	7,4	6,3	9,0	10,0	8,4	7,0	8,4	9,1	9,2	10,0	6,3

FONTE: FGV, SONDAJEM CONJUNTURAL.

Tabela 2.12

BRASIL

NIVEIS DE UTILIZAÇÃO DA CAPACIDADE INSTALADA

- INDUSTRIA DE TRANSFORMAÇÃO -

1980/89

ITENS \ ANOS	8 0	8 1	8 2	8 3	8 4	8 5	8 6	8 7	8 8	8 9	MAX.	MIN.
GERAL	84	78	76	73	74	78	83	81	80	81	84	73
- SETORES												
Bens de Consumo	84	74	74	74	72	77	81	77	76	78	84	72
Bens de Capital	82	74	65	56	61	67	76	76	75	76	82	56
Mat. de Constr.	88	82	80	71	68	72	77	78	76	74	88	68
Dutr. Prod. Interna.	88	80	80	79	81	83	86	87	86	86	88	79
- GENEROS INDUST.												
Prod. Min. N. Metal	90	85	82	75	68	70	78	81	80	76	90	68
Metalurgica	90	81	76	77	84	87	87	85	85	88	90	76
Mecanica	80	73	66	60	63	72	79	76	75	76	80	60
Mat. Elet. e Comun.	80	72	72	68	68	76	81	81	75	74	81	68
Mat. de Transporte	87	71	64	63	64	68	78	72	76	77	87	63
Madeira	86	77	80	72	76	79	84	81	78	83	86	72
Mobiliario	80	73	76	70	69	77	86	75	72	74	86	69
Cel., Pap. e Papelao	91	87	88	85	88	88	90	90	88	89	91	85
Borracha	95	82	77	70	77	84	88	89	88	84	95	70
Couros e Peles	78	71	77	77	73	74	75	72	76	74	78	71
Quimica	89	81	81	82	81	82	84	88	86	87	89	81
Prod. Farm. e Veter.	83	80	78	78	79	78	84	84	82	81	84	78
Perf., Sabao, Det.	89	85	83	75	74	76	81	84	80	77	89	74
Glic., Velas												
Prod. de Mat. Plast.	82	72	74	67	65	71	83	78	71	77	83	65
Industria Textil	90	82	84	80	80	88	91	88	87	89	91	80
Vest. Calç. e A. Tec.	88	84	84	83	79	82	86	84	84	88	88	79
Prod. Alimentares	76	74	73	73	73	76	74	74	71	73	76	71
Bebidas	85	83	81	79	78	77	84	79	81	86	86	77
Fumo	83	82	78	70	68	76	87	92	93	77	93	68
Editorial e Grafica	73	75	77	75	72	75	82	79	74	81	82	72
Diversos	84	79	76	73	72	85	89	90	81	86	90	72
MEDIA -->	84,7	78,4	77,4	73,7	73,7	78,0	83,3	81,8	79,9	80,7	86,4	72,2
VALOR MAXIMO -->	95,3	87,0	88,3	85,3	87,8	87,8	91,0	92,3	93,3	89,0	95,3	85,3
VALOR MINIMO -->	73,3	71,0	63,5	59,5	63,3	67,5	74,3	71,5	70,5	72,8	76,0	59,5
DESVIO PADRAO -->	5,4	5,0	5,7	6,3	6,5	5,7	4,6	6,0	6,2	5,5	4,9	6,1

FONTE: FGV. SONDA GEM CONJUNTURAL.

GRAFICO 2.1 – TAXA DE INVESTIMENTO

FBCF/PIB em %

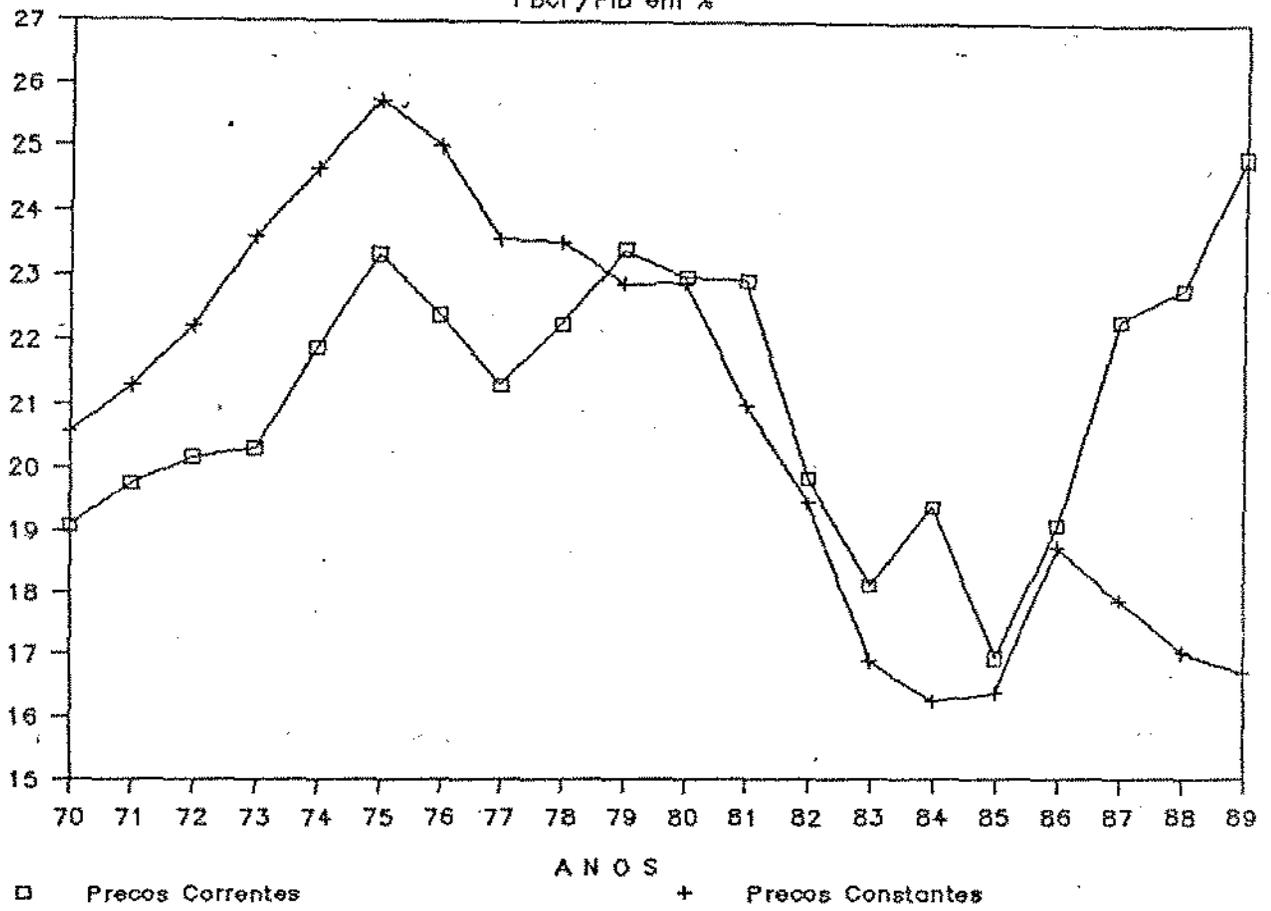
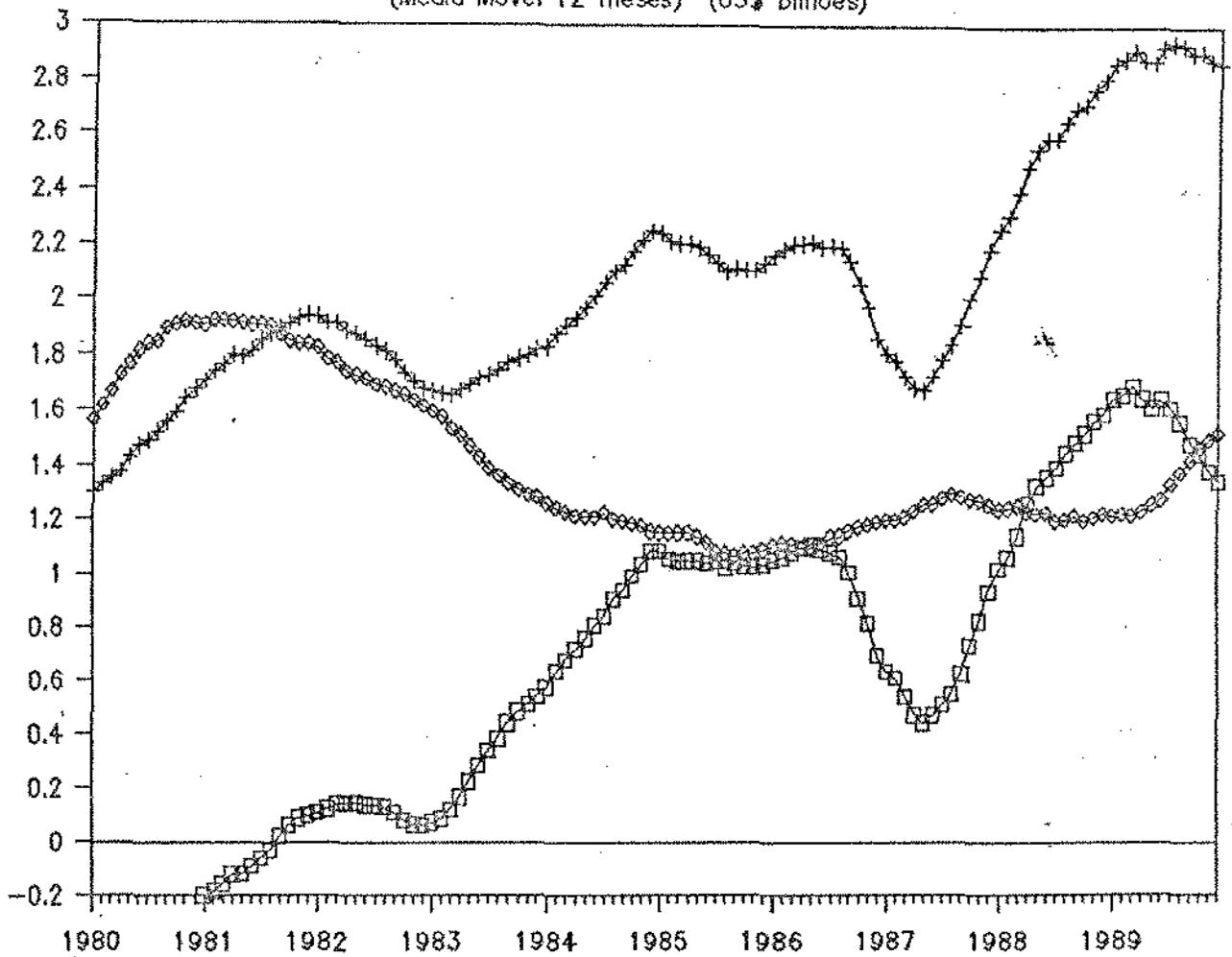


GRAFICO 2.2—BALANCA COMERCIAL DO BRASIL

(Média Móvel 12 meses) (US\$ bilhões)



□ Saldo Bal.Com.

+ Export.

◇ Import.

CAPÍTULO 3 - O FINANCIAMENTO EXTERNO

A importância do financiamento externo na economia brasileira foi decisiva durante o período de crescimento acelerado, após 1964. A crise dos anos 80, que ocorre em um contexto de exaustão desse padrão de financiamento, é em larga medida resultante dessa ruptura. Ao examinarmos de forma mais detalhada a questão neste capítulo, procuraremos inicialmente reconstituir as razões e os mecanismos desse endividamento, e seu posterior estancamento, para analisar, no capítulo seguinte, seus impactos sobre o financiamento doméstico, em particular do setor público.

A justificativa para a formação e a expansão da dívida só pode ser encontrada na esfera das relações financeiras do País com o resto do mundo, uma vez que não foi determinada integralmente pelo hiato de recursos reais. Isso pode ser comprovado pelo significativo aumento das reservas internacionais ao longo dos anos 70, que representam poder de compra não-utilizado em moeda estrangeira.

Há dois aspectos relevantes nessas relações financeiras: o primeiro é externo e diz respeito à grande expansão de liquidez internacional no período ou, mais precisamente, à grande expansão do capital financeiro em escala internacional. O outro é doméstico e se refere à

combinação do crescimento econômico com a atrofia do sistema financeiro, incapaz de atender à demanda crescente de crédito de longo prazo, desviada em grande parte, por essa razão, para os financiamentos externos.

Do ponto de vista doméstico, observamos o papel extremamente relevante do Estado na centralização de fundos e no fornecimento de crédito de longo prazo. A partir das reformas de 1964/66, os fundos de poupança compulsória administrados pelo Estado por meio de agências como o BNH, BNDES e BB, que proporcionam crédito a taxas favorecidas para a acumulação de capital, constituem a base do crédito doméstico de longo prazo. Externamente, é atribuído um papel decisivo à ampliação das facilidades de obtenção de financiamentos externos, diretamente pelas grandes empresas ou por repasses bancários.

A propósito desse último aspecto, Davidoff Cruz (1984) enfatiza a institucionalização de canais de ingresso de capitais de empréstimo, pela Lei nº 4 131/62, regulamentada pela Lei n. 4 390/64, e a Resolução nº 63, de 1967. O primeiro instrumento foi de grande relevância para a captação direta de financiamentos externos pelas grandes empresas, em especial pelas multinacionais. Suas vantagens em relação ao crédito doméstico estavam não só nos juros mais baixos como também nos prazos mais longos. Nesse sentido, esse tipo de crédito substitui aquele que deveria ser provido internamente pelos bancos de investimento. Já as

operações 63 constituíam basicamente operações de repasse e representavam uma forma de captação do sistema financeiro privado bem superior aos instrumentos domésticos - depósitos a vista e principalmente a prazo -, além de reduzirem substantivamente os riscos do sistema bancário que, dessa forma, exercia a função de "corretor" da dívida externa.

O setor bancário doméstico participa desse processo como ator privilegiado, sendo o principal repassador dos fundos oriundos do Estado ou de empréstimos externos. Embora solidário quanto ao risco do crédito, o setor de intermediação financeira desobriga-se da constituição de fundos para financiar empréstimos de longo prazo, o que reduz substancialmente o seu risco e vinculação com a valorização produtiva. (15)

A rigor, a utilização excessiva de financiamentos externos só pode ser entendida pela conjunção de interesses entre o capital financeiro internacional e o doméstico, como sugere Zini Jr. (1982). As operações de endividamento proporcionavam a esses segmentos lucros elevados, ao mesmo tempo em que eximiam o setor financeiro doméstico de constituir funding de longo prazo, captando recursos em termos reais. O desvio de parcela expressiva da

(15) Um ponto central assinalado por Tavares (1983) é que o Estado cumpre passivamente o papel de capital financeiro ao centralizar elevados montantes de poupança financeira. Contudo, exatamente por essa razão, torna desnecessário o desenvolvimento de formas superiores de organização do capital.

demanda de crédito para o exterior constituiu, assim, a linha de menor resistência buscada pelo sistema financeiro que, para isso, contou com o aval da política econômica.

Uma outra contribuição à análise das razões do endividamento externo da economia brasileira no período recente pode ser encontrada no trabalho de Castro e Souza (1985). A sua tese central procura negar a teoria convencional que associa os déficits externos à necessidade de poupança adicional. Distingue, portanto, o hiato de poupança, que caracterizaria insuficiência da poupança interna, do hiato de divisas. Este último poderia existir apesar da suficiência da poupança doméstica, devido à necessidade de recursos externos para fazer face às importações determinadas por falhas na estrutura industrial.

Em outras palavras, apesar de não existir excesso de investimento sobre a poupança doméstica, as falhas na estrutura industrial determinariam um déficit em transações reais ou um hiato de divisas. Essa crítica à concepção dos dois hiatos é relevante pois, na sua formulação original, ao excesso de investimento sobre a poupança corresponderia um hiato de divisas de igual magnitude. Todavia, é preciso ir mais além e demonstrar que o endividamento pode estar dissociado também do hiato de divisas.

Observando a questão da ótica do balanço de pagamentos, importantes razões responsáveis pelo

endividamento externo são apontadas por Batista Jr. (1988). Para o autor, como no caso brasileiro a fuga de capitais não possuiu importância, a dívida externa explica-se basicamente pelas alterações do nível de reservas e pelos déficits em conta-corrente.

A contribuição da variação de reservas ao endividamento externo do País é atribuída às pressões de oferta e à grande liquidez do mercado financeiro internacional. No que concerne à dívida líquida, afirma-se que seu crescimento esteve associado aos déficits em transações correntes, embora estes não possam ser tomados como sinônimo de absorção de recursos reais do exterior, fundamentalmente, por três razões : porque podem estar representando a amortização disfarçada da dívida externa - em razão de taxas de inflação externas elevadas -, ou traduzindo a ampliação de pagamentos líquidos de não-fatores ou, ainda, estarem expressando a deterioração das relações de troca.

As evidências empíricas dão sustentação à tese de que o endividamento externo do País, para além das razões relacionadas às falhas na matriz industrial (associadas ao rápido crescimento econômico, que induz à absorção de recursos reais ou à excessiva liquidez do sistema financeiro internacional), esteve condicionado por motivos relativos à atrofia do sistema de financiamento doméstico.

Durante boa parte dos anos 70 - até 1978 inclusive -, a absorção de recursos financeiros é superior à absorção de recursos reais. A exceção fica por conta do biênio 1974/75, imediatamente após o primeiro choque do petróleo, que se caracterizou por uma restrição da liquidez internacional (Tabela 3.1). Entre 1970 e 1978, para uma absorção de recursos reais da ordem de US\$ 20,2 bilhões, observa-se uma absorção de recursos financeiros no valor de US\$ 31,3 bilhões. A formação de reservas, vale dizer, de poder de compra não-utilizado em moeda estrangeira constituiu o resultado evidente do processo de sobreendividamento. Nesse quadro, os anos de 1974 e 1975 constituem uma exceção de pequena duração.

De 1979 a 1981, o novo choque do petróleo, associado à contração de liquidez, determina uma absorção de recursos financeiros inferior à de recursos reais. Assim, parcela do déficit em transações reais é financiada com a queima de reservas. A ruptura ocorre em 1982, quando o persistente (embora diminuto) déficit em transações reais é integralmente financiado pelas reservas, em um contexto de esgotamento do mercado voluntário de crédito. Ou seja, a absorção de recursos reais é viabilizada parcialmente por uma transferência de recursos financeiros, através da perda de reservas acumuladas no período pregresso.

A partir de 1983 ocorre sistemática transferência de recursos ao exterior, com alguma distinção

entre períodos, digna de nota. Em 1983 e 1984, a transferência de recursos reais excede a de recursos financeiros, redundando em formação de reservas. A partir de 1985, eleva-se consistentemente o montante de transferências. Quando cai a transferência de recursos reais, mantém-se a de recursos financeiros, indicando a utilização de reservas para assegurar o patamar de transferência de recursos ao exterior.

O aspecto central a ser ressaltado é que, durante a fase de formação da dívida externa, a absorção de recursos financeiros foi globalmente bem superior à absorção de recursos reais, sinalizando a importância da dimensão financeira na constituição dessa dívida. Outro aspecto é o contraste entre o volume de absorção de recursos - pelo critério real ou financeiro - e a posterior magnitude das transferências ao exterior, quando se rompe o financiamento externo (Tabela 3.1). Nunca é demais lembrar o caráter espoliativo de que se reveste essa transferência de recursos ao exterior, configurando o mais sério entrave ao crescimento da economia na década dos 80.

O contraste entre a magnitude da absorção de recursos do exterior e a posterior transferência explica-se pela mudança permanente de patamar das taxas de juros internacionais (Tabela 3.2). De taxas reais muito baixas ou negativas nos anos 70, passa-se para taxas positivas e elevadas nos anos 80. No contexto de ruptura do padrão de

financiamento, ou de retraimento do financiamento líquido, a variação da taxa nominal é ainda mais relevante. Isso porque a persistência de taxas nominais de juros elevadas ao longo dos anos 80, na ausência de financiamentos adicionais, além de elevar os encargos relativos aos juros determinou a amortização disfarçada da dívida, incrementando o montante de transferências para o exterior.

Essa alta persistente das taxas de juros foi determinada pela política de ajustamento à crise por parte dos países centrais, que teve como eixo a política monetária restritiva. A partir da iniciativa americana, em 1979, de elevar as taxas de juros como instrumento de reafirmação da supremacia do dólar e mecanismo de garantia de financiamento de seus déficits fiscal e comercial, segue até como estratégia defensiva a elevação dos juros nos demais países industrializados, de modo a manter o equilíbrio cambial e monetário. O movimento inicial de elevação das taxas de juros, mantidas em patamares elevados durante longo período, dá origem a um processo recessivo e posteriormente a uma fase de crescimento com características peculiares, desde que marcada pela manutenção de taxas de juros elevadas.

3.1 - Absorção de recursos do exterior (1974/82)

O período da formação da dívida externa brasileira, que compreende os anos caracterizados pela

absorção de recursos reais ou financeiros, pode ser dividido em três subperíodos distintos. No auge do "milagre brasileiro" (1971/73), a acumulação de reservas explica o aumento da dívida bruta. Nos dois períodos seguintes (1974/78; 1979/82), é o endividamento líquido que responde pela variação da dívida bruta. Uma distinção importante entre esses dois subperíodos está em que, no primeiro, as condições de liquidez internacional permitem o concomitante crescimento das reservas. No segundo, o aumento da dívida líquida se faz acompanhar da perda de reservas, indicando insuficiência do financiamento externo (Tabela 3.3).

No período 1970/73, o acúmulo de reservas foi responsável por 72% do incremento da dívida bruta, evidenciando a importância menor do déficit em transações reais e do déficit em transações correntes nesse desempenho. Segundo Davidoff Cruz (1984), a justificativa oficial para o endividamento residia no diagnóstico da insuficiência da estrutura produtiva em bens intermediários e de capital, bem como na necessidade de complementar a poupança doméstica. Contudo, a elevação do coeficiente de abertura da economia brasileira no período, apesar de criar um déficit significativo em transações reais, não justifica o elevado endividamento.

No bojo da expansão cíclica do período, conforme ressalta o autor, o endividamento externo foi essencialmente privado e o público, inexpressivo. Em outros termos, a

demanda do setor privado por financiamento, no auge do ciclo econômico, responde pelo incremento do endividamento que, como indica a acumulação de reservas, revela grande autonomia em relação ao déficit em transações reais.

Nos anos 1974/78, aproximadamente 75% do aumento da dívida bruta corresponderam ao incremento da dívida líquida e apenas 25% ao crescimento das reservas. Embora esse seja de fato o período de maior absorção de recursos reais da economia brasileira após 1964, há uma distinção importante entre os primeiros anos (74/75) e os seguintes (76/78). De início, em face do choque do petróleo, é o crescimento da dívida líquida, acompanhada da perda de reservas, que responde pelo incremento da dívida bruta. Depois, a variação das reservas voltam a explicar parcialmente o crescimento da dívida (cerca de um terço), fato que suscitou importante polêmica sobre os determinantes do endividamento.

Os dados da Tabela 3.4, sobre a composição do déficit em transações correntes, podem esclarecer algumas dúvidas sobre a natureza do endividamento ao longo do período. Passado o impacto inicial do choque do petróleo em 1974/75, diminui a importância do déficit em transações reais na explicação do déficit em transações correntes, reduzindo sua participação de 84,5%, em 1974, para 32,1% em 1978. Como vimos, a continuidade no crescimento da dívida, em face da queda do déficit em transações reais, sugere que

o endividamento se explica por outras razões que não o seu financiamento.

Para Davidoff Cruz (1984), no período 1974/76 há forte desequilíbrio comercial e significativa ampliação do hiato de recursos. Este último foi determinado por vários fatores: além da deterioração dos termos de troca - resultado do encarecimento do petróleo e da recessão internacional -, houve redução do volume exportado e ampliação do importado. O aumento das importações, em situação tão desfavorável, deveu-se à opção de prosseguir o crescimento a taxas elevadas no contexto do II PND, que era bastante intensivo em importações de bens intermediários e de capital.

Paradoxalmente, no período seguinte, entre 1977 e 1978, quando melhoram de forma significativa as relações comerciais e se reduz o hiato de recursos, o endividamento externo sofre um impulso decisivo, descolando-se portanto do financiamento do déficit em transações reais. Além das condições favoráveis de liquidez no plano internacional, esse endividamento se explica por um conjunto de medidas de política econômica - no contexto da política de "ajuste monetário" do balanço de pagamentos -, como a liberação da taxa de juros interna, a proteção ao risco cambial com a criação dos depósitos registrados em moeda estrangeira junto ao Banco Central e, ainda, a política deliberada de endividamento das empresas estatais.

Segundo Davidoff Cruz (1984), o aspecto principal do período, do ponto de vista do endividamento, é a perda de importância do endividamento privado em contraposição ao público. Este último reflete um padrão de financiamento perverso dos projetos públicos, notadamente no caso das empresas estatais, onde o rebaixamento de preços para controlar a inflação deprimia a capacidade de autofinanciamento. Além disso, a contenção orçamentária reduzia os recursos para os projetos em andamento, reforçando a busca de financiamento externo. Completa esse quadro a limitação ao endividamento interno do setor público, a partir da estratégia de reservar os recursos domésticos ao setor privado.

Castro e Souza (1985) defendem ponto de vista distinto. De acordo com os autores, se até 1974 o hiato de recursos reais foi desprezível, entre 1974 e 1978 a brusca elevação do déficit em transações correntes decorreu do déficit da balança comercial, que representava dois terços do primeiro, e que esteve em grande medida associado ao ajustamento estrutural do País à crise. Algumas objeções podem ser feitas a esse raciocínio: em primeiro lugar, após o impacto inicial devido à perda de relações de troca e à recessão internacional, há melhoria substantiva da balança comercial a partir de 1976; em segundo lugar, o pagamento de serviços não-produtivos, representando de início parcela

menor do déficit em transações correntes, constitui depois volume crescente, atingindo 60 % em 1978 (Tabela 3.4).

Os autores contestam o caráter financeiro do déficit em transações correntes nesse período, pois entendem que são as taxas de juros nominais e não as reais que se elevam (Tabela 3.2). Isso significa a amortização disfarçada da dívida ou o inchamento da conta de juros. Se existe oferta de créditos adicionais, pode-se evitar a amortização disfarçada por meio de novos financiamentos e da manutenção do valor real da dívida. Contudo, como a dívida nova é contratada em bases piores - prazos e juros -, tem-se uma deterioração de seu perfil.

Uma contribuição ao esclarecimento da questão anterior pode ser creditada a Batista Jr. (1988), para quem os determinantes do endividamento externo do País sofrem importante modificação a partir de 1974. Os déficits em conta-corrente elevam-se substancialmente, em um primeiro momento como resultado dos déficits comerciais e posteriormente por efeito da elevação da carga de juros. Embora decrescente, a absorção de recursos reais no período 1974/78 foi a mais elevada após 64 - média de 2,4% do PIB - e se justifica em última instância pela estratégia de ajustamento gradualista em face dos choques externos.

A posição do Brasil diante dos problemas internacionais é crescentemente vulnerável, tanto pela dependência na mesma escala do petróleo importado, quanto

pelo crescente peso do pagamento dos juros líquidos no déficit em transações correntes, que ultrapassa 50% a partir de 1977. Essa vulnerabilidade possui também outras dimensões importantes, que dizem respeito não só ao tamanho da dívida como ao fato de grande parcela ter sido contratada a taxas flutuantes.

O ponto central, insuficientemente enfatizado por Castro e Souza (1985), é a deterioração das condições de contratação da dívida. Se foi possível financiar o aumento da carga de juros, fruto da elevação nominal das taxas, por novos financiamentos, sem elevar o montante da dívida real, o perfil desta se deteriorou consideravelmente. A título de exemplo, temos que a dívida pública contratada a taxas flutuantes passa de 25,2% do total, no período 1971/73, para 51,8% em 1974/78 e 64,4% em 1979/82 (Batista Jr., *op. cit.*, p. 232).

O período 1979/82 é marcado por profunda deterioração no padrão de financiamento externo. O crescimento da dívida líquida é maior do que o aumento da dívida bruta, demonstrando que o endividamento adicional foi insuficiente para cobrir o déficit em transações correntes, tendo esse fato resultado em importante perda de reservas (Tabela 3.3). Na formação do déficit em transações correntes, os juros assumem papel primordial, elevando a sua participação de 51,5%, em 1979, para 87,5% em 1982. Simultaneamente, o déficit em transações reais reduz sua

participação de 41,4%, em 1979, para 9,5% em 1982, sendo acompanhado nos dois últimos anos por superávits comerciais (Tabela 3.4).

A partir de 1979, além do desequilíbrio da balança comercial, em razão do segundo choque do petróleo, há simultaneamente acentuada elevação das taxas de juros, que aumentam continuamente tanto em termos nominais quanto reais até 1982 (Tabela 3.2). Essa dupla pressão sobre o déficit em transações correntes leva a uma situação em que os novos empréstimos são insuficientes até para cobrir o serviço da dívida, havendo rápida queima de reservas. A situação é mais grave do que a que se apresenta imediatamente ao primeiro choque do petróleo, não só porque a elevação da taxa de juros é maior como em razão do já elevado estoque da dívida e a maior participação dos financiamentos a taxas flutuantes.

Entre 1979 e 1982, a natureza financeira do déficit em transações correntes é inquestionável, com a carga de juros tornando-se o principal componente desse déficit. O ajuste na balança comercial - crescimento das exportações e ajustamento na pauta de importações - não elimina o desequilíbrio comercial que se soma, assim, ao déficit financeiro. Até 1982, ainda foi possível financiar parcialmente, por meio do mercado voluntário de crédito, o desequilíbrio do balanço de pagamentos, embora condicionado à imposição de ajustar crescentemente a balança comercial.

Isso se fez por financiamento em condições mais restritivas, recorrendo-se inclusive a créditos de curto prazo, o que não eliminou todavia a perda substantiva de reservas.

Como aponta Batista Jr. (1988), o traço predominante de parcela dos financiamentos obtidos durante o período era seu caráter de curto prazo, boa parte constituída de créditos interbancários - crédito de curtíssimo prazo tomado por bancos brasileiros no exterior e repassados a prazos mais longos internamente -, deteriorando de forma radical o perfil da dívida externa. Segundo seus cálculos, a participação da dívida de curto prazo na dívida total salta de 9,6%, em dezembro de 1978, para 20% em dezembro de 1982.

Um aspecto fundamental do processo de endividamento externo do Brasil durante o período diz respeito à crescente estatização da dívida externa, que só pode ser entendida a partir da institucionalização dos canais de ingresso de capitais de empréstimo, após 1964, e pela sua importância na redefinição do padrão de financiamento dos setores público e privado. Já em 1974, a participação do setor público na dívida externa revelava-se elevada, correspondendo a aproximadamente 50% do total. A partir desse momento, esse desempenho é continuamente

crescente, atingindo 67% em 1982, quando ocorre a ruptura do mercado voluntário de crédito (Tabela 3.5).⁽¹⁶⁾

Ao analisar a questão, Davidoff Cruz (1984) mostra que a criação de canais para a entrada de capitais de empréstimo, seja por captação direta (Lei nº 4.131) ou por repasses (Resolução nº 63), teve por efeito colar a demanda de crédito interna à demanda por financiamento externo, em um movimento quase automático.

Do ponto de vista da Lei nº 4.131, as captações públicas são crescentes ao longo do tempo - enquanto participação relativa - e estão concentradas em dois setores principais: energia e siderurgia, fato que reflete a opção pelo ajustamento estrutural após 1974, bem como a utilização intensiva de financiamentos externos para viabilizar o programa. Em contrapartida ao crescimento da participação do setor público nos empréstimos (via Lei nº 4.131), temos a participação decrescente do setor privado, que ocorre em dois movimentos. As captações da grande empresa privada nacional desaceleram imediatamente após o ciclo expansivo do milagre. Já as empresas multinacionais mantêm elevado volume de captação até 1978, desacelerando-o de forma intensa a partir de então.

(16) A participação da dívida pública na dívida total, a partir de 1979, com as crescentes dificuldades de financiamento, deve ter aumentado mais rapidamente. Isso porque, como foi apontado, o País recorreu largamente a créditos de curto prazo, cujo montante não aparece na dívida registrada, mostrada na Tabela 3.5.

O período do sobreciclo, após 1974, que é comandado pelo investimento autônomo do Estado, tem como resultado a estatização da dívida externa, pois o endividamento privado é mais sensível às flutuações do ciclo doméstico, bem como às dificuldades de balanço de pagamentos. Isso determina que em conjunturas externas adversas, de maior necessidade de divisas, as captações públicas aumentem mais que proporcionalmente. É ilustrativo, nesse sentido, o ocorrido a partir de 1976, quando da elevação do diferencial entre juros internos e externos e mesmo após 1977, com a Resolução nº 432, que transferia o risco cambial para o Banco Central: apesar da conjuntura de elevada liquidez no mercado internacional há um retraimento relativo das captações do setor privado.

O período central de estatização da dívida externa é portanto o referente ao II PND, que tem como protagonistas a empresa estatal e as inversões em infraestrutura. Como os recursos do BNDES - reforçados pelo PIS-PASEP - foram reservados às empresas privadas nacionais, havia no contexto de então três alternativas para o financiamento do programa público de inversões: o autofinanciamento, o aporte de recursos fiscais ou o endividamento externo. A partir de 1976, combina-se uma série de fatores que conduzem à opção pela terceira alternativa. Os objetivos de controlar a inflação determinam uma contenção tarifária e a ausência de uma reforma

tributária inviabiliza o aporte de recursos fiscais. A opção pelo endividamento externo, que era a linha de menor resistência, coincide com a ampliação da liquidez internacional resultante da reciclagem do superávit dos países da OPEP.

Outra importante modalidade de financiamento foi a Resolução nº 63, que constituiu importante elo de ligação entre o sistema financeiro doméstico e o internacional. Esses repasses, como fonte de captação e empréstimo do sistema bancário privado, viabilizaram, pelas suas características, o acesso das empresas privadas nacionais. Isso porque se permitiu nas operações de repasse o desdobramento de prazos e valores a partir da operação externa contratada originalmente. Nos intervalos das operações sucessivas, os recursos ficavam depositados no Banco Central, que assumia temporariamente o risco cambial e os encargos. Dados apresentados por Zini Jr. (1982) dão conta que, em 1967, apenas 1,7% do passivo dos bancos comerciais e 1,1% dos bancos de investimento correspondiam a passivos cambiais. Esses números crescem progressivamente, alcançando, em 1980, 30,4% para os bancos comerciais e 17,2% para os bancos de investimento.

Como vimos, essas operações constituíram importante base de expansão do sistema bancário privado, em especial do estrangeiro. Dada a reserva de mercado para os bancos comerciais nacionais, basicamente a limitação do

número de agências de bancos estrangeiros, estes tiveram nas operações de repasse a forma privilegiada de sua expansão. Esse arranjo peculiar é muito significativo para explicar o atraso dos bancos comerciais nacionais, que, protegidos da concorrência externa, só se envolviam em operações de longo prazo via repasses de recursos externos ou públicos.

Davidoff Cruz (1984) conclui, a respeito das etapas do endividamento por meio das operações de repasse, que a elevada participação dessas operações durante o milagre perde importância na fase do II PND e apresenta crescimento excepcional após o segundo choque dos juros, entre 1980 e 1981. Na verdade os dois primeiros movimentos correspondem a um padrão de endividamento colado ao ciclo de inversões privadas.

No último período, de esgotamento temporário do processo de estatização da dívida, por impossibilidade de se ampliar a dívida das estatais (pelo elevado grau de endividamento e pela desaceleração dos investimentos públicos), a grande expansão das operações de repasse resulta da política econômica doméstica, caracterizada por uma limitação quantitativa do crédito. Isso leva ao uso mais intenso das operações de repasse ou, nas palavras do autor, à intensa dolarização dos passivos das instituições bancárias e de segmentos expressivos do setor produtivo. Rompe-se, assim, a divisão tradicional entre captação direta pelo setor público e grandes empresas, notadamente

multinacionais, e utilização de recursos de repasses pelas empresas privadas nacionais.

Outro fato de grande relevância diz respeito ao momento em que esses recursos passam a ser contratados, após 1981, ou seja, na vigência de um processo recessivo, quando não encontram tomadores finais e ficam depositados no Banco Central ao abrigo da Circular nº 230. Representam, desse modo, endividamento adicional do setor público - certamente imprescindível para fechar as contas externas -, só que agora por meio do endividamento direto das autoridades monetárias.

3.2 - Transferência de recursos para o exterior (1983/89)

Após a crise do mercado internacional de crédito, em 1982, a estratégia básica dos bancos foi reduzir suas exposures nos países em desenvolvimento. Isso significa que se extinguem os financiamentos voluntários do déficit em transações correntes, passando-se para a etapa dos financiamentos involuntários sob a supervisão do FMI. (17) No caso brasileiro, esse financiamento é progressivamente menor, principalmente a partir de 1984, quando o País passa a obter superávits comerciais elevados e sistemáticos.

No limite, a posição dos banqueiros era eliminar qualquer financiamento adicional. Em outras palavras, o déficit em transações correntes deveria tender a zero. Ou seja, o superávit comercial deveria ser suficiente para cobrir o déficit de serviços - de fatores e não-fatores -, originando um processo de transferência de recursos reais ao exterior. É preciso ressaltar desde logo que essa posição, embora aparentemente mantenha o principal da dívida, que é reescalonado e exige o pagamento integral dos juros, tem

(17) Os quatro projetos centrais de renegociação da dívida externa foram:

- Projeto I - empréstimo ponte de bancos comerciais, proporcional ao envolvimento financeiro anterior;
- Projeto II - reescalonamento do principal de médio e longo prazos, com vencimento em 1983;
- Projeto III - renovação do crédito comercial de curto prazo;
- Projeto IV - manutenção do crédito interbancário nos níveis de 1982.

importantes conseqüências sobre o estoque da dívida existente.

Em 1983, inicia-se portanto um período caracterizado por contínua transferência de recursos ao exterior. Embora as oscilações ano a ano das transferências sejam significativas, o que de certa maneira indica as dificuldades de sua realização, percebe-se que seu valor absoluto cresce substancialmente ao longo do tempo. A parcela das transferências, enquanto porcentagem do PIB, é do mesmo modo oscilante mas também revela tendência de crescimento ao longo do tempo (Tabela 3.1).⁽¹⁸⁾

De 1983 a 1989, podem ser distinguidos três subperíodos distintos: 1983/84, em que a transferência de recursos reais supera a de recursos financeiros, indicando acumulação de reservas. Isso ocorreu porque no âmbito dos acordos firmados com os bancos, sob supervisão do FMI, os financiamentos permitiram financiar uma parcela dos juros devidos. Agrega-se a esse fato a obtenção de superávits em transações reais, em particular o mega-superávit comercial de 1984.

De 1985 a 1986, a transferência de recursos reais é inferior à de recursos financeiros e aponta perda de reservas, particularmente em 1986, quando atinge 4,25

(18) A deterioração dos termos de troca do País durante o período determinou uma transferência de recursos ao exterior, mais elevada do que a mostrada nos valores nominais que aparecem na Tabela 3.1.

bilhões de dólares. Há duas razões para tanto: de um lado, a recuperação da absorção doméstica que deprime o superávit comercial; e, de outro, a redução acentuada dos financiamentos externos.

A partir de 1987, a transferência de recursos reais volta a superar a de recursos financeiros. Contudo, dois aspectos chamam a atenção: apesar do volume crescente, a diferença entre ambas é muito pequena, indicando que durante o período foram realizadas substanciais transferências aos credores externos, o que resultou em pequena acumulação de reservas internacionais. Uma das razões pode ser encontrada no pagamento quase integral dos juros atrasados referentes ao período em que o País esteve em moratória com os bancos comerciais, em 1987. Nesse ano, apesar da moratória, o acúmulo de reservas é pouco expressivo - US\$ 700 milhões no conceito de liquidez internacional -, devido ainda à elevada absorção doméstica, que permite a recuperação apenas parcial do saldo comercial. Em 1988 e 1989, realiza-se uma transferência de recursos reais para o exterior sem precedentes, por conta do pagamento dos atrasados aos bancos comerciais. Para um superávit de transações reais de US\$ 32,3 bilhões no biênio, resulta um acréscimo de reservas de apenas US\$ 2,3 bilhões.

Os aspectos referidos refletem em grande medida o desempenho do balanço de transações correntes durante o período. É necessário isolar o ano de 1983, no qual a conta

de renda de capitais supera largamente o saldo de transações reais, tendo o saldo negativo sido financiado no âmbito dos acordos com o FMI. Nos anos que vão de 1984 a 1989, embora haja grande oscilação no saldo em transações correntes, é forçoso concluir que esse balanço esteve praticamente equilibrado. Vale dizer, o saldo em transações reais cobriu a conta de renda de capitais, quando se considera o período como um todo (Tabela 3.4).

Há durante o período dois anos que merecem destaque especial. Em 1986, ano caracterizado pelo auge da absorção doméstica, o déficit em transações correntes, de U\$S 5,3 bilhões, é quase integralmente financiado pela perda de reservas (U\$S 4,85 bilhões). Quando ocorre o oposto, como em 1988, ou seja, obtém-se elevado superávit em transações correntes (U\$S 4,2 bilhões) devido à recessão doméstica, esse saldo é utilizado para pagamento de juros atrasados, não se materializando em ampliação correspondente de reservas, cujo aumento foi de U\$S 1,7 bilhões.

O pagamento da quase integralidade dos juros durante esse período refletiu-se de forma significativa no montante e composição da dívida externa. A primeira constatação diz respeito à dívida registrada bruta. A velocidade de seu crescimento diminui consideravelmente a partir de 1984, para converter-se em redução nominal a partir de 1988. Como no período há ganhos de reservas internacionais, esse movimento é ainda mais pronunciado

quando se toma a dívida externa líquida (Tabela 3.3),⁽¹⁹⁾ cuja queda, em termos nominais, indica redução ainda maior se considerada em termos reais. A sugestão desses dados parece inequívoca: o País não só pagou os juros da dívida como parcela do principal, o que nos leva a examinar os mecanismos pelos quais esse resultado foi logrado.

Sem desprezar as reduções da dívida que ocorreram por conta dos mecanismos de conversão, mas cujo montante não dá conta da redução observada, tomemos os fluxos financeiros segundo os tipos de credores externos (Tabela 3.5). A partir de 1982, inicia-se a transferência líquida de recursos, porém desse ano até 1984 ainda ocorre significativa entrada de empréstimos, que financiam parcela dos juros e a totalidade das amortizações. Quanto às últimas, seu montante cai significativamente a partir de 1983, devido aos acordos de reescalonamento do principal celebrados com os bancos comerciais.

É importante destacar nesse primeiro período a redução da exposure dos bancos comerciais através da diminuição dos novos financiamentos que, dado o reescalonamento das amortizações, têm valor inferior ao montante de juros. Os novos ingressos, portanto, advêm principalmente das agências governamentais e dos organismos

(19) Cabe notar que a estabilização das dívidas bruta e líquida observada em 1989 decorre da ampliação da dívida não registrada correspondente aos juros atrasados junto aos bancos comerciais .

multilaterais, com destaque para o FMI, sob cuja supervisão o processo de reestruturação da dívida é realizado. Essa reestruturação implicou, assim, o aumento da participação dessas agências e organismos na dívida externa, como forma de viabilizar a retirada parcial dos bancos comerciais.

O período seguinte, de 1985 a 1989, é marcado por um patamar de transferência líquida bem mais elevado - em média, U\$S 10 bilhões por ano, acumulando U\$S 50 bilhões em cinco anos - e, ainda, por algumas particularidades de grande importância. O patamar de novos financiamentos cai de maneira acentuada, tornando, já a partir de 1986, seus valores insuficientes para cobrir até as amortizações pagas. Esse aspecto é básico para entender a redução ou a amortização de fato da dívida externa a partir de 1986. Vejamos, então, os seus detalhes.

Os bancos comerciais não aportam novos financiamentos em 1985 e 1986. A partir de 1987, contudo, há financiamento adicional compulsório de parcela dos juros, em razão da moratória decretada em janeiro desse ano. Em 1988, quando parte dos atrasados é paga, há simultaneamente o refinanciamento da outra parte devida. Por fim, em 1989, em função das dificuldades cambiais, são novamente suspensos os pagamentos. Como se vê, apesar de mantida a lógica do pagamento da maior parcela possível dos juros devidos aos bancos comerciais, as dificuldades cambiais conduzem ao financiamento compulsório de uma parcela dos juros.

A consequência desse processo é que a dívida externa total nominal junto aos bancos comerciais se estabiliza a partir de 1986. A queda do valor nominal da dívida registrada, observada a partir de 1987, tem como contrapartida a elevação da dívida de curto prazo, que contabiliza os atrasados.⁽²⁰⁾ Não se pode descartar, contudo, que nessa queda de valor nominal as operações de conversão tenham tido importância, embora marginal. O aspecto central, no entanto, é que se a dívida manteve o seu valor nominal, depreciou-se em termos reais, indicando que o pagamento dos juros no montante em que foi efetivado amortizou parcela do principal.

Retomando-se a questão das transferências líquidas, conclui-se que após 1984 a elevação de seu patamar está vinculada ao aumento de pagamento de juros e amortizações às agências governamentais e instituições multilaterais. Em 1985, apenas 6,5% do fluxo líquido negativo era de responsabilidade desses organismos, passando esse valor para 22,% em 1986 e para uma média anual de 38%, entre 1987 e 1989. Interessa assinalar que a maior parcela desses fluxos negativos se deve às amortizações, o que elucida de maneira mais decisiva a redução da dívida nominal a partir de 1987. Essa é de fato uma pressão adicional

(20) Dados do Banco Central dão conta que entre 1986 e 1989 a dívida total junto aos bancos comerciais estabiliza-se em torno de US\$ 70 bilhões. Ao decréscimo da dívida registrada corresponde um aumento da dívida de curto prazo, que inclui os atrasados.

sobre o balanço de pagamentos do País a partir de meados dos anos 80.

Cabe assinalar, por fim, que aos sucessivos desequilíbrios no financiamento do balanço de pagamentos, decorrentes inicialmente do financiamento privado e seguido do financiamento externo público, agrega-se um outro que tem origem no comportamento do capital produtivo. A remessa de lucros e dividendos cresce continuamente após 1982, passando de 4,3% do total da renda de capitais para 20% em 1989. Os investimentos diretos, cujo patamar anual era de U\$S 1,5 bilhão no triênio 1979/82, declinam progressivamente até atingir U\$S 130 milhões em 1989. (21)

O que se pode concluir com relação a esse aspecto é que outra pressão adicional sobre o balanço de pagamentos se origina da repatriação do capital produtivo. Além da estagnação da economia doméstica, esse movimento está determinado pelo acirramento da concorrência nos países centrais e pelo surgimento de uma legislação que estimula a repatriação de capitais, notadamente nos E.U.A., principal investidor estrangeiro no Brasil.

Uma das principais conseqüências da ruptura do padrão de financiamento externo e do excessivo endividamento foi sem dúvida o elevado grau de estatização da dívida

(21) O elevado valor observado em 1988 decorreu de operações de conversão de dívida externa. Essas conversões contudo são, do ponto de vista cambial, operações contábeis, pois não aportam divisas adicionais.

foi sem dúvida o elevado grau de estatização da dívida externa. Vimos anteriormente o primeiro impulso a essa estatização, nos anos de 1974 a 1982. Há contudo um segundo movimento de estatização, a partir de 1983, paradoxalmente quando se rompe o financiamento externo.

Apesar da radical diminuição dos financiamentos líquidos, o processo de endividamento externo do setor público prossegue com a absorção de dívida externa do setor privado. Os mecanismos específicos pelos quais essa dívida foi absorvida serão descritos no próximo Capítulo. Ela ocorre essencialmente em decorrência de a reestruturação da dívida ter centralizado-se no Banco Central. Isso leva a um salto da participação da dívida pública, de 67% em 1982 para 74% em 1983. A absorção prossegue em ritmo mais lento a partir de então, atingindo 90% do total da dívida em 1989 (Tabela 3.6).

A elevada concentração da dívida nas mãos do setor público deu origem a um problema adicional, decorrente do endividamento externo : a restrição orçamentária. Sendo o setor público o principal devedor e não gerando divisas, o problema estaria em como adquirir tais divisas do setor privado exportador, para fazer face aos seus compromissos em moeda estrangeira.

A restrição orçamentária, que será analisada no Capítulo seguinte, constitui importante contrapartida da restrição cambial, embora com ela não se confunda e possa

até mesmo ganhar autonomia, convertendo-se, em alguns momentos, no foco das atenções e obscurecendo o fator primário de desequilíbrio, que é a restrição cambial. Esta, como mostramos, indica claros sinais de agravamento no final da década, constituindo o desequilíbrio originário a partir do qual os demais se desenvolvem.

Tabela 3.1

BRASIL

SALDO EM TRANSAÇÕES COM O EXTERIOR

1970/89

ANOS	SALDO EM TRANSAÇÕES REAIS		SALDO EM TRANSAÇÕES FINANC		VAR. RESERV (US\$ B.)
	US\$ B.	(% do PIB)	US\$ B.	(% do PIB)	
1970	(0,1)		(0,6)		0,5
1971	(0,7)		(1,3)		0,5
1972	(0,8)	(1,4)	(3,3)	(5,6)	2,5
1973	(0,8)	(1,0)	(3,0)	(3,6)	2,2
1974	(6,0)	(5,4)	(4,9)	(4,4)	(1,1)
1975	(4,8)	(3,7)	(3,6)	(2,7)	(1,2)
1976	(3,5)	(2,3)	(6,0)	(3,9)	2,5
1977	(1,1)	(0,6)	(1,8)	(1,0)	0,7
1978	(2,2)	(1,1)	(6,8)	(3,4)	4,6
1979	(4,5)	(2,0)	(2,3)	(1,0)	(2,2)
1980	(4,9)	(2,1)	(2,1)	(0,9)	(2,8)
1981	(0,6)	(0,2)	(1,2)	(0,4)	0,6
1982	(1,5)	(0,5)	2,0	0,7	(3,5)
1983	5,1	2,5	4,5	2,2	0,6
1984	12,1	5,6	4,7	2,2	7,4
1985	11,7	5,1	12,1	5,3	(0,4)
1986	6,9	2,5	11,7	4,3	(4,8)
1987	10,0	3,3	9,3	3,0	0,7
1988	17,7	5,0	16,0	4,5	1,7
1989	14,6	3,0	14,0	2,9	0,6

FORNTE: BACEN - Boletim Mensal e Relatório Anual (vários números).

Tabela 3.2

TAXA DE JUROS EXTERNA
(media anual)

1971/89

A N O S	PRIME	RATE
	Nominal (%)	Real (%)
1971	5,7	1,2
1972	5,3	2,0
1973	8,2	1,9
1974	10,8	(0,2)
1975	7,9	(1,2)
1976	6,9	1,0
1977	6,9	0,4
1978	9,2	1,5
1979	12,7	1,3
1980	15,5	1,7
1981	18,7	7,6
1982	14,6	8,0
1983	10,8	7,3
1984	12,0	7,4
1985	9,9	6,1
1986	8,3	6,2
1987	8,2	4,4
1988	9,4	5,1
1989	10,9	5,8

FONTE: BACEN - Boletim Mensal.

Tabela 3.3
BRASIL

DIVIDA EXTERNA BRUTA E DIVIDA EXTERNA LIQUIDA
1970/89

(US\$ bilhoes)

ANOS	DIVIDA EXTERNA BRUTA			RESERVAS (IV)	DIVIDA EXTERNA LIQUIDA	
	TOTAL (I)	REGISTRADA (II)	CURTO PRAZO (III)		TOTAL (I-IV)	REGISTRADA (II-IV)
1970	n.d.	5,3	n.d.	1,2	n.d.	4,1
1971	n.d.	6,7	n.d.	1,7	n.d.	4,9
1972	n.d.	9,5	n.d.	4,2	n.d.	5,3
1973	n.d.	12,6	n.d.	6,4	n.d.	6,2
1974	n.d.	17,2	n.d.	5,3	n.d.	11,9
1975	n.d.	21,2	n.d.	4,0	n.d.	17,1
1976	n.d.	26,0	n.d.	6,7	n.d.	19,3
1977	n.d.	32,0	n.d.	7,3	n.d.	24,8
1978	n.d.	43,5	n.d.	11,9	n.d.	31,6
1979	55,8	49,9	5,9	9,7	46,1	40,2
1980	64,2	53,8	10,4	6,8	57,3	46,9
1981	73,9	61,4	12,5	7,5	66,4	53,9
1982	85,3	70,2	15,1	4,0	81,3	66,2
1983	93,5	81,3	12,2	4,6	88,9	76,7
1984	102,0	91,0	11,0	12,0	90,0	79,0
1985	105,1	95,8	9,3	10,5	94,6	85,3
1986	111,0	101,7	9,3	6,7	104,3	95,0
1987	121,2	107,5	13,7	7,5	113,7	100,0
1988	113,5	102,5	11,0	9,1	104,4	93,4
1989	114,7	99,3	15,4	9,7	105,0	89,6

FONTE: BACEN - Relatórios Anuais de 1980 e 1990.

Tabela 3.4

BRASIL

DEFICIT EM TRANSAÇÕES CORRENTES

(Valor Total e Composição)

1970/89

I T E M S / A N D S	70	71	72	73	74	75	76	77	78	79
- TRANS. CORRENTES (US\$ B.)	(0,6)	(1,3)	(1,5)	(1,7)	(7,1)	(6,7)	(6,0)	(4,0)	(7,0)	(10,7)
a) Trans. Reais(%)	17,1	57,1	51,9	49,4	84,5	72,2	59,0	26,4	32,1	41,4
. Balança Com.(%)	(41,3)	26,1	16,4	(0,4)	65,9	52,8	37,5	(2,4)	14,7	26,4
. Serviços Prod.(%)	58,4	31,0	35,5	49,9	18,7	19,3	21,5	28,8	17,4	15,0
b) Rendas de Cap.(%)	62,8	32,1	34,9	42,2	12,6	25,9	36,4	63,4	60,5	51,6
c) Outros Serv.(%)	23,8	11,9	13,5	10,0	2,9	2,0	4,6	10,3	8,4	7,1
d) Transf. Unilaterais(%)	(3,7)	(1,1)	(0,3)	(1,6)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(1,0)	(0,2)
I T E M S / A N D S	80	81	82	83	84	85	86	87	88	89
- TRANS. CORRENTES (US\$ B.)	(12,8)	(11,7)	(16,3)	(6,8)	0,0	(0,2)	(5,3)	(1,4)	4,2	1,9
a) Trans. Reais(%)	38,4	5,2	9,4	(74,9)	26.925,2	(129,2)	(129,2)	(696,9)	423,8	807,7
. Balança Com.(%)	22,0	(10,2)	(4,8)	(94,6)	29.217,6	(5.170,0)	(156,6)	(779,8)	459,5	837,4
. Serviços Prod.(%)	16,3	15,4	14,2	19,7	(2.292,4)	316,1	27,4	82,8	(35,7)	(55,6)
b) Rendas de Cap.(%)	54,9	87,5	82,7	161,0	(25.604,7)	4.862,0	209,8	719,7	(289,4)	(631,8)
c) Outros Serv.(%)	8,0	9,0	7,8	15,5	(1.601,1)	353,9	21,0	82,1	(36,6)	(89,7)
d) Transf. Unilaterais(%)	(1,3)	(1,7)	0,0	(1,6)	388,6	(62,0)	(1,6)	(4,9)	2,3	12,7

FONTE: BACEN - Relatórios Anuais (vários números).

Tabela 3.6
BRASIL
FLUXOS FINANCEIROS POR CREDOR EXTERNO

1982/89

(US\$ milhões)

CREDDOR EXTERNO	1982-84	1985-89
BIRD		
Ingressos	3.127,0	5.310,0
Amortizações	803,0	3.760,0
Juros	532,0	2.879,0
Líquido	1.792,0	(1.329,0)
BID		
Ingressos	934,0	1.741,0
Amortizações	402,0	1.022,0
Juros	282,0	873,0
Líquido	250,0	(154,0)
FMI		
Ingressos	4.492,0	470,0
Amortizações	0,0	3.600,0
Juros	272,0	1.558,0
Líquido	4.220,0	(4.688,0)
BONUS		
Ingressos	112,0	0,0
Amortizações	667,0	2.187,0
Juros	831,0	648,0
Líquido	(1.386,0)	(2.835,0)
INTERCOMPAÑIAS		
Ingressos	900,0	850,0
Amortizações	791,0	1.200,0
Juros	647,0	1.161,0
Líquido	(538,0)	(1.511,0)
BANCOS		
Ingressos	24.529,0	5.555,0
Amortizações	7.228,0	3.167,0
Juros	26.525,0	33.928,0
Líquido	(9.224,0)	(31.540,0)
AGENC. GOVERN.		
Ingressos	2.863,0	1.444,0
Amortizações	1.104,0	3.672,0
Juros	977,0	3.940,0
Líquido	782,0	(6.168,0)
OUTROS		
Ingressos	5.516,0	4.195,0
Amortizações	4.118,0	2.978,0
Juros	4.197,0	2.262,0
Líquido	(2.799,0)	(1.045,0)
TOTAL		
Ingressos	42.473,0	19.565,0
Amortizações	15.113,0	21.586,0
Juros	34.263,0	47.249,0
Líquido	(6.903,0)	(49.270,0)

FONTES: BACEN(1990). Relatório Anual de 1989.

Tabela 3.6

BRASIL

DIVIDA EXTERNA REGISTRADA - PUBLICA E PRIVADA

1973/89

A N O S	DIVIDA		DIVIDA PUBLICA		DIVIDA PRIVADA	
	TOTAL					
	(US\$B)	(US\$B)	(%)	(US\$B)	(%)	
1973	12,5	6,5	52,0	6,0	48,0	
1974	17,1	8,5	49,7	8,6	50,3	
1975	21,1	11,4	54,0	9,7	46,0	
1976	25,9	14,8	57,1	11,1	42,9	
1977	32,0	19,3	60,3	12,7	39,7	
1978	43,5	27,5	63,2	16,0	36,8	
1979	49,9	34,0	68,1	15,9	31,9	
1980	53,8	37,3	69,3	16,5	30,7	
1981	61,4	41,8	68,1	19,6	31,9	
1982	70,1	47,4	67,6	22,7	32,4	
1983	81,3	60,2	74,0	21,1	26,0	
1984	91,0	71,7	78,8	19,3	21,2	
1985	95,8	78,7	82,2	17,1	17,8	
1986	101,7	85,3	83,9	16,4	16,1	
1987	107,5	93,0	86,5	14,5	13,5	
1988	102,5	91,0	88,8	11,5	11,2	
1989	99,3	89,5	90,1	9,8	9,9	

FONTE: BACEN - Boletim Mensal.

CAPÍTULO 4 - FINANCIAMENTO PÚBLICO

4.1 - Ação anticíclica e gênese do desequilíbrio (1974/80)

Vimos no capítulo anterior a importância e as razões do sobreendividamento externo. É nesse contexto de atrofia do sistema financeiro doméstico e da conseqüente propensão ao endividamento externo que acontece o primeiro choque externo, em 1974. Entre esse último ano e o final da década, ocorre uma profunda deterioração do financiamento público, cujas conseqüências se projetarão com toda a intensidade na década seguinte. A deterioração das finanças públicas resulta da natureza e envergadura da política anticíclica levada a cabo pelo Estado no período 1974/80.

Independentemente dos desacertos de conteúdo dessa política anticíclica na reorientação da estrutura produtiva, cabe no momento enfatizar a inadequação do padrão de financiamento que, como aponta Belluzzo (1988), não se modifica no sentido de dar suporte ao novo padrão de crescimento. Segundo Coutinho e Belluzzo (1982), realiza-se durante o período uma política expansionista quanto aos gastos públicos, combinada com uma política monetária restritiva, o que só foi possível em face da existência de amplo financiamento externo.

A execução de uma política anticíclica que contemplava a montagem de novos setores produtivos e a

sustentação de outros envolvendo imensa variedade de subsídios fiscais e creditícios, além de incentivos e isenções fiscais, no contexto de uma política monetária restritiva, termina por dar origem a uma dívida pública que, progressivamente, descola do financiamento dos gastos ativos e tem seu crescimento alimentado pelo próprio giro. Nessas circunstâncias, o endividamento externo que havia sido estimulado pela política econômica em vigor acaba convertendo-se em fator de expansão da dívida interna. Ao final da década, quando as condições de financiamento externo se deterioram, o financiamento público é duplamente pressionado pelos encargos das dívidas interna e externa.

Na verdade, é essencial compreender, conforme indica Belluzzo (1988), que o ajustamento após o primeiro choque do petróleo foi realizado a partir do aprofundamento do padrão de financiamento anterior, acentuado em alguns aspectos, tais como a indução ainda maior ao endividamento externo, através do manejo das políticas cambial, monetária e financeira e de preços públicos. Além disso, o Estado toma para si a tarefa de sustentação de variados setores econômicos atingidos duramente pela defasagem cambial, aceleração da inflação e elevação da taxa de juros interna, setores que, na ausência de tal proteção, corriam o risco da insolvência. As formas de intervenção do Estado à época requerem um exame mais detalhado e uma análise de seus impactos na deterioração das finanças públicas.

Tem sido comum enfatizar o papel desempenhado pelo Estado direta e indiretamente nos projetos de indústria de base no âmbito do II PND. No caso dos setores de insumos básicos e bens intermediários, o papel central desempenhado pelos gastos públicos através das empresas estatais, combinado com a defasagem de preços e tarifas, conduziu o setor público ao lugar de principal tomador de recursos externos. Entre essas inversões, há a destacar a parcela do financiamento interno realizada pelo BNDES ao setor privado, que contemplou prioritariamente o setor de bens de capital. Os empréstimos com correção monetária prefixada num período de aceleração inflacionária constituíram verdadeira doação de capital. Em linhas gerais, os custos desse programa correspondiam ao diferencial entre a remuneração dos recursos do PIS/PASEP (correção monetária mais 3%), que formavam o principal funding do BNDES, e as linhas subsidiadas. O diferencial era coberto por recursos do Tesouro - fiscais ou oriundos de emissão de dívida pública.

Do ponto de vista do crédito, a política anticíclica posta em prática no período possui outras dimensões relevantes. Uma delas, nem sempre enfatizada, diz respeito à sustentação do sistema bancário privado. Dada a aceleração inflacionária após o primeiro choque do petróleo e a elevação da taxa de juros nominal, parte do sistema financeiro corria o risco da insolvência. Para entendermos melhor as razões do aumento nominal das taxas de juros e de

seu impacto sobre o sistema financeiro, convém rememorar rapidamente seu funcionamento antes do choque do petróleo e da alta inflacionária.

Como mostra Moura da Silva (1979), a principal característica da intermediação financeira após as reformas de 1964/66 era a existência de três moedas contratuais: o cruzeiro (nominal), a correção monetária (real) e a correção cambial (dólar). A correção monetária e posteriormente o estabelecimento de uma regra fixa de desvalorização cambial - minidesvalorizações periódicas - dão ensejo à constituição de um sistema financeiro particular, que trabalha simultaneamente com três moedas distintas: o cruzeiro, a correção monetária e a correção cambial.

As três moedas contratuais conferem ao sistema financeiro um caráter potencializador da crise econômica, pela maior propensão à especulação financeira e pela possibilidade de arbitragem entre três moedas na valorização dos ativos financeiros. A conversão de ativos denominados em uma moeda para outra, sem custo, pois bancada em última instância pelo Estado, estimula a manutenção da taxa de juros em patamares elevados.

As amplas possibilidades de valorização de ativos financeiros, bem como a garantia de remuneração real desses ativos, assegurada pelo Estado através da correção monetária, conduziram a crise por um caminho particular, uma

vez que a via de desvalorização das dívidas e, portanto, da riqueza financeira, não foi trilhada.

A partir do choque do petróleo e da aceleração inflacionária após 1974, o sistema de três moedas entra em desequilíbrio. Em face do quadro de instabilidade e de expectativa inflacionária, os poupadores deslocam suas aplicações para o sistema com remuneração real, vale dizer, com correção monetária. A elevação da taxa nominal é exacerbada por essa possibilidade de obtenção de remuneração real por parte dos poupadores, ou seja, a inflexibilidade da remuneração das poupanças não permite a redução da taxa nominal. Convém lembrar, por exemplo, que as cadernetas de poupança e os fundos de poupança compulsória tinham remuneração real garantida legalmente. Essa situação colocava de imediato um problema de liquidez para todos os segmentos do sistema financeiro com passivo em moeda nominal.

Durante a fase de descenso da inflação, parte do sistema financeiro havia captado volumes elevados de recursos de curto prazo a taxas nominais e emprestado a prazos mais longos. Com a rápida aceleração da inflação e da taxa nominal de juros, o sistema corria o risco da inadimplência. Entre deixar quebrar parte do sistema, o que significaria também impor perdas aos poupadores em moeda nominal, e reciclá-lo através de empréstimos e adiantamentos das autoridades monetárias, optou-se pela segunda

alternativa. Segundo Zini Jr. (1982, p. 251), os créditos das A.M. ao sistema financeiro em 1974 e 1975 crescem, respectivamente, 96,1% e 39,8% reais, concentrados em empréstimos e adiantamentos aos bancos comerciais, bancos de investimento e financeiras.

A elevação da taxa de juros no sistema nominal, que decorre inicialmente da instabilidade inflacionária e da forma particular de funcionamento do sistema financeiro, é posteriormente exacerbada pela política econômica de ajuste monetário do balanço de pagamentos. Diante desse fato, duas alternativas se colocavam: deixar quebrar parte do sistema financeiro e do sistema produtivo ou reciclar as dívidas desses setores.

O aumento dos juros internos, consequência a princípio da aceleração inflacionária e, posteriormente, da política monetária deliberadamente restritiva, bem como a defasagem cambial, apesar de estimularem o endividamento externo, criavam sérios constrangimentos à parcela do empresariado privado nacional e ao equilíbrio da balança comercial. Para minimizar o desequilíbrio comercial e sustentar setores competitivos ou prioritários, como agricultura, energia e exportações, foi criado um variado elenco de subsídios fiscais e creditícios.

O orçamento monetário passa a ser a peça que registra o conjunto de subsídios creditícios através das linhas de crédito seletivas. E, cabe salientar, dado o

arranjo institucional então prevalecente nas autoridades monetárias - com o entrelaçamento de funções entre o Tesouro, o BB e o Bacen -, a importância do orçamento monetário era absolutamente crucial. Através das contas de fundos e programas, estabeleceu-se um conjunto de linhas de crédito subsidiadas, que visava dar suporte aos setores considerados prioritários. O custo desse subsídio creditício bancado pelo setor público constituiu um impulso importante ao crescimento da dívida pública.

É imperioso esclarecer como o processo de sustentação do nível de atividades, por meio das linhas de crédito seletivas, implicou a expansão da dívida pública. Das alternativas disponíveis para financiar o déficit que as linhas de crédito subsidiadas traziam implícitas - reforma tributária, emissão ou dívida pública -, utilizou-se intensivamente a última. A captação de recursos para a dívida pública fazia-se junto ao mercado ou aos fundos de poupança compulsória geridos pelo próprio Estado - FGTS e PIS/PASEP. A taxa de remuneração desses fundos constituía, assim, um piso para as taxas de juros pagas pelos títulos públicos. O diferencial entre as taxas pagas pelos títulos públicos e as linhas de crédito seletivas compunha o déficit do setor público a ser coberto com expansão de dívida.

A quantificação do volume de subsídios decorrentes das linhas de crédito subsidiadas, geridas pelo Banco Central via fundos e programas, é uma tarefa difícil,

haja vista a variedade de taxas de juros pagas, no funding, ao eventual aporte de recursos fiscais, bem como a enorme variedade de linhas seletivas. A estimativa mais completa para a magnitude desses subsídios creditícios foi apresentada pelo então presidente do Banco Central, em conferência na Escola Superior de Guerra, em 4/08/81. (22) Os subsídios estritamente creditícios para agropecuária, exportação e energia constituem parcela crescente dos favores concedidos ao setor privado, dobrando sua participação no PIB de 2,0%, em 1976, para 4,0% em 1980 (Tabela 4.1).

Há um aspecto importante a ser assinalado na evolução do montante de subsídios creditícios. Como mostra Zini Jr. (1982), a maior expansão das linhas seletivas ocorre entre 1974 e 1976, tendo crescimento nulo em 1977 e declinando em termos reais entre 1978 e 1980. Contudo como o volume absoluto dessas linhas ainda é bastante elevado e uma de suas características principais é a correção monetária prefixada, a aceleração da inflação amplia a magnitude dos subsídios.

Além dos subsídios creditícios, os subsídios e isenções fiscais destacam-se durante o período como fonte considerável de pressão sobre as finanças públicas. No caso dos subsídios diretos - trigo, petróleo, soja e açúcar -, o valor é praticamente constante até 1980, quando alcança

(22) Trabalho citado por Braga (1982).

quase 2% do PIB, em razão da conta petróleo. No caso das isenções fiscais, cuja grande concentração ocorre nas exportações, o valor oscila em torno dos 3% do PIB, reduzindo-se drasticamente em 1980, quando após a primeira maxidesvalorização parte das isenções é retirada (Tabela 4.1). De forma global, os dados apresentados mostram valores elevados e crescentes do conjunto de subsídios ao setor privado, no denominado período de ajustamento estrutural, reafirmando o caráter de grande envergadura da ação anticíclica do Estado durante o período.

A importância que a política fiscal tem na gênese da deterioração das finanças públicas pode ser visualizada a partir de outro conjunto de informações, extraído das contas nacionais (Tabela 4.2). Durante o período 1974/80, a perda de carga tributária bruta é inexpressiva e a redução dos impostos indiretos, em razão da renúncia fiscal e da aceleração da inflação, é parcialmente compensada pela elevação da carga tributária direta. Contudo, ocorre uma redução da carga tributária líquida, que perde 4,5 pontos percentuais do PIB, passando de 16,5%, em 1973, para 12% em 1980. Como se pode observar na Tabela 4.2, mais da metade dessa perda se deveu aos subsídios (2,5 pontos percentuais).⁽²³⁾ Além disso, há o aspecto do caráter

(23) Como se pode notar, os dados sobre o montante de subsídios são bastante discrepantes segundo as fontes disponíveis. A primeira razão para isso é que as contas nacionais não computam os subsídios creditícios. De outro

ainda latente da crise financeira do setor público, considerando-se que a carga de juros, embora dobrando durante o período, representa em 1980 apenas 1% do PIB.

Voltemos a um ponto central: durante o período 1974/79, ante a crise internacional, o Estado brasileiro promove uma política anticíclica de grande envergadura. Essa política não se atém exclusivamente aos gastos em infraestrutura e a setores produtores de insumos básicos. A princípio, no período 1974/76, ela está combinada com uma política de reciclagem das dívidas do setor financeiro, no contexto do salto da taxa de inflação e elevação da taxa de juros nominal. Após 1976, com a desaceleração dos investimentos, ela se atrela de forma mais incisiva a uma política de sustentação de setores prioritários, como energia, agricultura e exportação, através das linhas de crédito subsidiadas, isenções fiscais e subsídios diretos.

Tendo em vista a política de gastos do Estado e em particular a política fiscal praticada durante o período, como entender as teses que defendem uma origem de natureza financeira para a deterioração das finanças públicas? Segundo Coutinho e Belluzzo (1982), no contexto da política de ajuste monetário do balanço de pagamentos, praticada após 1976, a elevação da taxa interna de juros visava reduzir a absorção doméstica e, pela ampliação do diferencial de

lado, tudo indica que o cômputo dos subsídios diretos e isenções fiscais até 1980 está subestimado por essa fonte.

juros, incrementar a tomada de recursos externos. O acúmulo de reservas decorrente dessa política criava um excesso de liquidez não desejado que, no contexto da política de então, teria de ser suprimido pela emissão de dívida pública.

De outro lado, a elevação da taxa de inflação e do patamar da taxa de juros nominal criava sérios problemas de financiamento para vários setores considerados prioritários, como energia, agricultura e exportação, neste último caso agravados pela valorização do câmbio. Como vimos, para sustentar o nível de renda desses setores e viabilizar a sua expansão, foram criadas inúmeras linhas de crédito seletivas com juros subsidiados, geridas pelos fundos e programas do Banco Central. Essas linhas de crédito possuíam um custo expressivo, pois em geral sequer cobriam a correção monetária. A questão, portanto, reside em verificar como foram financiadas.

O financiamento de tal política anticíclica, ou mesmo de uma política de reorientação da economia, poderia ter sido feito através de uma política monetária menos rígida, combinada com aportes de recursos fiscais. Como na verdade se combinou uma política expansiva de gastos com uma política restritiva do ponto de vista monetário, o resultado teria de ser uma expansão expressiva da dívida pública. Dito de outra maneira, o crescimento da dívida pública resultou de uma combinação particular de política econômica, em que a expansão dos gastos era financiada por dívida pública, a

uma taxa de juros elevada em função de uma estratégia específica de ajuste de balanço de pagamentos. A rigor, tanto a política anticíclica quanto o acúmulo de reservas internacionais constituíram fatores de expansão da dívida pública. Nesse último caso, por uma estratégia deliberada de enxugar a liquidez decorrente da monetização dos empréstimos externos.

A questão anterior é extremamente polêmica e vista de forma distinta por Tavares e Belluzzo (1982). Segundo a visão desses autores, a ampliação das dívidas após 1974, em particular da dívida pública, não implicou gastos adicionais de investimento e consumo. Assim, a ampliação da relação haveres financeiros/PIB, e particularmente da dívida pública/PIB, apenas espelhariam a reciclagem das dívidas públicas e privadas a uma taxa de juros mais elevada.

A elevação da taxa nominal de juros por conta da alta inflacionária e, posteriormente, pela política de ajuste monetário do balanço de pagamentos em face do endividamento prévio, criou a necessidade de reciclagem do débito de vários setores produtivos, além de aumentar as necessidades de recursos para a rolagem da dívida pública preexistente. De outro lado, havia as grandes empresas superavitárias que, tendo desacelerado seus investimentos, procuravam valorizar seu capital na esfera financeira.

O objeto da ciranda financeira seria dessa forma a reciclagem das dívidas dos setores deficitários e a dívida

pública. Esta, além do crescimento decorrente da rolagem do estoque anterior, era ampliada em razão da política de acumulação de reservas. O raciocínio deixa de fazer sentido quando constatamos que boa parte da reciclagem das dívidas do setor privado foi realizada por linhas de crédito seletivas ao abrigo do orçamento monetário. Dessa forma, o setor público bancou o refinanciamento do passivo do setor privado, em parte com recursos fiscais, mas preponderantemente pela expansão de dívida pública. A acumulação de reservas internacionais constituiu um fator de pressão adicional sobre a expansão da dívida, em razão da política de contenção da liquidez que visava manter taxas de juros domésticas elevadas.

A questão ganha maior nitidez quando analisada da ótica de financiamento do Banco Central. Tanto as linhas subsidiadas - fundos e programas - quanto o acúmulo de reservas constituem operações ativas. Do ponto de vista de seu financiamento, poder-se-ia ter utilizado a emissão monetária (passivo monetário) ou de dívida pública (passivo não monetário). A opção pela segunda alternativa gerou um custo a ser coberto, resultante da diferença entre a remuneração das operações ativas e passivas que, em ambos os casos, pressionaram a expansão da dívida pública.

Qual então o significado da ciranda financeira durante esse período? Como vimos, a ampliação da dívida pública não se constituiu apenas em instrumento de

valorização do capital fictício, sem impacto substantivo na demanda agregada. De fato, o que podemos afirmar com certeza é que, com a elevação das taxas de juros domésticas, a dívida pública cresce a uma taxa superior à da produção.

A questão, da ótica das finanças públicas, pode ser colocada como um desequilíbrio potencial. Observamos que a carga de juros até 1980, embora crescendo a taxas elevadas, não possuía peso significativo. Por outro lado, a autonomização da dívida pública já se colocava como problema devido à política anticíclica combinada com a política monetária restritiva, criando um expressivo diferencial entre o crescimento da dívida e das receitas públicas. Entre 1974 e 1978, a dívida pública mobiliária interna passa de 5,3% para 7,4% do PIB e de 21% para 29% da carga tributária bruta no mesmo período.

No contexto descrito, Coutinho e Belluzzo (1982) entendem a heterodoxia desastrada levada a cabo pelo então Ministro Delfim Netto, em 1979/80, como uma estratégia de restauração das finanças públicas. A tentativa de reforma fiscal e recuperação de preços e tarifas públicas, a maxidesvalorização com o intuito de reduzir os incentivos e subsídios às exportações e a prefixação das correções monetária e cambial para desagiar a dívida pública são as principais medidas de política econômica desse período.

A percepção de que a situação das finanças públicas, em especial a dívida pública, constituía um

elemento de instabilidade, ainda que correta, era incompleta. Subestimava-se a profundidade da restrição externa. O deságio da dívida pública através da prefixação das correções monetária e cambial, em 1980, e a recuperação da carga tributária líquida pela redução de subsídios e incentivos supunham condições de estabilidade externa, inclusive com a manutenção de financiamentos para ancorar a retomada do crescimento.

Vejamos alguns números: apesar do sucesso em desagiar a dívida pública interna, que cai de 7,4% do PIB, em 1978, para 4,2% em 1980, as medidas da heterodoxia desastrada não conseguem recuperar a carga tributária líquida que, de 15% em 1978, cai para 12% em 1980, em razão da elevação dos subsídios, com destaque para os subsídios diretos aos combustíveis (Tabela 4.2). Por outro lado, o rompimento das regras de fixação do câmbio e da correção monetária líquida de vez a convenção dos contratos em termos reais, tornando o setor privado avesso ao risco de tomar crédito de longo prazo.

Ao final podemos afirmar que a heterodoxia desastrada constituiu o canto do cisne do ciclo de crescimento pós-1964. Apesar da visão correta quanto à dimensão doméstica do desequilíbrio, que se expressava na deterioração do financiamento público, subestimou-se a restrição de financiamento externo. Se fosse possível, uma vez desagiada a dívida pública, praticar simultaneamente

políticas fiscal e monetária expansionistas, a estratégia teria logrado sucesso. Essa possibilidade, contudo, dependia de financiamento externo abundante para evitar nova expansão descontrolada da dívida pública interna. A rápida deterioração das condições de financiamento, a partir do segundo choque do petróleo, e a contínua perda de reservas internacionais colocaram por terra as chances de continuidade do padrão de financiamento que havia sustentado o ciclo de crescimento precedente.

4.2 - A ruptura do financiamento externo (1981/84)

Nos anos 80, a crise do padrão de financiamento do setor público, que havia sido gestada em grande medida na segunda metade dos anos 70, explicita-se na sua integralidade. O fator marcante da crise é a ruptura do financiamento externo que, após o segundo choque do petróleo, deteriora-se crescentemente, até culminar, em 1982, com a extinção do mercado voluntário de crédito para países em desenvolvimento. Essa ruptura exige, a partir de 1983, a inversão dos fluxos de recursos ou, mais precisamente, a transferência de recursos reais ao exterior.

Esse constrangimento atinge duplamente as finanças públicas, já potencialmente deterioradas pela política praticada no quinquênio anterior. De um lado, o setor público intensifica sua ação no sentido de viabilizar

a rápida geração de um superávit comercial para fazer face à transferência de recursos reais, o que implica a ampliação do volume de incentivos e subsídios (Tabela 4.3). De outro, por ser o principal devedor em moeda estrangeira, arca com o ônus do pagamento de uma carga de juros elevada. Nesse contexto, segundo Belluzzo (1988), o ano de 1983 é absolutamente crucial, em razão da maxidesvalorização cambial que desequilibra a capacidade de pagamento do Estado vis-à-vis suas receitas, em função do crescimento excessivo dos encargos da dívida externa.

Tendo como marco central a transferência de recursos reais ao exterior, a deterioração das finanças públicas pode portanto ser vista de dupla perspectiva. A princípio está posta a questão de como o setor público viabiliza a geração do superávit comercial, o que, como veremos, não pode ser subestimado, dado o impacto sobre a deterioração das receitas públicas. O outro aspecto da questão é o de como o setor público, principal devedor em moeda estrangeira, adquire as divisas do setor privado ou, mais particularmente, como financia a aquisição dessas divisas se não produz bens comercializáveis e, portanto, não produz diretamente divisas.

Não é demais enfatizar que a questão da transferência de recursos reais para o exterior está no cerne da deterioração das finanças públicas. Como alertam com propriedade Fraga Neto e Lara-Resende (1985), existem

dois problemas distintos : um global, de balanço de pagamentos, que diz respeito à geração das divisas necessárias para servir a dívida externa; outro é exatamente o problema orçamentário. Se o orçamento de divisas do setor privado é superávitário e o do setor público, deficitário, torna-se relevante como o setor público adquire ao setor privado internamente as divisas geradas.

A questão do financiamento público, contudo, não pode ser reduzida à denominada questão orçamentária, vale dizer, às formas pelas quais o Estado financia internamente a aquisição de divisas do setor privado exportador. Essa pode ser apenas a forma final de manifestação do problema, o que não exclui a análise de como o setor público viabiliza o superávit e, por isso mesmo, deteriora suas condições de financiamento. Dessa perspectiva examinamos inicialmente o comportamento global das finanças públicas, em associação com a primeira questão, para em seguida discutirmos a questão orçamentária propriamente dita.

Retomando o cerne da questão, podemos afirmar que nos anos 80, com o esgotamento do financiamento externo, o Estado, que já possuía um importante desequilíbrio em suas contas, fruto da política anticíclica pregressa, defronta-se com um desequilíbrio ampliado em razão da transferência de recursos ao exterior ou, mais precisamente, aos encargos da dívida externa. Para financiar o déficit ampliado havia, do ponto de vista doméstico, soluções

distintas: o ajuste fiscal, a emissão monetária, a emissão de dívida pública interna ou uma combinação dessas três alternativas. Para analisar como esse desequilíbrio foi enfrentado, vejamos a seguir os vários aspectos das finanças públicas nos anos 1981/84.

Uma análise global a partir das contas nacionais (Tabela 4.2) mostra que, no período 1981/84, a carga tributária bruta se sustenta nos anos de recessão no patamar de 24% do PIB, para declinar expressivamente no primeiro ano de recuperação. A retomada do nível de atividades, a partir do crescimento das exportações, reduz a carga tributária em razão da renúncia fiscal decorrente do drive exportador. É importante assinalar esse ponto, pois mesmo as medidas tributárias destinadas a elevar a carga de impostos diretos - como a tributação do mercado financeiro - são insuficientes para compensar a queda da arrecadação advinda das isenções fiscais.

A conclusão anterior é secundada pela análise de Teixeira e Biasoto (1988), segundo a qual, no período 1982/84, apesar dos pacotes tributários que visavam mudar a composição da receita em favor dos impostos diretos - aumento do IRPF e do IRPJ, notadamente sobre a riqueza financeira, além da criação do FINSOCIAL em 1982 -, a carga tributária continua a se reduzir. Isso em razão da recessão e da aceleração inflacionária, mas principalmente em função

do drive exportador, que acarreta uma redução mais que proporcional nos impostos indiretos .

A importância da reorientação do crescimento na deterioração da carga tributária bruta, que aparece precisamente em 1984, ano em que ocorre a recuperação, é absolutamente central. Apesar de a mádesvalorização em 1983 ter permitido a redução dos incentivos e subsídios às exportações, o maior coeficiente exportado em relação ao PIB aumenta o valor desses incentivos e subsídios. Os dados da Tabela 4.3 mostram que os incentivos fiscais, as isenções e os subsídios ao comércio exterior - exclusive creditícios - dobram a sua participação entre 1980 e 1984, de 1,3% do PIB para 2,7%, com o maior crescimento ocorrendo em 1983 e em 1984.⁽²⁴⁾ A constatação tem importância na medida em que a reorientação do crescimento ou o drive exportador, diferentemente dos outros fatores responsáveis pela queda da carga tributária bruta, como a aceleração da inflação ou a recessão, tem caráter permanente. Ao contrário dos outros dois, que podem ser revertidos pela estabilização e retomada do crescimento, no caso da reorientação do crescimento apenas uma reforma tributária profunda pode reverter a queda da carga tributária.

(24) Note-se que os subsídios creditícios, embora sem impacto direto na carga tributária, também crescem continuamente ao longo do período, reforçando o impacto negativo sobre as finanças públicas.

Embora não diretamente associada à geração dos superávits comerciais, ou seja, ao comércio exterior, a renúncia fiscal por conta dos chamados incentivos regionais e setoriais alcança valores elevados. Como se pode ver na Tabela 4.3, o conjunto das isenções oscila em torno de 4,5% de PIB, com uma parcela crescente das isenções referentes ao comércio exterior. No período 1981/84, o conjunto da renúncia fiscal representa uma parcela crescente da receita fiscal, alcançando 36% da mesma em 1984. Ou seja, ao mesmo tempo em que se preservam os incentivos regionais e setoriais, ampliam-se aqueles destinados a viabilizar a geração de um superávit comercial. Nesse sentido, podemos concluir que, da ótica da receita, o ajuste fiscal no período 1981/84 foi incapaz de deter a queda da carga tributária bruta.

Durante o período em questão, a deterioração da carga tributária líquida é superior à queda da carga tributária bruta em 0,5 pontos percentuais do PIB. Em termos proporcionais, sua queda é bem expressiva - cerca de 50% -, mas se deve fundamentalmente à redução da carga bruta. O que observamos no período é que, dada a CTB dos fatores determinantes da CTL, o crescimento da carga de juros com as dívidas externa e interna é compensado pela redução dos subsídios. Isso nos conduz a um ponto que merece maiores esclarecimentos.

Segundo Bontempo (1988, p. 13), as contas nacionais deveriam computar como subsídios as "/.../ transferências recebidas do governo pelas empresas na forma de receitas adicionais à produção, com base na quantidade e/ou valor das mercadorias produzidas, exportadas e consumidas ou, ainda na forma de utilização dos fatores de produção". O que ocorre na prática, no registro dos subsídios nas contas brasileiras, é que são computados basicamente aqueles subsídios concedidos diretamente ao setor privado, com destaque para açúcar e álcool, e trigo. Nos bens produzidos ou fornecidos pelo setor público, o único subsídio computado é o referente aos combustíveis. Ao longo do período considerado, os subsídios concedidos a esses produtos de fato se reduziram acentuadamente, como transparece nas contas nacionais.

Existe contudo um amplo conjunto de subsídios, representado pela deterioração de preços e tarifas públicas, que não é computado como tal, uma vez que as transferências para sustentar esses subsídios são realizadas através de outros mecanismos, como transferências de capital e assunção de dívidas. Esse conjunto de "subsídios invisíveis" representou papel crucial no ajustamento do setor privado à crise e na viabilização da geração do superávit comercial. Esse ponto é bem observado por Werneck (1987), para quem a maior parcela do ônus do ajustamento externo recaiu sobre o setor público, em particular sobre as empresas estatais. A

deterioração dos preços de produtos e insumos de uso generalizado configurou um subsídio de elevada magnitude ao setor privado que não encontra registro nas contas nacionais.

Os dados da Tabela 4.4 mostram expressiva defasagem de preços no setor público, com destaque para telecomunicações, aço e energia elétrica. A combinação de defasagem de preços com elevados custos financeiros oriundos do endividamento externo prévio tornou vários desses setores praticamente insolventes, exigindo transferências crescentes do Tesouro, contribuindo dessa forma para deteriorar as finanças públicas.

Voltando à redução da carga tributária líquida, outro ponto que chama a atenção é o crescimento de quase três pontos percentuais do PIB na carga de juros (Tabela 4.2). Vimos anteriormente que, da ótica das receitas, foi nulo o esforço para gerar acréscimo de arrecadação com o intuito de fazer face a essas despesas financeiras. Resta portanto verificar o que ocorreu com os gastos ativos.

Quando se analisam as despesas (Tabela 4.5), fica transparente a insustentabilidade do ajuste fiscal tentado durante o período. O corte de gastos, apesar de generalizado, atinge mais que proporcionalmente as despesas com investimentos, cuja redução no período é de 50%. Os gastos de custeio também sofrem expressiva redução, de 33,4%, destacando-se no final do período o corte dos

recursos destinados a pessoal. As despesas correntes só mantêm valor aproximadamente constante devido à maior rigidez das transferências correntes. De qualquer maneira, é importante ressaltar o caráter não-linear dos cortes, que sacrificaram prioritariamente os gastos com investimento.

A inviabilidade de tal ajuste está em que a carga tributária continua reduzindo-se, o que o tornaria self-defeating. Em outras palavras, a nova orientação do crescimento continuava erodindo a carga tributária, o que, para a continuidade de redução do déficit público, exigiria a sustentação dos gastos públicos em patamar baixíssimo, quando não a realização de novos cortes, incompatível com as necessidades do crescimento econômico.

A inviabilidade desse tipo de ajustamento, prioritariamente centrado no corte de despesas, aparece também no profundo corte dos investimentos das empresas estatais durante o período. Dados da SEPLAN/SEST (1989) mostram que o investimento das empresas estatais, entre 1981 e 1984, se reduz 40% em termos reais. O caráter estratégico desses investimentos, dada a concentração dessas empresas nas áreas de bens intermediários e insumos básicos, demonstra a incompatibilidade desse tipo de ajustamento com uma trajetória sustentada de crescimento.

A política de ajustamento das contas públicas logra um sucesso aparente, porém episódico, já que reduz substancialmente o déficit público durante o período (Tabela

4.6). A persistência do déficit público, apesar da política fiscal contracionista e dos cortes de investimentos no setor produtivo estatal, exige o exame mais acurado dos seus determinantes, de como foi realizado o seu financiamento durante o período e de quais as suas conseqüências nos anos seguintes.

Os dados da Tabela 4.6 mostram que a redução do déficit ocorre apesar da expressiva elevação da carga de juros, que chega a alcançar 7,1% do PIB em 1984. Esse aumento na carga de juros tem vários determinantes, além do decréscimo do PIB durante o período. Em relação à dívida interna, a alta foi determinada pela política monetária restritiva e o conseqüente aumento dos juros internos. Quanto aos encargos da dívida externa, combinam-se a elevação da taxa de juros internacional com a maxidesvalorização cambial de 1983, como fatores relevantes do aumento de seu custo. Há outra razão para o aumento dos encargos da dívida externa que diz respeito a sua estatização crescente, cujos mecanismos serão discutidos adiante.

Interessa assinalar que, apesar da elevação da carga de juros, o déficit público é declinante, o que supôs durante o período a realização de superávits primários crescentes. Em 1983 e 1984, os superávits corresponderam a 36,3% e 64,7% do total da carga de juros, representando um ajuste fiscal de grande magnitude. Contudo, como o ajuste se

baseou no corte de gastos sem o correspondente aumento das receitas, via reforma tributária de profundidade - ao contrário, as cargas bruta e líquida caíram - ou ampla revisão de incentivos e subsídios, ele possuiu caráter episódico. A própria geração de superávits comerciais dependia da redução da carga tributária, ao mesmo tempo em que a política cambial agressiva e os juros internos elevados aumentavam a carga de juros.

A forma pela qual o déficit - embora declinante - foi financiado pode ser entendida por meio dos dados sobre a dívida líquida do setor público (Tabela 4.7). O período 1982/84 constitui o de maior crescimento do endividamento público, expandindo-se simultaneamente as dívidas externa e interna como proporção do PIB. Como estamos analisando a relação dívida líquida/PIB, é necessário examinar de forma isolada a evolução de cada dívida, tendo em conta que o decréscimo do PIB e as taxas de juros positivas são mecanismos gerais de ampliação do grau de endividamento.

Quanto à dívida externa, além da maxidesvalorização cambial, outro fator relevante de seu crescimento no período (apesar da ausência de fluxos de financiamentos líquidos do exterior) foi a assunção pelo setor público de dívida externa de responsabilidade do setor privado, por meio de dois instrumentos principais : os depósitos registrados em moeda estrangeira e os depósitos de

projeto referentes à renegociação da dívida sob a supervisão do FMI.

Antes de avaliarmos os dois mecanismos de endividamento adicional do setor público em moeda estrangeira, vejamos os aspectos macroeconômicos da questão. Há significativa distinção entre o financiamento externo da economia e o financiamento externo do governo. Mesmo na ausência de novos financiamentos externos à economia, o financiamento externo ao governo pode aumentar, pelo crescimento da sua participação no estoque da dívida já existente ou pela redução das reservas. Em ambos os casos, o governo recebe moeda doméstica do setor privado - no primeiro, responsabilizando-se por parcela maior da dívida já existente; no segundo, vendendo divisas ao setor privado ou utilizando-as para pagamento de seus compromissos, sem necessitar emitir títulos ou moeda. Do ponto de vista orçamentário, o governo obtém recursos em moeda doméstica para financiar a compra de divisas do setor privado.

Para Batista Jr. (1989), o processo de transferência de dívida externa do setor privado para o setor público tem maior importância no período 1983/84. O autor põe em destaque a distinção entre o financiamento bruto em moeda estrangeira para o setor público, dado pela soma da dívida registrada mais a dívida não-registrada (linhas comerciais de curto prazo e pagamentos externos atrasados), mais a dívida vincenda depositada no Bacen (DRME

e depósitos de projetos), e o financiamento líquido do qual se deduz a acumulação de reservas.

O período de endividamento público mais intenso está compreendido entre 1979 e 1984, no qual a dívida externa pública líquida cresce 158% (Tabela 4.8). A sua participação na dívida total líquida passa de 54%, em 1979, para 71% em 1984. Parcela significativa dessa ampliação advém de assunção de dívida do setor privado. O financiamento ao setor público, por meio das várias formas de endividamento externo, só não é mais intenso porque, no final do período - em particular em 1984 -, há expressivo aumento das reservas. O movimento prossegue entre 1985 e 1987, porém com menor intensidade, tanto pela redução do crescimento adicional de novos financiamentos quanto pela redução do ritmo da estatização. Contudo, o setor público financia-se adicionalmente pela perda acentuada de reservas internacionais.

Dado o esgotamento dos financiamentos externos à economia, vejamos em maior detalhe como o setor público se financia por meio da assunção de dívida de responsabilidade do setor privado. Um dos instrumentos importantes foram os DRME que, com a crescente instabilidade cambial e as possibilidades de maxidesvalorização que de fato ocorrem a partir de 1979, se transformam em hedge cambial para os segmentos endividados em moeda estrangeira. Embora os depósitos e saques fossem livres - à exceção de períodos

curtos, em que foram congelados para evitar expansão descontrolada da base monetária e, após 1986, quando os saques são definitivamente suspensos -, o setor privado realiza por meio deles um pré-pagamento da sua dívida externa. Tanto é assim que os DRME crescem continuamente entre 1978 e 1983, passando de U\$ 2,5 bilhões para U\$ 6,9 bilhões (Tabela 4.8).

A principal forma de financiamento do setor público, no que diz respeito à assunção de dívida externa do setor privado, foram os denominados depósitos de projeto oriundos da forma específica pela qual se processou a renegociação da dívida externa sob supervisão do FMI. Esses depósitos são extremamente relevantes do ponto de vista do financiamento público no período 1983/84, inclusive porque dão margem à troca de posições entre o setor público e o privado. Vejamos a questão em detalhe.

É fundamental, a princípio, compreender como a dívida externa é reestruturada, tendo como principal característica a intermediação do Banco Central. De um lado têm-se os denominados depósitos de projeto no Bacen - referentes ao dinheiro novo, à reestruturação das amortizações e às linhas de curto prazo -, que constituem a oferta de recursos em moeda externa. De outro, os agentes domésticos públicos e privados, potencialmente os demandantes dos recursos, que podem candidatar-se ao refinanciamento ou pagar a dívida em moeda doméstica. No

caso do setor público, há uma especificidade, uma vez que o refinanciamento significa substituir dívida externa diretamente contratada no exterior por dívida interna junto ao Bacen.

Os mecanismos de reestruturação da dívida do setor público são particulares e têm implicações importantes. O acesso ao refinanciamento das amortizações devidas dava-se por crédito-ponte do Bacen (Aviso MF-30). Contudo, a insuficiência de recursos do setor público para cobrir também os encargos da dívida gerou um volume de créditos-ponte superiores aos depósitos de projeto. Uma parcela do financiamento desses encargos adveio de recursos não-demandados pelo setor privado. No entanto, esse endividamento externo adicional foi insuficiente para a rolagem da dívida do setor público e, de modo a evitar a emissão pura e simples para a cobertura desses créditos, o Bacen foi obrigado a endividar-se com o setor privado, principalmente com a emissão de dívida mobiliária.

Como mostra Cavalcanti (1988), mesmo com transferência de dívida externa do setor privado para o setor público, o lastro de recursos não era capaz de suprir o conjunto da demanda, em especial do setor público. Esta, em particular, excedia a oferta de recursos remanescentes, pois as empresas públicas não geravam os recursos necessários para cobrir os juros e precisavam refinanciá-los junto com o principal. O acesso aos recursos era feito de

maneira provisória através do crédito-ponte (Aviso MF-30) do Bacen e, posteriormente, coberto com o relending. Como o volume de MF-30 (conta ativa) excedia o montante de recursos disponíveis para relending (passivo não-monetário), a diferença teria de ser coberta por emissão (passivo monetário) ou por dívida pública mobiliária (passivo não-monetário). Temos assim outra dimensão importante do financiamento público nesse período, que consiste na expansão da dívida pública interna em razão do pagamento dos encargos da dívida externa, tema que retomaremos em seguida.

Uma idéia mais precisa da importância desse tipo de estatização da dívida externa durante o período é oferecida pelos dados da Tabela 4.8. Por meio dos mecanismos descritos e de outros menos relevantes, que decorreram da centralização da renegociação da dívida externa no Bacen, tem-se como resultado que a participação da dívida externa do governo federal e do Bacen na dívida externa pública líquida total cresce progressivamente a partir de 1979, passando de 16,9% para 43,9% em 1983. Apesar de esse movimento refletir parcialmente a estatização maior da dívida externa pela participação ampliada nos fluxos de novos empréstimos, o seu significado mais amplo está no fato de constituir-se em estatização adicional da dívida e em fonte de financiamento relevante para o setor público até 1984.

A insuficiência do financiamento externo durante o período considerado certamente constituiu um instrumento de crescimento da dívida pública interna. Como visto, a própria rolagem da dívida externa do setor público origina um crescimento da dívida interna. Por outro lado, o crescimento da dívida interna líquida do setor público, que passa de 12,8% do PIB, em 1982, para 19,5% em 1984 (Tabela 4.7), não pode ser entendido fora do contexto de uma política monetária restritiva, que visava reduzir a absorção doméstica e garantir a geração do superávit comercial.

A expansão da dívida interna, que além do financiamento do déficit, explica-se pela elevação deliberada das taxas de juros possui uma face contraditória com o pretendido ajuste das finanças públicas. Já constatamos o elevado volume de subsídios e da renúncia fiscal durante o período. A elevação das taxas de juros, por sua vez, pressiona fortemente para a manutenção dos subsídios creditícios, principalmente ao setor exportador e à agricultura. Os dados de desembolsos líquidos das autoridades monetárias, com créditos direcionados e gastos do Tesouro Nacional com operações favorecidas (Tabela 4.3), mostram valores elevados no período 1981/84 - acima de 4,5% do PIB -, crescendo ainda mais no biênio 1983/84, para uma média de 6,5% do PIB. Embora o crescimento do último biênio tenha resultado basicamente de operações com o setor público para honrar a dívida externa, a parcela destinada ao

setor privado persistiu como a mais relevante. De qualquer maneira, o que importa ressaltar é que essas operações certamente pressionaram de modo significativo a expansão da dívida pública interna.

Diante dos dados analisados, parece evidente que a redução do déficit público obtida no período estava longe de refletir o equacionamento mais duradouro do financiamento do setor público. Na verdade, a combinação simultânea de corte de gastos ativos (em especial de investimentos) com a manutenção de incentivos e subsídios (associados à política monetária restritiva) criou uma situação de profundo desequilíbrio no financiamento público. Até 1984, como ainda era possível contar com financiamento externo, a crise de financiamento público não se explicitou de modo global. É no período seguinte que ela irá se manifestar com toda a intensidade.

4.3 - O encilhamento financeiro (1985/89)

A crise do financiamento público, que já se havia manifestado quando do ajustamento promovido com o intuito de permitir a transferência de recursos reais para o exterior, agrava-se de maneira radical durante a Nova República. No que diz respeito à carga tributária bruta (Tabela 4.2), a queda durante o período é ainda mais drástica, reduzindo-se em 1989 para cerca de 20% do PIB.

Convém assinalar a ocorrência de dois períodos distintos, que ajudam a entender os determinantes de deterioração tão expressiva da carga tributária bruta.

Em 1985/86, há a elevação episódica da carga tributária bruta, por conta da retomada do crescimento em um quadro de crescente importância da absorção doméstica. Ou seja, além do efeito cíclico, a carga tributária bruta eleva-se por conta da redução da renúncia fiscal. Note-se que apesar de os incentivos fiscais regionais e setoriais permanecerem intocados durante o período, o total da renúncia fiscal cai como percentagem do PIB, acompanhando a diminuição da renúncia fiscal relativa ao comércio exterior (Tabela 4.3). Aos fatores mencionados agrega-se, em 1986, a súbita queda da taxa de inflação produzida pelo Plano Cruzado, que diminuiu o efeito Tanzi.

Entre 1987 e 1989, a carga tributária bruta sofre queda continuada, tanto pela estagnação do crescimento combinada com o drive exportador, como pela inusitada aceleração inflacionária. É provável que essa queda fosse ainda maior caso os impostos indiretos não tivessem sido indexados. Do ponto de vista da preservação da carga tributária, aliás, essa foi a única medida de maior impacto, afora alguns aumentos marginais de alíquotas em bens supérfluos. De qualquer forma, considerando a indexação dos principais impostos indiretos, que ocorre em 1988 após sucessivas reduções de prazo de recolhimento, fica

fortemente sugerido um importante aumento da sonegação fiscal. E este é, sem dúvida, um significativo indicador da completa entropia na qual entram as finanças públicas, tendo em vista que traduz a perda de poder de capacidade impositiva por parte do Estado.

Contrasta com o comportamento da carga tributária bruta a evolução da carga tributária líquida. Embora com comportamento cíclico idêntico ao da carga tributária bruta, após o crescimento nos anos 1985/86, a queda que ocorre no período 1987/89 coloca a carga tributária líquida em patamar superior ao dos anos 1981/84. O aumento que ocorre nos anos 85/86, descontada a ampliação da carga tributária bruta, deveu-se à redução da carga de juros, já que os subsídios permaneceram constantes. Quanto aos subsídios registrados pelas contas nacionais, a sua manutenção certamente está vinculada à tentativa de preservação do congelamento de preços durante o Plano Cruzado.

A queda observada no período 1987/89, além de refletir a redução da carga tributária bruta, mostra uma inversão comparativamente ao período anterior: a elevação da carga de juros e a redução dos subsídios. Esses dados indicam que durante o período algum esforço fiscal foi realizado do ponto de vista da redução dos subsídios diretos. Contudo, como já vimos, grande parcela dos mesmos não aparece nas contas nacionais, pois se referem à

defasagem de preços e de tarifas públicas. Vejamos, portanto, seu comportamento.

A defasagem de preços e tarifas públicas, que constitui importante subsídio ao setor privado e um fator crucial de desequilíbrio das finanças públicas, ampliou-se no período 1984/89. Inicialmente, nos anos 85/86, os dois congelamentos de preços fizeram com que a maioria dos preços e tarifas fosse reajustada abaixo da inflação. A defasagem foi particularmente elevada em 1985, devido ao congelamento isolado dos preços públicos, que constituía uma das principais medidas de redução da taxa de inflação da gestão Dornelles. A breve tentativa de recuperação do atraso desses preços, após setembro de 1985, já na gestão Funaro, foi sustada pelo congelamento geral de preços em fevereiro de 1986, ocorrendo nesse ano nova e importante defasagem (Tabela 4.9).

A partir de 1987, principalmente após a gestão Bresser, tenta-se novamente outra recuperação de preços e tarifas públicas, registrando-se no ano a menor defasagem. Contudo, com a aceleração inflacionária, essas tentativas se mostram cada vez mais infrutíferas e os preços e tarifas voltam a apresentar maior deterioração em 1988/89. Os dados sugerem que, tendo em vista o caráter fundamental dos preços públicos na formação dos demais preços, as tentativas de recuperar as defasagens terminam por ocasionar a aceleração da inflação, inviabilizando a recuperação

pretendida. Esse parece ser sem dúvida um problema crucial e de difícil solução no equacionamento do financiamento do setor público. A defasagem acumulada de preços e tarifas, que obriga a crescentes transferências do Tesouro Nacional para as empresas, cristalizou uma estrutura de preços relativos, cujas tentativas de mudança acarretam aceleração da inflação.

Voltemos a outro importante fator de determinação da carga tributária líquida. Vimos que a carga de juros influenciou de forma significativa a variação da carga tributária líquida no período 1984/89. A partir do pico atingido em 1984, ela decresce durante três anos consecutivos, volta a crescer a partir de 1988 e já em 1989 atinge proporção do PIB idêntica à de 1984. Nessa trajetória, destaca-se a crescente participação da carga de juros interna vis-à-vis a externa, refletindo parcialmente a substituição de fonte de financiamento do setor público.

No período de queda da carga de juros, em 1985/87, o declínio ocorre para ambas, interna e externa, refletindo o movimento mais geral de retomada do crescimento do PIB. Esse resultado pode ser explicado, no que tange ao movimento estrito das taxas de juros, por um declínio da taxa externa ao longo do período. Com menos importância, pode-se atribuir a queda da carga de juros interna à redução do patamar dos juros pagos como remuneração dos títulos públicos (Tabela 4.10). No período seguinte, observa-se

movimento oposto, com elevação tanto da taxa de juros interna quanto externa, o que parcialmente explica a elevação da carga de juros, influenciada também pela estagnação do PIB.

Quanto à carga de juros interna, os dois últimos anos são bastante peculiares, pois a elevação deliberada das taxas de juros tinha como justificativa o alongamento dos prazos da dívida interna. Apesar dessa elevação, os prazos mantiveram-se muito curtos, indicando pouca efetividade da taxa de juros para conseguir tal objetivo. Dito de outra forma, o elevado patamar inflacionário e, portanto, os riscos de perda patrimonial através de defasagens no indexador que corrige o estoque da dívida, bem como a desconfiança na capacidade de pagamento do Estado, tornam a política de juros elevados inócua como instrumento de alongamento de prazos, revelando outra face do deterioramento do financiamento público. (25)

Durante o período, a melhoria conseguida na carga tributária líquida não se refletiu em redução do déficit público. Os anos 1985/89 mostram um déficit medido pelo conceito operacional em média superior ao do período

(25) Como veremos posteriormente os movimentos da carga de juros estão fortemente influenciados pela relação entre a inflação e as correções monetária e cambial que atualizam o valor do estoque da dívida. Num período marcado por vários congelamentos de preços e oscilações na taxa de câmbio, dado o elevado estoque de dívida, a relação entre os indexadores das dívidas e a inflação passa a ser central na determinação da carga de juros.

1981/84. Mais ainda, a magnitude crescente desse déficit sugere um descontrole explícito das finanças públicas, o que nos leva a examinar em detalhe a política de gastos públicos realizada no período. O declínio do superávit primário ao longo do período sugere uma política fiscal menos contracionista do que a realizada no período anterior (Tabela 4.6). De fato, durante todos os anos examinados, o superávit primário cobre parcela cada vez menor da carga de juros. Nos dois últimos anos, quando esta volta a crescer, o superávit primário obtido não evita que esse crescimento se traduza em expressivo aumento do déficit público.

Como vimos, considerado o crescimento da carga de juros, o ajustamento obtido em 1981/84, com o superávit primário cobrindo parcela expressiva da mesma, deveu-se primordialmente ao corte nos gastos, tendo portanto poucas chances de sustentação. Trata-se assim de esclarecer em que medida a gestão da política fiscal no período 1985/89 agravou a situação das finanças públicas ou apenas executou uma política inevitável. A série mais longa de dados das contas nacionais (Tabela 4.2) mostra que os gastos correntes são sistematicamente crescentes como percentagem do PIB a partir de 1985, alcançando participação superior à do período pré-recessivo. Isso de fato indica um padrão de recuperação de gastos inconsistente com a crise das finanças públicas, contribuindo para agravá-la.

O exame de dados mais detalhados (Tabela 4.5) mostra um crescimento diferenciado das categorias de despesa. O aumento de 105% em valores reais das despesas correntes, entre 1984 e 1988, confirma um padrão equivocado de recuperação de gastos públicos, pela magnitude do crescimento e pela sua composição. Nesse sentido, merece destaque o crescimento ainda maior das despesas de custeio. Ao final da década, a volta das despesas correntes a uma participação idêntica à observada no início dos anos 80 não significa, contudo, um ajustamento efetivo mas apenas sua perda de importância diante das despesas de capital.

No que se refere às despesas de capital, os dados indicam aparentemente a retomada dos investimentos públicos. De fato, pode-se observar expressiva recuperação dos investimentos, com crescimento de 233% no período. Contudo, em 1988, a participação dos investimentos no total das despesas é idêntica à que se registrou em 1980. O dado mais relevante é o excepcional crescimento das transferências de capital (473%). Sua participação nas despesas é continuamente crescente após 1985 e expressa a importância das transferências de recursos fiscais para a capitalização das empresas estatais, vítimas de crescentes dificuldades, em razão do elevado grau de endividamento associado à crescente defasagem de preços.

Dada a restrição financeira sobre o setor público, oriunda do estoque de dívidas, tudo indica que nos

anos 80 foram tentados dois padrões de ajustamento inconsistentes. De início, a obtenção de um superávit primário insustentável e, posteriormente, a recuperação de gastos ativos excessivamente liberal em relação aos gastos correntes não contribuíram para amenizar as dificuldades de financiamento do setor público. Além disso, o Tesouro foi obrigado a arcar com o ônus crescente dos desequilíbrios das empresas estatais, que se torna fator adicional de estrangimento aos gastos públicos.

Por outro lado, o equacionamento da questão dificilmente se poderia restringir ao âmbito da política fiscal e à obtenção de um superávit primário equivalente à carga de juros. Esta, em torno de 5% do PIB, e o elevado espectro de subsídios e incentivos, necessários inclusive à geração de superávits comerciais, não admitem soluções convencionais para o equacionamento do problema.

A persistência de elevado déficit público no período 1985/89 leva-nos a indagar das condições de seu financiamento. O primeiro aspecto que chama a atenção é que, apesar dos déficits elevados observados no período, a participação da dívida líquida do setor público no PIB estabilizou-se em torno de 50%. Ao confrontarmos essa informação com o fato de que a carga de juros se eleva no período ao mesmo tempo em que se pratica uma política fiscal menos restritiva, chegamos à conclusão de que o estoque da dívida foi de alguma maneira desvalorizado. Diante dessa

evidência, cabe perguntar como foram financiados os déficits públicos recorrentes.

Observando a questão de outro ponto de vista, podemos constatar que as necessidades de financiamento do setor público, como percentagem do PIB, não se traduziram em aumento correspondente da dívida líquida do setor público medida de igual forma. Como os estoques de dívida estão indexados pelas correções monetária e cambial, uma explicação importante para tal fato está na defasagem das correções que atualizam o estoque das dívidas e a inflação que corrige o PIB. Os indexadores das dívidas são - com exceções, como veremos a seguir - idênticos à taxa de inflação. A correção se faz contudo de forma defasada no tempo, o que em períodos de aceleração inflacionária impõe um diferencial entre a inflação e os indexadores. (26)

Essa defasagem, que na prática representa a desvalorização do estoque da dívida, não pode ser todavia atribuída tão-somente à indexação em um contexto de aceleração inflacionária. Vejamos, portanto, as dívidas externa e interna separadamente (Tabela 4.7). No caso da dívida externa, parte da redução de sua importância após 1985 pode ser atribuída à apreciação cambial. Mas é preciso, nesse sentido, distinguir dois movimentos: entre 1985/87,

(26) Segundo cálculos de Batista Jr. (1989, pp. 31-32), a defasagem das correções monetária e cambial médias em relação ao deflator implícito do PIB no período 1985/88 foi, respectivamente, 27% e 28%.

apesar do crescimento do PIB, sua participação é ligeiramente crescente não só pela menor defasagem cambial como pela suspensão dos pagamentos em 1987, que implica endividamento adicional; já em 1988/89, num contexto de estagnação do PIB, além da apreciação cambial mais intensa, ocorre uma significativa amortização da dívida, como já indicado no capítulo anterior.

A dívida interna, após atingir um pico em 1985, sofre significativa redução em 1986, em razão da monetização da economia durante o Plano Cruzado. A partir de então, o seu crescimento é inexpressivo quando comparado ao déficit público. Certamente, a razão fundamental para isso foram os dois congelamentos de preços ocorridos no Plano Bresser e no Plano Verão. A construção de novos vetores de preços para servirem de base ao cálculo do índice de inflação resultou num expurgo da variação real dos preços nos indexadores, desvalorizando a dívida. Em 1989, a dívida interna volta a crescer, apesar da aceleração inflacionária e do Plano Verão. Esse crescimento esteve longe de traduzir a magnitude do déficit financiado nesse ano. Observou-se, contudo, uma política monetária ativa, que levou as taxas de juros a patamares inusitados (34,5% a.a.), eliminando parcialmente o deságio devido ao expurgo dos indexadores obtidos no Plano Verão.

A relativa estabilidade da dívida líquida do setor público, como percentagem do PIB, indica que a questão

central a ser analisada é a composição da dívida interna ou, mais precisamente, o mix de financiamento utilizado para financiar déficits crescentes num contexto de aceleração inflacionária. A pouca expressão da base monetária como proporção do PIB descarta de imediato os ganhos de seignorage como instrumento de financiamento dos déficits. O principal deles foi sem dúvida a dívida mobiliária da União, cuja participação passa de 10,4% do PIB, em 1984, para 13,9% em 1989.

O crescimento da dívida mobiliária, ligeiramente superior ao crescimento da dívida líquida durante o período, principalmente após 1987, mostra o seu caráter primordial, inclusive na substituição de outros tipos de dívida. Afora a dívida mobiliária, outros instrumentos tiveram papel pouco relevante e episódico no financiamento do déficit, destacando-se os depósitos voluntários do SBPE junto ao Bacen e as debêntures emitidas por empresas estatais.

O aspecto a ressaltar no financiamento do déficit e na composição da dívida líquida do setor público é o caráter de curtíssimo prazo que assume o financiamento, principalmente através da dívida mobiliária que, do ponto de vista dos aplicadores, possui liquidez imediata. A crescente liquidez dos títulos públicos tem dois determinantes principais: a progressiva precariedade das finanças públicas e a aceleração da inflação associada à manipulação dos indexadores, que exacerbam os riscos de perda patrimonial.

Num contexto em que parcela crescente da riqueza dos agentes superavitários consiste em riqueza financeira de grande liquidez, a contrapartida da deterioração do financiamento público é a possibilidade de conversão dessa liquidez em poder de compra, desencadeando a hiperinflação.

O ponto anterior é absolutamente central. No período 1984/89, o estreitamento das fontes de financiamento do setor público fez com que se privilegiasse de forma crescente o uso da dívida mobiliária de curtíssimo prazo. Diante dos riscos de perda patrimonial dos aplicadores, a taxa de juros nominal oferecida pelos títulos públicos foi crescente. Em 1988 e 1989, apesar da aceleração inflacionária provocada por essa estratégia de financiamento, estabelecem-se patamares crescentes para a taxa de juros real (Tabela 4.10).

O crescimento da dívida mobiliária de curtíssimo prazo, após 1986, só não se mostra mais intenso por conta das desvalorizações episódicas mediante os expurgos dos indexadores. Em contrapartida, o crescente grau de desconfiança leva à exigência de juros mais elevados e ao encurtamento dos prazos até o limite diário. Esse processo, que traduz a completa ruptura do financiamento público, tem como fim inevitável a crise de confiança e a fuga da riqueza financeira para ativos reais e de risco, como a que se inicia no ano de 1989.

Tabela 4.1

BRASIL

PRINCIPAIS SUBSÍDIOS(1) E INCENTIVOS FISCAIS DA ÁREA FEDERAL

1973/80

(% do PIB e da Rec. Trib. do Tes. Nac.)

SUBS. INC.	A N O S	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
INCENTIVOS/PIB		2,7	3,5	3,5	3,0	3,4	3,5	3,0	1,7
INCENTIVOS/REC. TRIB.		28,1	35,8	39,7	31,2	37,5	39,8	39,5	21,5
SUBSÍDIOS/PIB		0,4	1,3	1,7	2,4	2,5	1,9	3,2	6,0
SUBSÍDIOS/REC. TRIB.		3,8	13,1	19,8	24,8	27,4	21,9	40,9	77,8
SUBS. + INC./PIB		3,0	4,7	5,2	5,4	5,9	5,5	6,2	7,6
SUBS. + INC./REC. TRIB.		32,0	48,9	59,5	56,0	65,0	61,7	80,3	99,3

FONTES : Langoni (1981). Bases Institucionais da Economia Brasileira.

(1) Implícitos ao crédito (agropecuária, exportação); diretos (trigo, petróleo, soja, açúcar).
Explícitos ao crédito (PROAGRO, PROTERRA, FUNDAG); compra e venda de produtos agrícolas
(preços mínimos e estoques reguladores).

Tabela 4.2

BRASIL

POUPANÇA DO GOVERNO EM CONTA CORRENTE

1974/89

{ % do PIB }

I T E M S	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
CARGA TRIBUTARIA BRUTA	25,1	25,2	25,1	25,5	25,7	24,7	24,7	24,5
Impostos Diretos	10,4	11,3	11,6	12,2	12,3	12,4	11,2	11,7
Impostos Indiretos	14,7	13,9	13,5	13,4	13,4	12,2	13,5	12,9
TRANSFERENCIAS	8,8	10,1	9,4	9,4	10,7	10,6	12,6	12,2
Juros Div. Int. (1)	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	0,8	1,1
Juros Div. Ext. (1)	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,4	0,3
Assist. e Prev.	6,1	6,7	7,2	7,2	8,1	7,8	7,8	8,2
Subsídios	2,2	2,7	1,6	1,5	1,9	1,9	3,7	2,7
CARGA TRIBUTARIA LIQUIDA (2)	16,3	15,2	15,7	16,2	15,0	14,1	12,1	12,3
CONSUMO DO GOVERNO	9,3	10,2	10,5	9,4	9,7	9,9	9,2	9,3
Pessoal	6,5	7,1	7,2	6,6	6,9	7,0	6,3	6,4
Bens e Serviços	2,8	3,0	3,3	2,9	2,8	2,9	2,9	2,8
POUPANÇA	6,9	5,0	5,2	6,7	5,4	4,2	2,9	3,1
I T E M S	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
CARGA TRIBUTARIA BRUTA	25,0	24,7	21,4	22,0	25,0	23,2	21,9	21,9
Impostos Diretos	12,6	12,1	11,2	11,7	12,4	11,5	11,0	11,2
Impostos Indiretos	12,5	12,6	10,2	10,3	12,6	11,8	10,9	10,8
TRANSFERENCIAS	13,2	13,9	12,9	12,4	11,8	11,4	11,3	12,5
Juros Div. Int. (1)	1,2	1,5	2,0	2,3	1,2	1,0	1,6	1,4
Juros Div. Ext. (1)	1,1	1,6	1,7	1,5	1,3	1,4	1,7	1,7
Assist. e Prev.	8,5	8,3	7,6	7,1	7,9	7,3	7,0	7,5
Subsídios	2,5	2,6	1,6	1,5	1,5	1,7	1,1	1,9
CARGA TRIBUTARIA LIQUIDA (2)	11,8	10,8	8,5	9,7	13,2	11,9	10,6	9,4
CONSUMO DO GOVERNO	9,9	9,5	8,1	9,7	10,5	12,3	12,4	14,3
Pessoal	7,0	6,5	5,5	6,8	7,2	7,5	7,6	9,7
Bens e Serviços	2,9	3,0	2,6	2,9	3,3	4,8	4,8	4,6
POUPANÇA	1,9	1,3	0,3	0,0	2,7	(0,5)	(1,8)	(3,9)

FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL / DEPEC - Indicadores Macroeconômicos do Setor Público.

(1) Até 1982, os juros da dívida interna correspondem ao conceito utilizado pela FIBGE, descontada a correção monetária das OTN e desconto das OTN. A partir de 1983, tanto os juros da dívida interna como os da dívida externa foram estimados com base no saldo médio da dívida do setor público.

(2) Exclui outras receitas correntes líquidas.

Tabela 4.3

BRASIL

INCENTIVOS E REDUÇÕES FISCAIS, SUBSÍDIOS
E DISPENDIO PÚBLICO COM CRÉDITO SUBSIDIADO

1981/87

(% do PIB)

I T E M S	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
I. SUBSÍDIOS (Contas Nacionais)(1)	2,7	2,6	2,6	1,6	1,5	1,5	1,7
II: INCENT. E ISENÇ. FISC. (2)(A+B)	4,3	4,1	4,5	4,8	4,3	4,6	3,9
A. INCENTIVOS	2,7	2,8	3,0	3,8	3,6	3,9	3,1
B. ISENÇÕES	1,6	1,3	1,5	1,1	0,6	0,7	0,8
(COMERCIO EXTERIOR)(3)	1,5	1,6	2,1	2,7	2,2	1,6	1,6
III. CRÉDITO SUBS.: DESEMB. LÍQUIDO	5,7	4,7	7,0	6,5	9,6	3,7	5,3
(COMERCIO EXTERIOR)(4)	1,3	1,0	1,1	0,6	0,1	0,2	0,3
TOTAL (I+II+III)(5)	10,4	9,1	11,8	11,5	14,1	8,4	9,0

FONTE : Bontempo, H. (s.d). Subsídios e incentivos: uma avaliação preliminar BACEN/DEPEC/DIPEC.

(1) Itens principais: trigo; açúcar e álcool; petróleo; preços mínimos.

(2) IRPJ; IRPF; IPI; II; DRAW-BACK; ICM.

(3) II; IPI; isenção s/lucros de exportação; créditos prêmio de IPI e ICM; isenção de ICM.

(4) Relativos apenas a produtos manufaturados.

(5) Exclui dupla contagem de subsídios da União relativos a preços mínimos, computados em I. e III.

Tabela 4.4

BRASIL

GRUPOS ESTATAIS: DEFASAGEM ACUMULADA DE PREÇOS(1)

1980/84

(%)

GRUPOS	DEFASAGEM ACUMULADA DE PREÇOS				
	1980	1981	1982	1983	1984
PETROBRAS	(4,5)	0,5	(5,5)	5,0	10,4
SIDERBRAS	(7,0)	(15,0)	(10,1)	(12,0)	(26,8)
ELETOBRAS	(19,0)	(17,7)	(19,8)	(26,0)	(28,0)
TELEBRAS	(5,9)	(13,9)	(16,3)	(34,3)	(42,5)
C.V.R.D.	(2,6)	(8,8)	(3,3)	(19,0)	(28,3)
PORTOBRAS	(23,1)	(17,2)	(2,5)	(9,0)	(17,7)

FONTE: SEST(1986) Relatório Anual.

(1) Defasagem medida em relação ao IGP - coluna 2.

Tabela 4.5

BRASIL

DESPESA ANUAL REALIZADA DA UNIÃO, ADMINISTRAÇÃO CENTRAL, SEGUNDO ITENS ORÇAMENTARIOS

1980/88

PARTICIPAÇÃO (%)

A N O	D E S P E S A T O T A L							
	T O T A L	D E S P E S A S C O R R E N T E S			D E S P E S A S D E C A P I T A L			
		T O T A L	D E S P .	T R A N S .	T O T A L	I N V E S T .	I N V .	T R A N S F .
			T O T A L	C U S T .				
1980	100,0	65,8	19,1	46,7	34,2	7,7	1,1	25,3
1981	100,0	62,0	18,5	43,6	38,0	16,0	1,7	20,2
1982	100,0	76,2	19,1	57,2	23,8	10,2	4,2	9,4
1983	100,0	76,9	16,5	60,3	23,1	7,4	3,2	12,5
1984	100,0	79,9	15,0	64,9	20,1	5,6	3,5	11,0
1985	100,0	80,5	15,8	64,7	19,5	6,8	4,7	8,0
1986	100,0	66,3	10,8	55,5	33,7	8,1	13,7	11,8
1987	100,0	66,7	15,2	51,5	33,3	10,6	5,3	17,4
1988	100,0	65,1	12,7	52,3	34,9	7,4	2,5	25,0
PERÍODOS	C R E S C I M E N T O T O T A L (%)							
1980/88	124,7	122,1	50,0	151,6	129,7	113,6	414,6	122,3
1980/84	(11,0)	8,0	(30,2)	23,6	(47,5)	(36,0)	187,3	(61,2)
1984/88	152,3	105,6	114,7	103,5	337,8	233,8	79,1	473,4

FONTE: MF/SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL - BALANÇOS GERAIS DA UNIÃO.

Tabela 4.6

BRASIL

DEFICIT OPERACIONAL, CARGA DE JUROS E DEFICIT PRIMARIO DO SETOR PUBLICO

1981/89

(X do PIB)

I T E M S \	A N D S								
	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989(p)
DEFICIT OPERACIONAL	6,2	7,3	4,2	2,5	4,3	3,6	5,5	4,3	6,9
CARGA DE JUROS	n.d	n.d	6,6	7,1	6,9	5,1	4,6	5,6	5,9
Divida Interna	n.d	n.d	2,9	3,3	3,4	2,2	2,0	2,8	2,7
Divida Externa	n.d	n.d	3,7	3,8	3,5	2,9	2,6	2,8	3,2
DEFICIT PRIMARIO	n.d	n.d	(2,4)	(4,6)	(2,6)	(1,5)	0,9	(1,3)	1,0

FORTE: BACEN/DEPEC (1989). Indicadores Macroeconômicos do Setor Público.
 (p) Preliminar.

Tabela 4.7

BRASIL

DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO

1982/89

(% do PIB)

A N O S	DÍVIDA	DÍVIDA	DÍVIDA	(A)/(A+B) (%)	(B)/(A+B) (%)
	LÍQUIDA TOTAL (A+B)	INTERNA LÍQUIDA (A)	EXTERNA LÍQUIDA (B)		
1982	35,5	12,8	22,7	36,0	64,0
1983	46,6	17,1	29,5	36,7	63,3
1984	50,3	19,5	30,8	38,8	61,2
1985	50,3	21,1	29,2	41,9	58,1
1986	49,0	18,6	30,4	38,0	62,0
1987	51,7	19,3	32,4	37,4	62,6
1988	51,6	19,8	31,7	38,5	61,5
1989	50,5	22,2	28,4	43,9	56,1

FONTE: BACEN (1990). Relatório de 1989.

Tabela 4.8

BRASIL

DÍVIDA EXTERNA PÚBLICA

1979/89

(US\$ bilhões)

I T E M S	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
(A) Div. Ext. Líq. (B+H)	44,3	55,9	64,4	79,2	87,1	87,8	91,6	104,3	113,7	112,0	105,1
(B) Div. Ext. do S. Priv. e Fin. Pub. (A-H)	20,1	24,1	27,1	31,1	25,1	25,1	21,7	23,3	21,8	27,8	17,3
(C) Div. Ext. Púb. Reg. Dir.	32,4	35,6	40,6	45,5	59,0	70,6	77,4	86,1	92,2	90,4	88,8
(D) Div. Ext. Púb. Não-Reg.	2,2	4,3	6,0	8,7	6,7	4,1	3,3	3,0	7,2	3,6	7,7
(E) DRME do S. Priv. no Bacen	3,0	3,4	4,6	4,6	6,9	5,8	4,9	3,2	3,9	2,2	2,9
(F) S. Púb. Financ. (Res. 63 e Lei 4.131)	3,8	4,9	6,8	7,3	6,7	6,5	5,2	4,6	4,0	2,8	2,1
(G) Reservas das A.M.	9,6	6,9	7,0	3,5	4,0	11,3	10,5	6,8	7,5	9,1	9,7
(H) Div. Ext. Púb. Total Líq. Ajust. (C+D+E-F-G)	24,2	31,7	37,3	48,1	62,0	62,6	69,9	81,0	92,0	84,3	87,7
(I) Div. Ext. Bruta do Gov. Fed. e Bacen (J+K)	13,8	15,0	18,1	19,9	31,2	37,2	36,3	43,5	51,7	53,7	60,0
(J) DRME	8,3	9,3	12,2	9,6	11,7	10,8	9,1	5,7	5,7	4,2	4,6
(K) Div. Reg. e Não-Reg. do Gov. Fed. e Bacen (1)	5,5	5,7	5,9	10,3	19,6	26,3	27,3	37,8	45,9	49,5	55,4
(L) Div. Ext. Líquida do Gov. Fed. e Bacen (I-G)	4,2	8,1	11,1	16,4	27,2	25,8	25,8	36,7	44,2	44,6	50,3

FORTE: Bontempo, H. (1988) para os anos de 1979 a 1986. BACEN (1989) para os anos de 1987 a 1989.

(1) Inclui depósitos de projetos, Clube de Paris, FMI, Bonus Syndicated Loan, CDR e outros.

Tabela 4.9

BRASIL

PREÇOS DE PRODUTOS E SERVIÇOS PÚBLICOS

1985/89

I T E M S \	A N O S :				
	1985	1986	1987	1988	1989
ENERGIA ELETRICA	306,73	56,82	524,36	944,23	1489,02
DERIVADOS DE PETROLEO					
Gasolina	146,91	81,03	323,88	1003,94	1037,07
Oleo Diesel	130,22	13,14	461,98	1026,48	1384,51
Oleo Combustível	146,96	9,79	485,32	840,41	1289,24
GLP	123,92	10,71	545,12	770,34	1681,41
PRODUTOS SIDERURGICOS	239,45	8,95	423,64	912,12	1702,39
CORREIOS E TELEGRAFOS	225,56	80,00	484,53	823,19	2051,98
TRANSPORTE FERROVIARIO	297,69	--	614,27	1128,3	1949,45
SERVIÇOS PORTUARIOS	400,03	--	498,77	941,45	891,5
IPCA	242,22	75,52	373,95	981,14	1972,91

FONTE: BACEN, Brasil-Programa Econômico.

Tabela 4.10

BRASIL

TAXA DE JUROS E CRESCIMENTO REAL

DA DÍVIDA MOBILIÁRIA

1980/89

ANOS	TAXA DE JUROS	CRESC. DA DÍVIDA	DÍVIDA / PIB
1980	(30,4)	3,6	4,0
1981	(3,2)	78,5	5,4
1982	9,8	13,4	7,2
1983	(6,3)	(23,7)	6,1
1984	5,8	76,8	6,7
1985	15,1	52,5	10,4
1986	3,8	(20,2)	9,3
1987	(2,8)	37,0	10,1
1988	12,0	33,0	12,2
1989	34,5	14,1	13,9

FONTE: BACEN (1990). Relatório de 1989.

NOTA: O deflator utilizado para as taxas de juros foi o índice oficial de inflação. Para a dívida pública, até março de 86, a C.M. de abril de 86 a dez. de 88 o IPC e, IPC e, em 89, o INPC.

CAPÍTULO 5 - ESTAGNAÇÃO E (HIPER)INFLAÇÃO

A intermitente aceleração inflacionária e os sucessivos fracassos dos programas de estabilização constituem o aspecto mais visível e dramático da profunda crise na qual submergiu a economia brasileira na década dos 80. A alta permanente dos preços e a sua aceleração a intervalos de tempo cada vez mais curtos indicam uma trajetória em direção à hiperinflação. Essa tendência fica ainda mais nítida ao considerarmos a crescente dispersão nos aumentos de preços - que destrói o significado de um sistema de preços relativos - e a explicitação da desconfiança em relação ao padrão monetário fundado na moeda indexada.

Neste Capítulo procuramos analisar a trajetória da inflação e, mais do que isso, os determinantes de sua aceleração, desde as bruscas mudanças de patamares a partir de meados dos anos 70 até os períodos cada vez mais contínuos de aceleração, ao final da década dos 80. Admitimos como hipótese geral que os fatores determinantes da aceleração inflacionária estão intimamente associados aos desdobramentos da crise, modificando-se e acentuando-se com o seu agravamento. Em outros termos, partimos da constatação de que a aceleração inflacionária se intensifica a partir dos movimentos de ruptura do padrão de crescimento e financiamento, analisados nos capítulos anteriores.

A vinculação do fenômeno inflacionário às etapas da crise, vista de ótica mais profunda, embora necessária, não é suficiente como quadro de referência para a análise da trajetória da inflação. Mais do que em outros aspectos tratados neste trabalho, as referências à política econômica tornam-se indispensáveis.

Consideraremos para a análise da inflação três períodos distintos. De 1974 a 1979, os fatores de aceleração provêm dos choques exógenos de preços - externos e internos - combinados, após 1976, com a elevação das taxas de juros de curto prazo, resultante da estratégia de ajuste monetário do balanço de pagamentos. Entre 1980 e 1985, a explicitação da crise cambial e a política de ajustamento externo determinam um ajuste corrente e patrimonial da grande empresa, que pode ser tomado como principal fator de aceleração da inflação. Por fim, a partir de 1986, com o fracasso do Plano Cruzado, é a incerteza proveniente de tentativas infrutíferas de estabilização e os diversos expedientes utilizados para defender a rentabilidade, e principalmente os patrimônios, que conduzem à crescente explicitação da hiperinflação.

5.1 - Choques, juros e inflação (1974/79)

É inquestionável no período o papel dos choques exógenos de preços como fatores de mudança de patamar da

inflação. Os anos de súbita elevação da inflação - 1974, 1976 e 1979 - correspondem aos dois choques do preço do petróleo e à quebra da safra agrícola em 1976 (Tabela 5.1). A elevação dos custos primários representados por esses preços, em especial os do petróleo que constitui insumo de uso generalizado, traduz-se em brusco deslocamento do patamar inflacionário.

Esses aumentos súbitos de preços de matérias-primas, com destaque para o petróleo, levam à ruptura das expectativas sobre o comportamento futuro de tais preços. Tudo indica, portanto, que a aceleração inflacionária não tenha resultado tão-somente do repasse do aumento dos custos primários nos setores fix-prices, mas também do crescimento das margens como garantia de reposição do capital circulante. (27)

Outro elemento relevante para a explicação das sucessivas ampliações dos patamares inflacionários durante o período foi a elevação da taxa de juros de curto prazo - no contexto da política de ajuste monetário do balanço de pagamentos -, simultaneamente com a generalização, por parte das empresas, das operações de overnight com base na carta de recompra.

(27) Um exemplo ilustrativo dessa insegurança das empresas industriais quanto ao custo de reposição do capital circulante é o da duplicação das importações de matérias-primas em 1974, ano do primeiro choque do petróleo. Essa atitude especulativa estaria demonstrando um aumento da incerteza quanto à evolução dos preços futuros das matérias-primas.

O estabelecimento de taxas de juros reais no overnight, a partir do último trimestre de 1976 (Tabela 5.2),⁽²⁸⁾ e a carta de recompra permitem que as empresas de maior liquidez convertam seus saldos de caixa em aplicações financeiras com rentabilidade real. A rigor, como o investimento privado no setor produtivo acusa importante desaceleração no período, parte do capital líquido passa a ser valorizado na esfera financeira.

O fundamental a reter, contudo, é que o estabelecimento de uma taxa de juros real no overnight e a possibilidade de conversão de saldos de caixa em aplicação financeira ocasionaram a desmonetização da economia, ampliando substancialmente o custo de capital de giro para as empresas não-liquidas. Vemos pelos dados da Tabela 5.2 que o custo de financiamento do capital de giro quadruplicou entre 1976 e 1977.⁽²⁹⁾ O impacto da elevação dos juros sobre a inflação ocorre por meio do aumento dos custos financeiros das empresas e da elevação das margens brutas de lucro.

Menos óbvio é o efeito produzido por essa alta dos juros na fixação das margens, em função de expectativas incertas quanto à evolução futura do custo real dos

(28) Os dados da Tabela 5.2, por serem anuais, só mostram taxas reais de juros no overnight a partir de 1977. Os dados mensais indicam contudo que elas passam a ser praticadas no último trimestre de 1976.

(29) Dados mensais mostram que as taxas passam de negativas a positivas em maio de 1976, aumentando rapidamente em 1977, para permanecerem em patamares oscilantes e elevados até maio de 1979.

financiamentos de curto prazo. A possibilidade de variação desse custo durante o período de produção induz os produtores à elevação preventiva de margens acima do impacto inicial, como forma de fugir a um endividamento crescente.

As indicações apontadas levam-nos a concluir que os choques exógenos de preços e a política de taxa real de juros conduziram a economia a um grau de instabilidade elevado, mesmo antes da explicitação da crise cambial em 1979. Ao ocasionar insegurança quanto à evolução dos custos primários e da taxa de juros, essa instabilidade acarretou aumentos preventivos nas margens de lucro das empresas. Tais aumentos, associados aos choques exógenos de preços, explicam o sucessivo crescimento dos patamares inflacionários até 1979.

Há contudo no período dois instrumentos importantes de atenuação do impacto dos choques de preços exógenos e da instabilidade sobre a inflação. O principal deles foi a substancial valorização da taxa cambial num contexto de crédito externo abundante e barato (Tabela 5.3), que não só atenuou os choques de preços como permitiu a obtenção de financiamentos - inclusive para capital de giro - a taxas favorecidas. O outro fator foi a subcorreção de preços e tarifas públicas com impacto expressivo nos custos primários.

Para mais bem precisar o quadro de instabilidade criado pela aceleração inflacionária e pelas respostas de

política econômica, convém destacar seu efeito no padrão monetário. A rigor, a aceleração da inflação e o quadro de instabilidade que se instala após 1974 questionam a principal função do padrão monetário então vigente - o cruzeiro -, a de reserva de valor e, portanto, de moeda de referência dos contratos.

As correções monetária e cambial passam a ser as principais moedas da economia. No caso da correção cambial, a valorização do câmbio e a oferta de liquidez internacional, bem como o seguro cambial instituído pelo Banco Central com a Resolução nº 432 e a Circular nº 230, tornam-a moeda privilegiada para contratação de passivos. Por meio da contratação de elevados montantes de empréstimos em moeda, via Resolução nº 63, destinados em grande parte ao financiamento do capital de giro, o impacto da elevação das taxas de juros doméstica foi atenuado.

A partir do primeiro choque inflacionário e das expectativas de elevação dos patamares, as aplicações com correção monetária tornam-se o principal instrumento de valorização da riqueza financeira. As aplicações prefixadas perdem substancialmente importância e têm seus prazos consideravelmente reduzidos, além de expressiva elevação das taxas nominais de juros. Esse processo combinado com a desmonetização da economia (que se deveu à disseminação das operações de overnight) reduz o M1 como percentagem do PIB, de 14,2% em 1974 para 10,3% em 1979, enquanto os ativos não-

monetários ampliam sua participação, de 12% para 18% do PIB (Tabela 5.4).

A generalização das relações de débito e crédito em termos reais, pelo abandono rápido e progressivo da moeda nominal como reserva de valor e sua substituição pelas correções monetária e cambial, produziu substancial aumento nas taxas de juros, elevando o grau de incerteza quanto ao seu comportamento futuro. Contudo, essas tendências são parcialmente anuladas pela política econômica, por meio do estímulo ao endividamento externo e às linhas de crédito domésticas subsidiadas, ainda que às custas da crescente deterioração das finanças públicas, como mencionado no Capítulo 4.

A instituição das duas correções como as verdadeiras moedas durante o período tem uma peculiaridade. A proposital defasagem da correção cambial em relação à inflação e à correção monetária transformam-na em instrumento privilegiado de contratação de passivos.⁽³⁰⁾ A correção monetária, ao contrário, por se tornar crescentemente padrão de preços e padrão de referência dos ativos financeiros domésticos, constitui-se em principal moeda da economia.⁽³¹⁾

(30) É importante mais uma vez ressaltar que isso só pode ocorrer em razão da abundância de financiamento externo, condição que será rompida nos anos 80.

(31) Em 1976 o cálculo da correção monetária é modificado, substituindo-se a média móvel do IGP dos três meses imediatamente anteriores pela prefixação. Apesar de a elevação das taxas de juros reais compensar a defasagem

A análise do período 1974/78 conduz a algumas conclusões importantes. A elevação dos patamares inflacionários, embora respondendo aos choques exógenos de preços e à elevação dos juros via alterações de custos, também esteve determinada pela crescente instabilidade que motivou o aumento das margens de lucro das empresas, em razão da incerteza quanto ao comportamento futuro de preços e juros.

Como demonstrou Frenkel (1979), a possibilidade de alteração dos custos primários - em especial as matérias-primas - durante o período de produção induz as empresas a elevarem as margens de lucro para evitar perdas de capital. No caso dos juros, o efeito da variação seria o aumento do grau de endividamento de curto prazo no período de produção seguinte, ou seja, a redução da margem de lucro líquida corrente.

A instabilidade foi parcialmente amenizada pelo papel compensatório da política econômica, não só no que diz respeito ao crédito como também ao estabelecimento de moedas confiáveis para as relações de débito e crédito - as correções monetária e cambial. Contudo, essa estabilização parcial se assentava num pilar central: a oferta abundante e barata de crédito externo. Como veremos a seguir, quando as condições de liquidez internacional se modificaram

embutida na nova forma de cálculo, há sintomática desconfiança dos agentes líquidos que reduzem os prazos de suas aplicações.

barata de crédito externo. Como veremos a seguir, quando as condições de liquidez internacional se modificaram desfavoravelmente a partir de 1979, a instabilidade crescente passou a permear o conjunto das relações econômicas internas.

O ano de 1979 é marcado por um novo choque de petróleo, mas fundamentalmente pela mudança nas condições de liquidez internacional, com expressiva elevação das taxas de juros e redução da oferta de novos créditos. No Capítulo 3, vimos em relação ao balanço de pagamentos que essas mudanças se refletiram na insuficiência dos créditos externos adicionais para financiar o déficit em transações correntes, conduzindo à perda de reservas internacionais e à explicitação da crise cambial.

A resposta da política econômica à manifestação da crise cambial é de grande relevância para explicar o agravamento do quadro de instabilidade que já se havia delineado com a própria crise. Uma medida central, tomada em dezembro de 1979, foi a maxidesvalorização da moeda doméstica, rompendo a regra das minidesvalorizações periódicas e da defasagem da correção cambial em relação à inflação e à correção monetária.

A maxidesvalorização tinha como objetivo permitir a redução do déficit comercial com a concomitante redução de incentivos e subsídios às exportações, eliminando um fator de deterioração das finanças públicas. Essa medida

surtiu efeito profundamente desestabilizador, no que diz respeito à utilização da correção cambial como moeda de contratação de passivos. A partir desse momento, a correção cambial torna-se moeda de alto risco para a assunção de dívidas, motivando, como veremos adiante, uma fuga dos passivos dolarizados pelo setor privado.

Imediatamente após a maxidesvalorização cambial, a aceleração inflacionária que dela decorreu, associada ao choque do petróleo, motivou a experiência de prefixação das correções monetária e cambial em 1980, como tentativa de deter o ritmo de crescimento dos preços. O insucesso previsível dessa estratégia, que conduziu a uma defasagem nas duas correções ante a inflação, foi fundamental para ampliar o quadro de instabilidade.

A explicitação da crise cambial e a maxidesvalorização já haviam destruído o reinado da correção cambial como principal moeda de contratação dos passivos. A prefixação, além de não restaurar o papel da correção cambial, introduz um alto grau de desconfiança em relação à correção monetária enquanto moeda de aplicação dos saldos líquidos de empresas e famílias. Em consequência, observa-se em 1980 uma importante conversão de ativos financeiros em ativos reais - consumo e estoques -, forçando o posterior abandono da prefixação.

Como se pôde depreender, a explicitação da crise cambial e as experiências de política econômica doméstica no

biênio 1979/80 introduziram um quadro de profunda instabilidade na economia, instalando-se desde então de forma permanente o risco cambial. A partir desses fatos, a correção cambial passa a ser a principal moeda da economia. Essa prerrogativa só é partilhada com a correção monetária quando esta lhe é equiparada ou sobrecorrigida. É portanto sob o signo do risco cambial que devemos examinar a aceleração inflacionária no período seguinte.

5.2 - Risco cambial, ajustamento e inflação (1980/85)

A explicitação da crise e risco cambiais, em 1979/80, e a política de ajustamento externo promovida no período 1981/85 configuraram um quadro de incerteza profunda na economia, determinando o contínuo crescimento dos preços e a intermitente aceleração da inflação, que ocorre a intervalos de tempo cada vez menores. Essas tendências estão intimamente associadas ao comportamento das grandes empresas que, com a contínua elevação das margens de lucro, realizam seu ajustamento corrente e patrimonial. Porém, ao fazê-lo sob os auspícios do Estado, introduzem um clima de incerteza radical na economia.

As características centrais do ajustamento foram a desvalorização real da moeda, com o intuito de modificar preços relativos em favor dos tradables, e a elevação da taxa real de juros, com o objetivo de reduzir a absorção

doméstica. As duas medidas visavam à obtenção de superávits comerciais expressivos, como forma de reduzir ou mesmo eliminar o déficit em transações correntes, cujo financiamento era cada vez mais problemático.

Como alertam Tavares e Belluzzo (1986), para além dos impactos sobre os custos correntes (e portanto sobre a inflação) advindos dessa estratégia, a questão principal estaria na instabilidade criada em torno da evolução dos dois preços centrais da economia (o câmbio e os juros) e seus efeitos nas expectativas dos agentes econômicos. Ou seja, a garantia da manutenção da desvalorização real da moeda e portanto do favorecimento dos tradables, bem como a preservação da absorção doméstica dentro de limites que não ameaçassem a geração de superávits criavam profunda incerteza a respeito do comportamento futuro do câmbio e dos juros.

A mudança da política cambial em direção às desvalorizações reais inicia-se em 1981, por meio da redução da periodicidade das minidesvalorizações e do abandono do desconto da inflação externa. Acentua-se, com a maxidesvalorização de 30%, em fevereiro de 1983. Em seguida mantém a política anterior, encurtando os períodos entre as minidesvalorizações, até a introdução das desvalorizações diárias em 1985. O resultado prático dessa política foi uma pequena desvalorização em 1981/82, seguida de expressiva

desvalorização em 1983 e pequena valorização em 1984/85 (Tabela 5.3).⁽³²⁾

As desvalorizações cambiais têm impacto imediato sobre a inflação, não só pelo encarecimento dos bens importados mas fundamentalmente pela elevação de preços dos tradables, em especial as matérias-primas. Por outro lado, afetam também diretamente as margens brutas de lucro, através da elevação da carga de juros em moeda doméstica dos passivos dolarizados.

Afora esse efeito direto e imediato, cabe considerar que a incerteza quanto à evolução futura dos preços dos tradables e da carga de juros referente aos passivos dolarizados determina o aumento preventivo das margens de lucro, como forma de evitar a perda de capital líquido e a redução da margem líquida de lucro. Nesse sentido, a incerteza quanto à evolução futura do câmbio e juros tem um impacto decisivo na aceleração da inflação, uma vez que induz à elevação permanente das margens de lucro.

A elevação dos juros, a partir de 1981 (Tabela 5.2), tem impacto substantivo sobre a aceleração da inflação. De forma direta, porque determina a alta imediata das margens brutas de lucro das empresas. De forma indireta, porque a sua instabilidade define a elevação preventiva de margens para evitar o esmagamento da margem

(32) A taxa de câmbio real efetiva (CR\$/US\$) sofre desvalorização em 1984/85 por conta da inflação na moeda americana.

líquida de lucro ou o endividamento de curto prazo crescente. Há ainda a considerar que a elevação dos juros é fator de instabilidade, porque leva à redução dos níveis de estoques em geral e em especial das matérias-primas - devido ao aumento do custo de carregamento -, tornando o comportamento de seus preços mais incerto.

Uma outra razão para o fato de a elevação das taxas de juros constituir-se em fator permanente de aceleração inflacionária diz respeito ao surgimento da "margem financeira" de lucro. É importante distinguir "margem financeira" de "lucro inflacionário". Este último aparece na sua forma mais pura nos segmentos que captam ou compram na moeda corrente e aplicam ou vendem em moeda indexada. Sua existência está condicionada a patamares elevados de inflação, prescindindo da aceleração inflacionária.

A margem financeira está presente nas transações entre produtores, fornecedores e clientes, sendo apropriada pelo agente com maior poder de mercado, que descasa diferencial entre preço a vista e a prazo a seu favor. A rigor, o diferencial entre preço a prazo e preço a vista deveria equivaler à taxa de inflação esperada e ter como piso a taxa de juros de curto prazo. As incertezas quanto à evolução futura de ambas leva a sua sobrestimação - *ex ante* - o que termina por configurar um

mecanismo de aceleração da inflação a partir das empresas de maior poder de mercado.

Os mecanismos compensatórios à aceleração inflacionária durante o período são reduzidos. A crise externa leva o câmbio a atuar de maneira contrária ao período anterior, constituindo o principal instrumento da instabilidade. Novamente os preços públicos são utilizados como instrumento de política inflacionária pela via da subcorreção. Contudo, como não há financiamento externo disponível, essa política amplia o déficit público, reintroduzindo a instabilidade por meio de seu financiamento, vale dizer, pela instabilidade da taxa de juros.

O instrumento compensatório principal contra o aumento da inflação foi a profunda recessão promovida no período 1981/83. Contudo, esta consegue apenas a estabilização provisória da inflação em patamar elevado (Gráficos 5.1 e 5.2). Cabe indagar por que a recessão não atuou como um mecanismo mais eficaz contra a elevação de preços, impedindo a ampliação das margens de lucro das grandes empresas?

Esse reajuste de margem foi facilitado pelo reforço ao poder de mercado das grandes empresas, que decorreu da redução do coeficiente importado, vale dizer, da concorrência externa. Ao atuar na prática como uma ampliação das barreiras à entrada, a redução do coeficiente

importado permitiu maior liberdade na fixação dos preços por parte das empresas. (33)

Outro aspecto a ser enfatizado para a compreensão do ajuste efetuado pela grande empresa e a sua capacidade de manter margens de lucro elevadas diz respeito ao reforço do seu poder financeiro, que é contrapartida dos desequilíbrios do setor público. No Capítulo 4, vimos que o ônus do ajustamento externo recaiu fundamentalmente sobre o setor público. Este, além de bancar o ajuste do setor privado, obteve financiamento para tal junto ao próprio setor privado. A princípio, por assunção de dívida externa de setor privado e, em menor escala, por emissão de dívida interna. Posteriormente, através do recurso quase exclusivo do endividamento interno.

Já considerados os mecanismos pelos quais esse financiamento foi realizado, interessa-nos enfatizar que o processo de ajustamento externo resulta em um setor privado líquido e credor do Estado, enquanto este último, às voltas com crescentes desequilíbrios fiscais e financeiros, é obrigado a financiar déficits públicos recorrentes, por meio de dívida pública com prazos decrescentes e taxas de juros crescentes. Essa é sem dúvida uma importante razão para a instabilidade das taxas de juros, que se aprofunda com o ajustamento externo.

(33) O ajustamento corrente e patrimonial da grande empresa produtiva nos anos 80 está detalhadamente analisado em Almeida e Novais (1989).

Cabe ressaltar que, em relação à formação das expectativas das empresas, a taxa nominal de juros é o que conta e não a taxa real de juros.⁽³⁴⁾ Embora as taxas reais tenham variado ao longo dos anos 80, apresentando em alguns momentos valores negativos, a taxa nominal de juros foi sempre crescente. A exceção fica por conta de 1986, quando o Plano Cruzado reduziu drasticamente a inflação e as taxas nominais e reais de juros.

A contrapartida do ajuste patrimonial do setor privado em direção à maior liquidez de seus ativos é, como já dissemos, o crescente endividamento de curto prazo do Estado e o estreitamento das fontes de financiamento crescentemente lastreado na dívida mobiliária. Em consequência, a participação dessa última no PIB passa de 4,2%, em 1980, para 10,4% em 1985 (Tabela 5.4).

Há um último aspecto a ser explorado no período, referente aos efeitos do ajustamento externo e da aceleração da inflação no padrão monetário. Após a explicitação da crise cambial, a correção monetária, ou a moeda indexada, fica diretamente referida à correção cambial, como forma de cumprir o papel de reserva de valor e referência dos contratos. De fato, podemos afirmar que por meio desse mecanismo se institui a dolarização indireta da economia. A

(34) É pouco provável que, com níveis elevados de inflação e com aceleração intermitente, o conceito de taxa real de juros tenha algum significado ante a crescente dispersão das variações em torno da média.

correção cambial é o padrão de referência fundamental, pois sua subcorreção traz o risco de deterioração do superávit comercial e da intensificação da fuga de capitais.

O período do ajustamento externo mostra uma inversão no papel das duas moedas. O setor privado foge maciçamente das dívidas dolarizadas, ao mesmo tempo em que busca ativos indexados pela correção cambial. Para evitar a generalização da preferência por esses ativos - ORTNS cambiais - e a fuga crescente de capitais, a moeda indexada, além de refletir a inflação passada, passa a embutir um prêmio de risco, ampliando a alta das taxas de juros em 1984 e em 1985 (Tabela 5.2).

Não é sem percalços que a moeda indexada referida à correção cambial se consolida como reserva de valor da economia durante o ajustamento externo. Segundo Mendonça de Barros (1985), em 1981/82 as correções monetária e cambial são equiparadas e corrigidas pela inflação do mês imediatamente anterior. Em 1983, a tentativa de expurgar a correção monetária provoca a fuga maciça de ativos financeiros com taxas de juros fixas para ativos com taxas variáveis. A instabilidade dos fluxos financeiros conduz ao compromisso público e formal com o FMI, de igualar as correções monetária e cambial à inflação.

Em 1985, ocorre nova modificação nas correções monetária e cambial, substituindo-se a inflação do mês anterior pela média móvel da inflação dos três meses

imediatamente anteriores. Quando a inflação volta a acelerar, após julho desse ano, a defasagem da correção monetária conduz à desintermediação financeira e à especulação com ativos reais.

A instabilidade dos preços fundamentais da economia resulta, de um lado, do papel exigido da correção cambial, à qual cabe a tarefa de evitar a explicitação da crise cambial na ausência de fluxos líquidos de financiamento e num contexto de transferência de recursos reais ao exterior. Por sua vez, a correção monetária cumpre o papel de preservar a riqueza líquida do setor privado, evitando sua transformação em poder de compra.

Diante de tal instabilidade de preços-chaves da economia, não há como questionar o caráter aceleracionista da inflação ocasionado pelo ajuste externo. Podemos perceber nos Gráficos 5.1 e 5.2 que são cada vez menores os períodos durante os quais há desaceleração ou mesmo estabilização da taxa de inflação. Ao mesmo tempo, os períodos de aceleração inflacionária são cada vez mais freqüentes.

Alguns períodos merecem menção especial: durante o ajustamento externo, marcado por forte recessão após ligeiro decréscimo e estabilização da inflação, entre meados de 1981 e 1982, ocorre nova aceleração no último trimestre de 1982, antes portanto da maxidesvalorização cambial de fevereiro de 1983. À aceleração decorrente da maxidesvalorização sucede uma desaceleração em 1984 e nova

aceleração no último trimestre desse ano, sem que tenha ocorrido qualquer choque exógeno de preços ou de demanda. A alternância entre períodos curtos de aceleração e estabilidade da taxa de inflação é observada em 1985. Nesse ano, o breve período de declínio da inflação deveu-se ao congelamento de preços e tarifas públicas.

5.3 - Incerteza radical e hiperinflação (1986/89)

Procuramos demonstrar que o clima de incerteza introduzido pelo ajustamento externo, notadamente no que concerne à evolução dos preços fundamentais - câmbio e juros -, introjetou na economia uma tendência ao crescimento da inflação, com períodos cada vez mais freqüentes de aceleração. Isso ocorreu em um contexto de crescente fragilidade cambial e de aumento da liquidez dos patrimônios das empresas, constituindo ameaça permanente à moeda indexada enquanto padrão monetário.

É nesse quadro de instabilidade crescente que deve ser avaliada a experiência do Plano Cruzado, que, ao fracassar, abriu caminho à crescente explicitação da hiperinflação. O programa de estabilização consistiu fundamentalmente em uma reforma monetária acompanhada de desindexação e do congelamento de preços. Durante um período relativamente longo para a década, cerca de seis meses, o

programa logrou manter taxas de inflação reduzidas, criando a falsa impressão da volta à estabilidade.

Em sentido mais amplo, podemos dizer que o insucesso do programa se explica por sua incapacidade de levar adiante reformas de profundidade, restabelecendo novos eixos de expansão para a economia. Em sua essência, o programa reverteu a tendência à modificação dos preços entre tradables e non-tradables, introduzida pelo ajustamento externo, mas foi incapaz de assegurar a estabilidade dessa nova configuração de preços.

De certa maneira, o programa de estabilização apenas acentuou algumas tendências subjacentes ao processo de recuperação da absorção doméstica iniciada em meados de 1984. Isso é verdadeiro no que diz respeito aos salários e a diversos preços de produtos non-tradables, em especial os competitivos. O congelamento do câmbio, contudo, foi um passo adiante no sentido de sinalizar a inversão da configuração de preços relativos estabelecida pelo ajustamento externo.

Outro aspecto importante foi a monetização de parcela da dívida interna do setor público em poder do setor privado que, além de reduzir o estoque da dívida, permitiu ampliar o crédito interno, reduzindo substancialmente as taxas de juros de curto prazo. A princípio, as expectativas de curto prazo quanto à instabilidade dos juros e câmbio, que constituíam o principal foco de instabilização das

expectativas, foram eliminadas. Como entender, contudo, a rápida reintrodução da incerteza na economia após seis meses de vigência do Plano?

O questionamento mais importante ao programa vem da crise cambial que se expressa na deterioração do superávit comercial e na perda substantiva de reservas internacionais - cerca de Us\$ 3,5 bilhões -, que representavam aproximadamente 36% das reservas disponíveis. A manutenção do congelamento do câmbio - que na verdade significava a valorização da taxa cambial, já que a inflação real não captada pelos índices de preços era crescente - só seria sustentável por uma redução substantiva da transferência de recursos reais ao exterior, através de novos financiamentos líquidos ou da renegociação da dívida externa em novas bases.

A estabilização das taxas de juros também mostrava pouca possibilidade de sustentação. Não tanto pelo lado do financiamento do déficit corrente, cujo componente financeiro se havia reduzido substancialmente com a monetização da dívida. O aspecto central era como recuperar o nível de gastos, em especial os de investimento, sem ampliar o endividamento público junto ao setor privado. Como essa questão não foi equacionada, a instabilidade quanto ao comportamento futuro dos juros foi progressivamente reintroduzida na economia.

O fracasso do Plano Cruzado desencadeou em 1987 uma aceleração inflacionária sem paralelo na década (Gráficos 5.3 e 5.4). Como impulsos decisivos dessa aceleração, podemos identificar três fatores principais: a recuperação dos preços dos bens tradables em relação aos non-tradables; a incerteza ampliada quanto à evolução de câmbio e juros; e as expectativas de renovadas intervenções no sistema de preços via novos congelamentos. Foram essas motivações que determinaram a rápida ampliação das margens de lucro desejadas, que leva à contínua aceleração inflacionária, só contida por sucessivos congelamentos de preços de eficácia e duração limitadas.

A drástica redução do superávit comercial e a expressiva perda de reservas internacionais constituíram significativa sinalização da insustentabilidade da relação de preços entre tradables e non-tradables. Já no último trimestre de 1986, os preços das principais matérias-primas comercializáveis aumentam substantivamente com a cobrança generalizada de ágio sobre os preços congelados. Isso confirmou o poder de mercado diferenciado dos produtores desses bens, essenciais para a geração de superávits. Esse poder de mercado adicional é prerrogativa dos que produzem simultaneamente para o mercado interno e externo, através do mix que faz os preços externos como piso e permite realizar sobrepreço no mercado interno.

O descongelamento do câmbio e as tentativas de desvalorização real, que ocorrem em 1987, constituem a confirmação desse poder de mercado, além de assinalarem a nova configuração de preços dos tradables vis-à-vis os non-tradables, como instrumento de preservação do superávit comercial. Nessas circunstâncias é relevante não só a recuperação real dos preços dos tradables como a retomada da política cambial ativa, que reintroduz elevado grau de incerteza quanto à trajetória futura desses preços.

As sucessivas tentativas de desvalorização real do câmbio - com destaque para a medida de desvalorização que acompanha o Plano Bresser em meados de 1987 - reintroduzem de forma ampliada a instabilidade, a incerteza quanto à variação futura da taxa de câmbio. A hiper-sensibilidade das margens de lucro aos movimentos do câmbio fica comprovada pela incapacidade de se realizarem desvalorizações reais, apesar das diversas tentativas. A valorização da taxa cambial, a partir de então (Tabela 5.3), constitui um fator de instabilidade ao criar expectativas de possíveis desvalorizações reais. Na prática, isso leva os produtores à elevação das margens desejadas, como forma de prevenção à desvalorização do câmbio, à conseqüente variação dos custos primários e às possibilidades de perda de capital.

Outra importante razão para o aumento da instabilidade está no comportamento dos juros. A partir da introdução da LBC, a indexação torna-se diária e deixa de

estar referida exclusivamente à inflação passada. A variação desse título é formada a partir da taxa diária do overnight que, além de refletir o patamar inflacionário passado, incorpora a expectativa de variação futura da inflação. A rigor, com a introdução da LBC e de seus sucedâneos, podemos falar de uma indexação financeira da moeda ou, como considera Mendonça de Barros (1991), de uma fusão entre moeda e poupança financeira. A indexação tem portanto de estar em linha com a aceleração inflacionária, sob pena de infligir perdas patrimoniais aos detentores de ativos financeiros. Essas perdas seriam tanto maiores quanto mais alto o patamar inflacionário.

A instabilidade dos juros advém menos de uma política monetária restritiva que objetivava conter a demanda agregada corrente. Ela decorre sobretudo do novo caráter da moeda indexada, que cada vez mais tem o papel de evitar a conversão de ativos financeiros inteiramente líquidos em poder de compra. Por essa razão, entre 1987 e 1989, as taxas de juros de curtíssimo prazo são mantidas em níveis reais elevados (Tabela 5.2).

Se as taxas de juros básicas são elevadas e instáveis, com maior razão o são as taxas para financiamento de capital de giro (Tabela 5.2). Esse quadro caracteriza uma incerteza radical quanto ao comportamento futuro das taxas de juros, induzindo a aceleração nas margens de lucro desejadas. Da mesma forma que induz a elevação contínua das

margens de lucro brutas, as taxas de juros elevadas e instáveis reforçam o mecanismo de obtenção de margens financeiras de lucro, a partir das empresas de maior poder de mercado.

Simultaneamente ao agravamento da instabilidade, provocado pela incerteza quanto à evolução do câmbio e juros, podemos creditar às expectativas de novos congelamentos de preços a maior incerteza em relação às margens de lucro futuras. Essas são as razões fundamentais da intensidade da aceleração inflacionária após 1987 e que conduzem crescentemente à ruptura do sistema de preços e do padrão monetário.

Em função de um quadro de tão profunda instabilidade, Belluzzo e Almeida (1990) sugeriram a expressão "financeirização dos preços" para explicar a aceleração inflacionária do período. Na impossibilidade de qualquer previsão acerca do comportamento futuro dos custos primários - referentes às matérias-primas -, os produtores utilizariam a taxa de juros de curtíssimo prazo como critério para estabelecer a variação dos custos de produção, ou seja, esses custos seriam reduzidos ao "custo de uso".

Como as margens de lucro brutas têm como piso a taxa de juros de curto prazo, que também constituem uma referência fundamental para as "margens financeiras", esse critério para estimar a variação dos custos remeteria toda a formação de preços às variações esperadas na taxa de juros

de curto prazo. Embora importante, essa interpretação pode levar a uma concepção sofisticada de inércia inflacionária - a inércia financeira - ou reduzir a causa da aceleração da inflação às variações esperadas na taxa de juros de curto prazo.

A explicação anterior não pode ser descartada integralmente, uma vez que ela indica a constituição de novos parâmetros para a formação de preços numa situação de incerteza radical. Contudo, mesmo diante desses novos parâmetros, é pouco provável que o poder diferenciado de estabelecer margens de lucros desejadas entre produtores de tradables e non-tradables tenha sido inteiramente eliminado.

Vimos anteriormente como a partir da instabilidade do câmbio e juros, introduzida inicialmente pelo ajustamento externo e agravada pelo fracasso do Plano Cruzado, estabelece-se um processo de aceleração da inflação cada vez mais freqüente, por meio da ampliação de margens de lucro desejadas dos produtores. Trata-se agora de explicar como a aceleração inflacionária conduz necessariamente a uma maior incerteza quanto à evolução futura do câmbio e juros, realimentando a aceleração num mecanismo cumulativo, que conduz inexoravelmente à hiperinflação.

A aceleração inflacionária leva necessariamente à valorização da taxa cambial. A partir de 1987, as tentativas de desvalorizar o câmbio resultaram em rápido aumento de preços, inviabilizando a almejada desvalorização.

A crescente sensibilidade dos preços à desvalorização real do câmbio vai progressivamente imobilizando a política cambial ativa. Por essa razão se observa, entre 1987 e 1989, uma expressiva valorização da taxa de câmbio (Tabela 5.3). Contraditoriamente, a apreciação da taxa cambial é também um instrumento de aceleração da inflação, tendo em vista que exacerba as expectativas quanto a desvalorizações futuras. Configura-se assim uma verdadeira armadilha cambial, onde tanto a valorização quanto a desvalorização constituem razões para o aumento da inflação, via ampliação da incerteza.

É importante observar no que foi exposto que o câmbio não pode ser mantido sistematicamente valorizado num contexto em que a geração de superávits comerciais é crucial. A internalização do superávit é assim obtida por ampliação da remuneração dos exportadores via aumento da taxa de juros de curto prazo. Troca-se câmbio por juros, como forma de preservar o superávit e remunerar em termos reais a riqueza líquida dos exportadores. (35)

A aceleração da inflação constitui um importante mecanismo de ampliação do déficit público, pela redução da carga tributária e pela crescente defasagem que impõe a preços e tarifas públicas. Isso conduz a uma ampliação da

(35) É lícito observar contudo que, numa situação de crise cambial profunda, o mecanismo descrito é insuficiente para evitar a intensificação da fuga de capitais diante da valorização da taxa de câmbio.

dívida pública, que significa riqueza líquida em mãos do setor privado. A remuneração dessa riqueza líquida por meio de taxas de juros reais, além de realimentar o seu crescimento - detido periodicamente pelas desvalorizações resultantes da manipulação dos indexadores nos congelamentos de preços -, constitui fator de aumento da incerteza em relação ao comportamento futuro dos juros.

De acordo com o que foi indicado, a aceleração inflacionária leva a uma crescente instabilidade do câmbio e juros e a uma reaceleração da inflação. Nesse processo o padrão monetário representado pela moeda indexada termina por ser comprometido. Diante da contínua aceleração inflacionária, a moeda indexada - transformada em moeda financeira - tem de cumprir simultaneamente o papel de induzir a internalização do superávit comercial e valorizar em termos reais a riqueza líquida de exportadores e não-exportadores.

Ao cumprir esses papéis, a moeda indexada transmutada em moeda financeira destrói as finanças públicas e, portanto, a confiança na qual se fundava. A intensificação da fuga de capitais e da conversão de moeda financeira em poder de compra, observados em 1989, constitui assim o fim inevitável dos recorrentes, e cada vez mais freqüentes, períodos de aceleração inflacionária que começa a se manifestar em hiperinflação pelo repúdio ao padrão monetário.

Tabela 5.1

BRASIL

INFLACAO ANUAL (IPA-06)

(Taxa anual e aceleracao)

1974/89

ANOS	VARIACAO PERCENTUAL		
	MEDIA	DEZEMBRO	DEZ/MEDIA
1974	29,4	34,1	1,16
1975	27,4	30,6	1,12
1976	43,1	48,1	1,12
1977	42,5	35,3	0,83
1978	37,6	42,3	1,13
1979	55,8	79,5	1,42
1980	106,5	118,7	1,11
1981	108,2	90,5	0,84
1982	92,1	96,9	1,05
1983	168,3	238,3	1,42
1984	236,2	233,2	0,99
1985	228,9	234,6	1,02
1986	139,2	59,9	0,43
1987	208,3	400,7	1,92
1988	697,2	1055,4	1,51
1989	1284,1	1732,4	1,35

FONTE : FGV.

Tabela 5.2

BRASIL

TAXAS DE JUROS DE CURTO PRAZO

1974/89

(Médias anuais em %)

ANOS	NOMINAL		REAL	
	Overnight	C. de Giro	Overnight	C. de Giro
1974	17,3	38,5	(11,9)	7,0
1975	22,0	39,7	(5,7)	4,1
1976	41,3	52,9	(2,9)	4,4
1977	42,3	59,7	3,3	16,8
1978	46,7	70,4	4,7	18,4
1979	43,0	83,5	(18,2)	0,1
1980	47,3	88,0	(29,6)	(13,4)
1981	88,7	141,7	(1,5)	25,7
1982	120,7	160,3	11,8	24,6
1983	196,6	266,8	(2,5)	13,4
1984	219,6	348,6	(1,5)	36,4
1985	229,7	314,2	4,1	32,1
1986	83,2	62,0	(5,5)	6,4
1987	424,4	560,4	6,5	30,7
1988	1.053,8	1.198,0	1,7	9,7
1989	5.020,2	5.317,0	81,8	116,1

FORNTE : ANDIMA, apud DENARIOS: Taxas de juros no Brasil.

- (1) Taxas anuais calculadas a partir das medias aritmeticas mensais
- (2) Overnight : taxa calculada a partir de papel mais negociado em cada periodo.
- (3) C. de Giro: custo efetivo inclui reciprocidades, conforme as praticas do mercado.
- (4) Taxas reais obtidas utilizando-se a media anual do IGP.

Tabela 5.3

BRASIL

TAXAS DE CAMBIO NOMINAL E REAL
(CR\$/US\$)

1974/89

(Variações anuais %)

ANOS	IPA-06	CAMBIO NOMINAL	CAMBIO REAL
1974	34,1	19,5	(10,9)
1975	30,6	22,0	(6,6)
1976	48,1	36,1	(8,1)
1977	35,3	30,0	(4,0)
1978	42,3	30,3	(8,4)
1979	79,5	103,3	13,3
1980	118,7	54,0	(29,6)
1981	90,5	95,1	2,4
1982	96,9	97,7	0,4
1983	238,3	289,4	15,1
1984	233,2	223,6	(2,9)
1985	234,6	229,5	(1,5)
1986	59,9	42,4	(11,0)
1987	400,7	380,0	(4,1)
1988	1055,4	955,0	(8,7)
1989	1732,4	1401,3	(18,1)

FONTE: FGV e BACEN.

Nota: Variação cambial, com base em final
de período.

Tabela 5.4

BRASIL

HAVERES MONETARIOS E FINANCEIROS (1)

1974/89

(%) do PIB

ANOS	Base Monetaria	NI	Titulos Publicos	M2	Depositos Poupanca	M3	Depositos a Prazo	M4
1974	3,9	14,2	5,3	19,5	2,8	22,2	3,9	26,2
1975	3,4	13,5	6,2	19,7	4,1	23,8	4,2	28,0
1976	3,4	12,4	7,2	19,6	5,0	24,6	4,0	28,6
1977	3,9	11,3	7,1	18,4	5,9	24,3	4,1	28,4
1978	4,1	11,0	7,4	18,4	6,3	24,7	4,9	29,6
1979	4,0	10,3	6,4	16,7	6,7	23,4	5,0	28,4
1980	3,4	8,8	4,2	13,0	6,3	19,3	4,0	23,3
1981	2,8	7,3	5,4	12,7	7,0	19,8	3,7	23,5
1982	2,6	6,5	6,8	13,4	8,1	21,4	4,5	26,0
1983	2,1	5,2	6,0	11,2	9,2	20,4	5,0	25,3
1984	1,6	3,8	6,6	10,4	9,4	19,8	5,7	25,5
1985	1,6	3,7	10,4	14,1	9,2	23,3	6,2	29,5
1986	3,2	8,2	9,3	17,5	8,1	25,6	6,1	31,7
1987	2,2	4,6	10,1	14,7	9,7	24,4	4,9	29,2
1988	1,4	2,8	12,2	15,0	10,8	25,7	4,1	29,8
1989	1,3	2,1	13,9	16,0	8,1	24,1	2,8	26,9

FONTE: BACEN, Relatório 1989.

(1) Média dos últimos doze meses, utilizando-se as posições de final de período.

GRAFICO 5.1
Inflação em 12 meses (%)

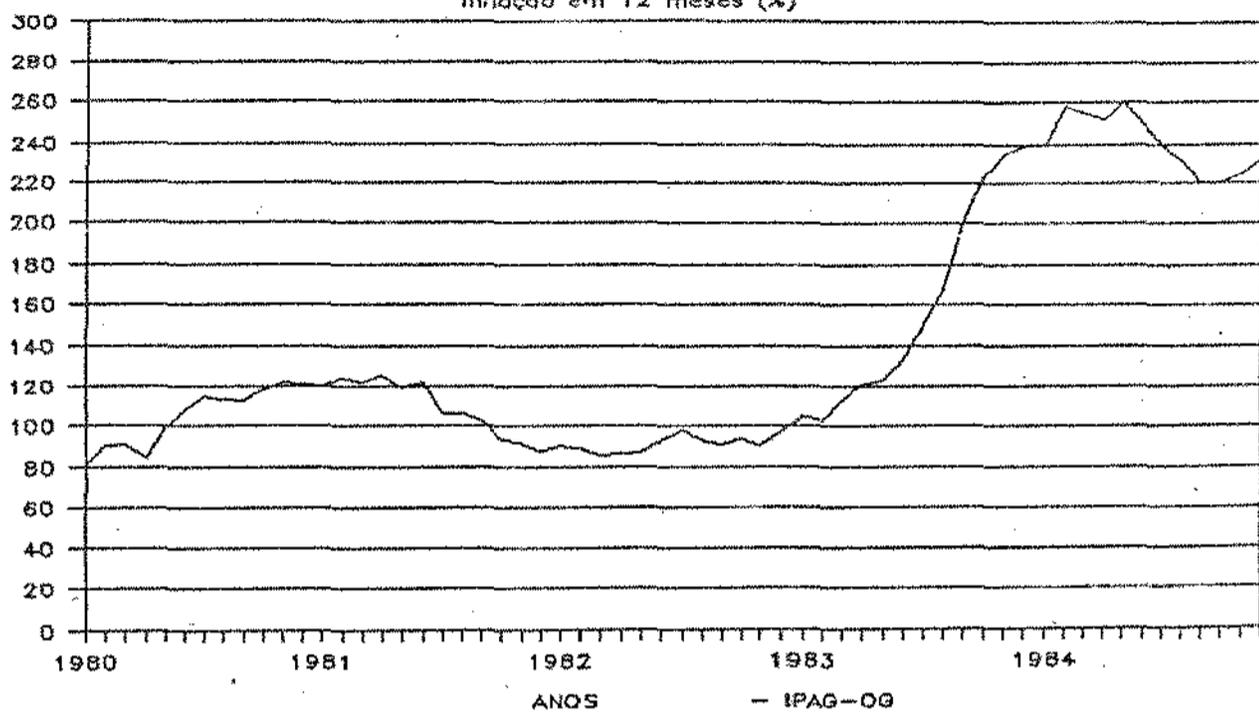


GRAFICO 5.2
Aceleração (12 meses)

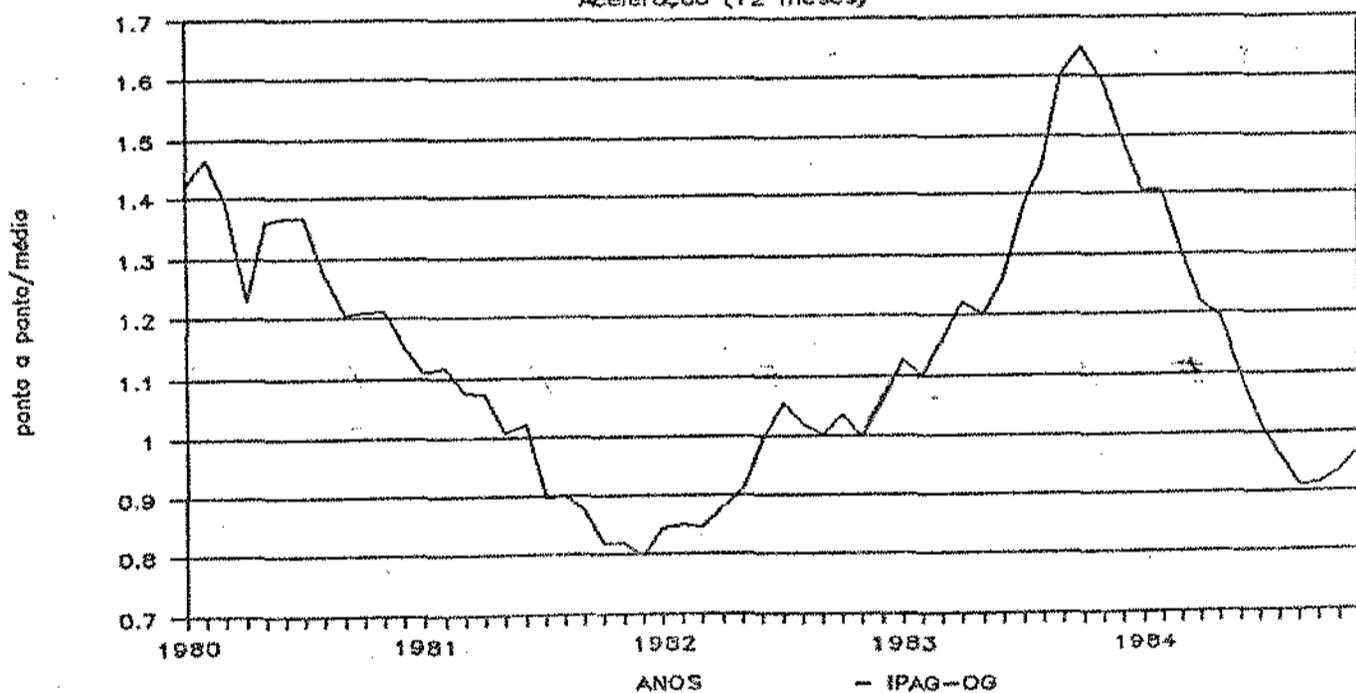


GRAFICO 5.3

Inflação em 12 meses (%)

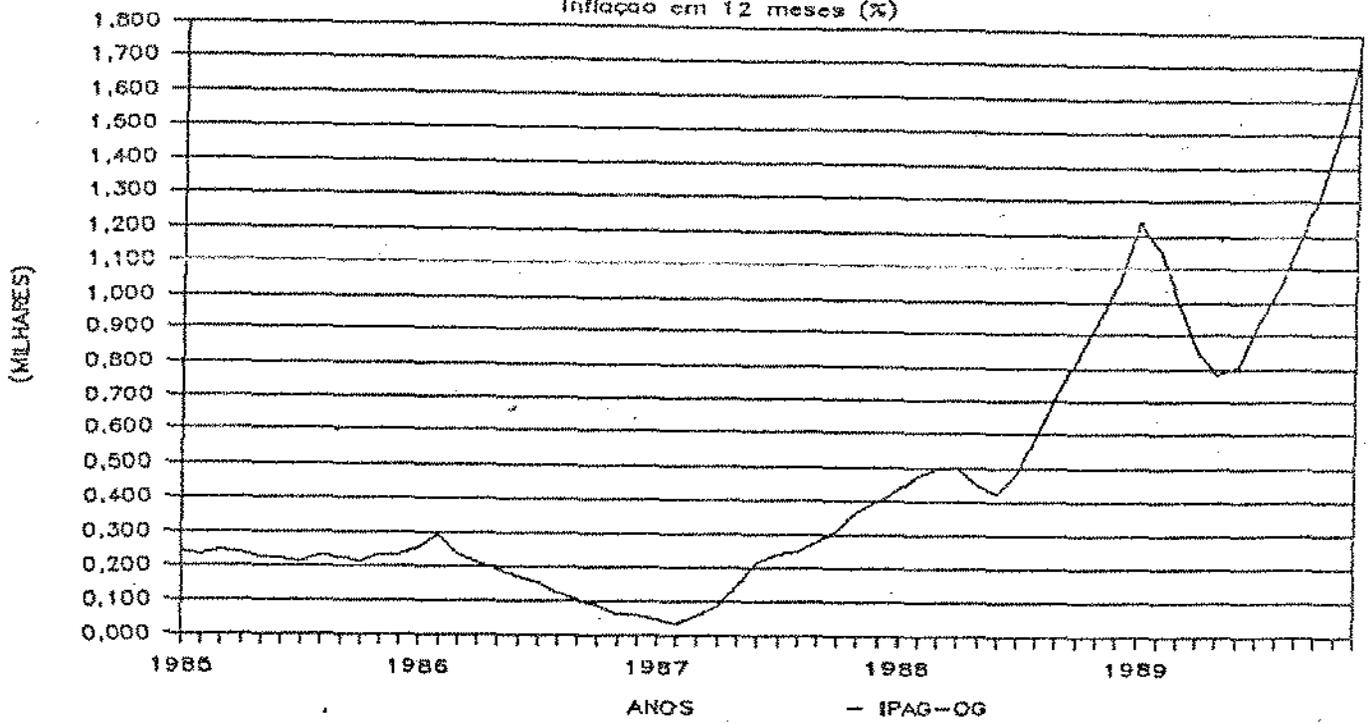
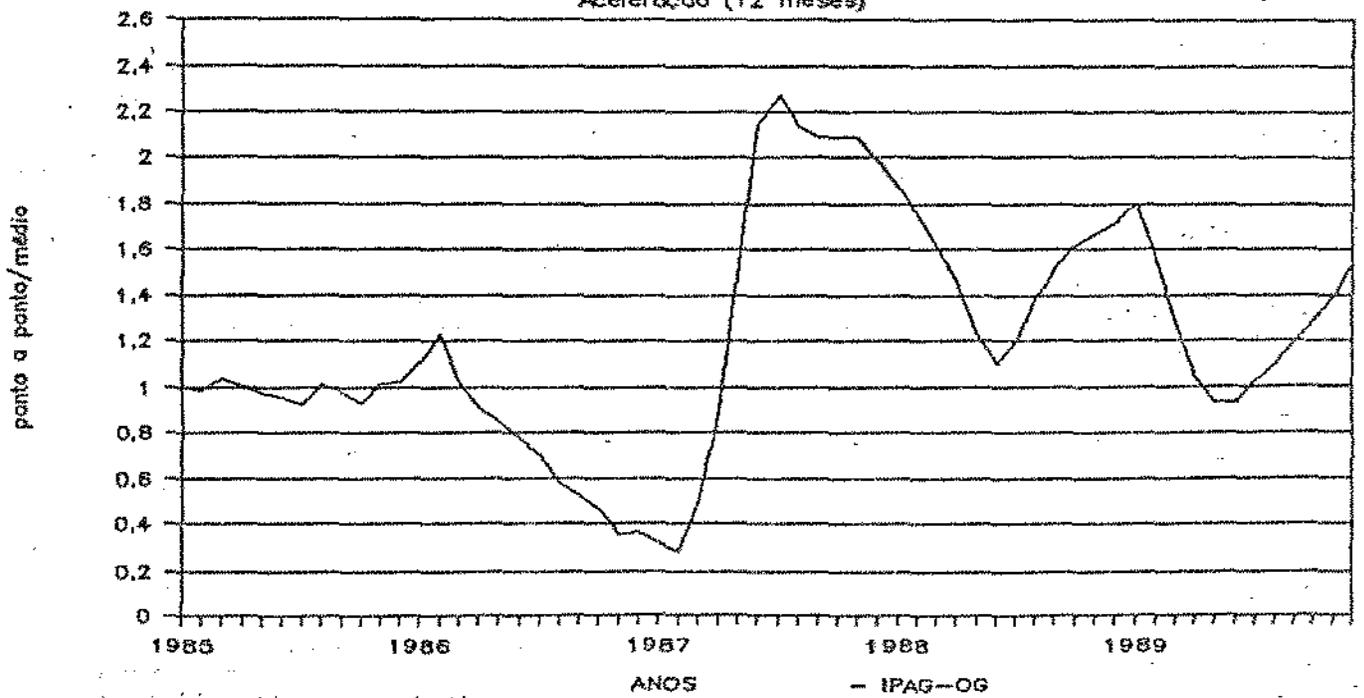


GRAFICO 5.4

Aceleração (12 meses)



- CONCLUSÕES

A proposta central deste trabalho foi explicar as razões que levaram a economia brasileira à estagnação durante os anos 80. As evidências demonstradas conduziram-nos a uma conclusão de ordem geral inescapável: as razões maiores da estagnação encontram-se num impasse de natureza estrutural. O padrão de acumulação que vigorava desde meados dos anos 50 foi desarticulado, sem que tivesse havido sua substituição por novas fontes de dinamismo, capazes de garantir o crescimento sustentado.

O primeiro aspecto dessa desarticulação diz respeito à ruptura da comunidade de interesses entre o capital externo, o Estado e o capital privado nacional que, solidariamente, haviam comandado a expansão pregressa. Desde a primeira crise do petróleo, a falência, no âmbito do II PND, dos projetos de exportação, com base na associação dos três blocos de capital, já indicava a nova postura do capital externo.

Nos anos 80, a reestruturação das economias centrais, por meio da criação de um novo paradigma tecnológico e da intensificação da concorrência, consolida a tendência anterior. O pequeno dinamismo da economia brasileira na década apenas acentua o movimento mais geral de relativo desinteresse do capital externo em ampliar os investimentos na periferia capitalista.

A capacidade limitada do Estado em liderar o crescimento, através da definição de um bloco de inversões que utilizava as empresas estatais como principal instrumento, já se revelara durante o II PND. A dissociação inicial com o capital produtivo externo e, posteriormente, a perda dos financiamentos inviabilizam crescentemente uma ação exclusivista do Estado na sinalização de um eixo de crescimento para a economia.

A opção incorreta da segunda metade dos anos 70 cobra o seu preço nos anos 80, quando a fragilidade do padrão de financiamento estatal, pressionado por elevados estoques de dívidas externa e interna e seus crescentes encargos, impede até mesmo a manutenção de um patamar adequado de investimento nos setores essenciais - infraestrutura e insumos básicos -, nos quais o Estado possui larga tradição de inserção.

A incapacidade de o capital privado nacional definir isoladamente um novo padrão de crescimento confirma uma trajetória histórica. As exigências referentes ao grau de centralização e concentração de capitais sempre afastaram o capital privado nacional das inversões estruturadoras, capazes de conformar uma nova rota de crescimento. Em um momento de reestruturação global das economias capitalistas, em que essas exigências se ampliam, tal incapacidade histórica é reforçada.

Em contrapartida à crescente fragilidade estatal, o capital privado nacional, cujo ajustamento à crise internacional foi "bancado" pelo Estado, tem a sua riqueza preservada ao longo da década, de forma inativa - aplicações financeiras - e caracterizada por crescente liquidez. Os investimentos "produtivos" ficaram limitados a inversões marginais em modernização, em geral concentradas no setor exportador.

Dessa constatação surge uma questão relevante: por que as inversões produtivas e em infra-estrutura no setor exportador não foram capazes de estabelecer um novo padrão de crescimento sustentado para a economia? A resposta tem de levar em conta dois aspectos distintos. O peso relativo dos segmentos produtores de bens tradables é pequeno quando confrontado com os non-tradables, o que aliás é uma característica central de economias continentais como a brasileira. Assim sendo, o impulso ao crescimento por meio do drive exportador desencadeia a rápida recuperação dos setores non-tradables e a restauração dos mecanismos endógenos de aceleração do crescimento.

Como o País se encontra sob restrição externa, transferindo recursos reais ao exterior, a retomada do crescimento deságua necessariamente na crise cambial. Parece não restar dúvidas de que a transferência de recursos reais - via restrições cambial e orçamentária e a geração de um clima de incerteza radical - constituiu o principal

obstáculo ao crescimento da economia brasileira. Sua eliminação aparece portanto como principal condição para viabilizar um novo projeto de desenvolvimento para o País.

É preciso considerar, contudo, que a remoção desse constrangimento não redundaria na reedição do padrão de crescimento que vigorou até os anos 70. A nova divisão internacional do trabalho, que emergiu da crise, certamente imporá ao País um padrão de crescimento semelhante ao da industrialização restringida. Vale dizer, dado o relativo desinteresse dos capitais externos em inversões e financiamentos na periferia capitalista, a importação de bens de capital para a progressiva atualização tecnológica do parque produtivo nacional dependerá essencialmente das divisas geradas pelo setor exportador.

Embora a transferência de recursos reais tenha sido também o fator primordial de desequilíbrio das finanças públicas, em razão da estatização da dívida externa, sua remoção não equacionaria satisfatoriamente o financiamento do setor público. Sem contar com o apoio de financiamentos externos, o Estado precisará redefinir em profundidade a sua base de financiamento fiscal. A recuperação da carga tributária bruta e líquida, profundamente deterioradas durante os anos de crise, é o pressuposto mínimo para que o Estado retome papel mais ativo na recuperação e ampliação da infra-estrutura econômica e social.

A escassez de financiamento externo e o encilhamento financeiro do setor público põem em relevo importantes questões referentes ao financiamento da acumulação privada. O sistema financeiro doméstico privado cumpriu papel passivo no ciclo de expansão precedente, ao atuar como mero repassador dos fundos constituídos pelo Estado ou oriundos do endividamento externo. A constituição de um sistema de crédito de longo prazo, envolvendo o sistema financeiro privado, mais do que um desafio renovado constitui outra importante condição para a retomada do crescimento.

No que diz respeito à inflação, vimos que as restrições cambial e orçamentária, pela insegurança que ensejam em relação ao comportamento dos preços básicos - câmbio e juros -, levam à criação de um ambiente de incerteza radical na economia, configurando uma tendência hiperinflacionária. Nesse contexto, e diante da crescente liquidez dos patrimônios privados, os aperfeiçoamentos da moeda indexada apresentam-se como último recurso para evitar a explicitação da hiperinflação.

A progressiva polarização da riqueza na forma de moeda indexada, em um quadro de profundas restrições cambial e orçamentária, cria demandas contraditórias quanto ao padrão monetário. A preservação do estoque de riqueza líquida da sociedade é sua função primordial. Contudo, tem de promover a internalização dos superávits comerciais e

servir de meio de financiamento de déficits públicos adicionais. De moeda indexada converte-se em moeda financeira e fator de aceleração da inflação. Nesse sentido, é um instrumento de eficácia temporária para deter a hiperinflação. A ameaça desta só será de fato afastada quando forem restaurados os mecanismos de valorização da riqueza capitalista na esfera produtiva, por meio da constituição de um novo padrão de crescimento e financiamento.

- REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AFONSO, J.R.R. e DAIN, S.

1987 *O setor público e as finanças públicas na América Latina: o caso do Brasil*. Rio de Janeiro, IEI/UFRJ.

ALMEIDA, J.S.G. & NOVAIS, L.F.

1989 Financiamento e desempenho corrente das empresas privadas e estatais. In: *Relatório de Pesquisa*. São Paulo, IESP/FUNDAP, nº 3.

ALVES, S.R.

1987 O desafio do déficit público. In: Lozardo, E. *Déficit público brasileiro: política econômica e ajuste estrutural*. Rio de Janeiro, Paz e Terra.

ARAÚJO Jr., J. T. et alii

1989 Proteção, competitividade e desempenho exportador da economia brasileira nos anos 80. In: *Pensamento Iberoamericano*. Madrid, v. 16.

ARIDA, P. (org.)

1982 Dívida externa, recessão e ajuste estrutural; o Brasil diante da crise. Rio de Janeiro, Paz e Terra.

BACHA, E.

1983 Prólogo para a Terceira Carta. In: Fórum Gazeta Mercantil. FMI x Brasil: a armadilha da recessão. São Paulo, Gazeta Mercantil.

BANCO CENTRAL DO BRASIL

1974/90 Relatórios Anuais. Brasília, Bacen.

BANCO CENTRAL DO BRASIL

1985 Relatório do setor externo da economia brasileira: 1979/1984. Brasília, Bacen/Diretoria da Área Externa.

BASTOS MARQUES, M.S. e BATISTA JR., P.N.

1984 A terceira versão do acordo Brasil-FMI. In: Revista de Economia Política. São Paulo, Brasiliense, v. 2, nº 2, abr-jun.

BATISTA JR., P. N.

1987 Formação de capital e transferência de recursos ao exterior. In: Revista de Economia Política, v. 7, nº 1, jan./mar..

1988 Fluxos financeiros internacionais para o Brasil desde o final da década de 1960. In: *Novos ensaios sobre o setor externo da economia brasileira*. Rio de Janeiro, Fundação Getúlio Vargas.

1989 *Superávit primário, encargos financeiros e dívida do setor público brasileiro: 1983/1988*. São Paulo, IESP/FUNDAP (mimeo).

BATISTA, J.C.

1987 A estratégia de ajustamento externo do Segundo Plano Nacional de Desenvolvimento. In: *Revista de Economia Política*, v. 7, nº 2.

BAUMANN, R.

1989 Ajuste externo - experiência recente e perspectivas para a próxima década. In: IPEA/IPLAN *Para a década de 90: prioridades e perspectivas de políticas públicas*. Brasília, IPEA/IPLAN, v. 2.

BAUMANN, R. e MOREIRA, H. C.

1987 Os incentivos às exportações brasileiras de produtos manufaturados - 1969/1985. In: *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v. 17, ago.

BELLUZZO, L. G. M.

1984 *O senhor e o unicórnio*. São Paulo, Brasiliense.

1988 Financiamento externo e déficit público. In:
Texto para Discussão. São Paulo, IESP/FUNDAP, nº 15.

BELLUZZO, L. G. M e ALMEIDA, J. S. G.

1987 A grande empresa durante o Cruzado. São Paulo,
IESP/FUNDAP, set.

1989 Enriquecimento e produção. In: *Novos Estudos*.
São Paulo, CEBRAP, nº 23.

1990 Crise e reforma monetária no Brasil. In: *São
Paulo em perspectiva*. São Paulo, SEADE, v.4, nº 4, fev.

BIASOTO JR., G.

1988 Endividamento externo e desequilíbrio financeiro
do setor público na primeira metade dos anos 80.
Campinas, IE/UNICAMP (dissertação de mestrado).

BONTEMPO, H. C.

1988 *Subsídios e incentivos: uma avaliação quantitativa
preliminar*. Bacen/Depec/Dipec (mimeo).

1988 Transferências externas e financiamento do governo
federal e autoridades monetárias. In: *Pesquisa e
Planejamento Econômico*, v. 18, nº 1, abril.

BRAGA, J. C. S.

1982 Os orçamentos estatais e a política econômica.
In: Belluzzo, L. G. M. e Coutinho, R. (orgs.)
*Desenvolvimento Capitalista no Brasil; ensaios sobre
a crise.* São Paulo, Brasiliense, v. I.

BRASIL/MINISTÉRIO DA FAZENDA

1987 *O financiamento do desenvolvimento econômico no
período 1987/91.* Brasília, março.

1987 *Plano de controle macroeconômico.* Brasília,
julho.

BRASIL/SEPLAN/PR

1985 *O I PND da Nova República.* Brasília.

BRESSER PEREIRA, L. C.

1988 Os dois congelamentos de preços no Brasil. In:
Revista de Economia Política. São Paulo, Brasiliense,
v. 8, nº 4, out./dez.

BUAINAIN, A. M.

1988 Limites da política agrícola. In: *Texto para
Discussão.* Campinas, CECON/IE UNICAMP, nº 6.

CAMARGO, J. M. & RAMOS, C. A.

1988 *A revolução indesejada: conflito distributivo e mercado de trabalho.* Rio de Janeiro, Campus.

CARDOSO DE MELLO, J. M.

1975 *O capitalismo tardio.* Campinas, DEPE/IFCH/ UNICAMP (tese de doutoramento).

1984 Prefácio. In: Belluzzo, L. G. M. *O senhor e o unicórnio.* São Paulo, Brasiliense.

CARDOSO DE MELLO, J. M. & BELLUZZO, L. G. M.

1982 Reflexões sobre a crise atual. In: Belluzzo, L. G. M. & Coutinho, R. (orgs.) *Desenvolvimento Capitalista no Brasil; ensaios sobre a crise.* São Paulo, Brasiliense, v. I.

1983 "Introdução". In: *Fórum Gazeta Mercantil. FMI x Brasil: a armadilha da recessão.* São Paulo, Gazeta Mercantil.

CARNEIRO, R. (org.)

1985 *Política econômica da Nova República.* Rio de Janeiro, Paz e Terra.

1987 *Política econômica do cruzado*. São Paulo,
Bienal/UNICAMP.

1988 *A heterodoxia em xeque*. São Paulo,
Bienal/UNICAMP.

CARNEIRO, R. & BUAINAIN, A. M. (orgs.)

1989 *O retorno da ortodoxia*. São Paulo,
Bienal/UNICAMP.

CASTRO, A. B. & SOUZA, F. E.

1985 *A economia brasileira em marcha forçada*. Rio de
Janeiro, Paz e Terra.

1988 O saldo e a dívida. In: *Revista de Economia
Política*, v. 8, nº 2, abr./jun.

CAVALCANTI, C. B.

1988 *Transferência de recursos ao exterior e
substituição de dívida externa por dívida interna*. Rio
de Janeiro, BNDES.

COPAG

1985 Subsídios para a política financeira. In: *Revista
de Economia Política*, v. 5, nº 4, out./dez.

1985 Subsídios para a renegociação da dívida externa.
In: *Revista de Economia Política*, v. 5, nº 4, out./dez.

CORREA DO LAGO, L. A.

1988 Investimentos diretos no Brasil e conversão de empréstimos em capital de risco. In: Batista Jr., P. N. (org) *Novos ensaios sobre o setor externo da economia brasileira*. Rio de Janeiro, Fundação Getúlio Vargas.

COUTINHO, L. e BELLUZZO, L. G. M.

1982 Política econômica, inflexões e crise: 1974-81.
In: Belluzzo, L.G. e Coutinho, R. (orgs.)
Desenvolvimento Capitalista no Brasil; ensaios sobre a crise. São Paulo, Brasiliense, v. I.

DAVIDOFF CRUZ, P.

1983 Notas sobre o endividamento externo brasileiro nos anos setenta. In: Belluzzo, L. G. M. e Coutinho, R.
Desenvolvimento Capitalista no Brasil; ensaios sobre a crise. São Paulo, Brasiliense, v. 2.

1984 *Dívida externa e política econômica; a experiência brasileira nos anos setenta*. São Paulo, Brasiliense.

DELFIN NETTO, A.

1984 Mudanças estruturais da economia no Governo Figueiredo. Palestra na ESG. Brasília, SEPLAN, 13/jun.

DIAS, G. L. S.

1988 O papel da agricultura no processo de ajustamento estrutural do Brasil. In: Rocca, C. A. et alii (orgs) *Brasil: os desafios da crise econômica*. São Paulo, IPE/USP.

DORNBUSCH, R.

1985 Efeitos das políticas econômicas dos países da OCDE sobre os países subdesenvolvidos não-exportadores de petróleo: uma resenha. In: *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v. 15, n^o 3, dez..

FERREIRA DA SILVA, J. C. & HORTA, M. H. T. T.

1984 As negociações financeiras internacionais do Brasil pós-FMI. In: *Revista de Economia Política*. São Paulo, Brasiliense, v. 4, n^o 2, .abr./jun..

FISHLOW, A.

1985 A crise da dívida: uma perspectiva mais a longo prazo. In: *Revista de Economia Política*. São Paulo, Brasiliense, v. 5, n^o 3, jul./set..

1986 A economia política do ajustamento brasileiro aos choques do petróleo (1974/84). In: *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v. 16, n^o 3, dez..

FONSECA, R. B.

1990 *O comércio agrícola mundial: perspectivas para o Brasil*. Campinas, IE/UNICAMP (mimeo).

FONSECA, R. B. & Salles Filho, S.

1990 *A agropecuária brasileira*. Campinas, IE/UNICAMP, (mimeo).

FÓRUM GAZETA MERCANTIL BRASIL X FMI

1983 *A armadilha da recessão*. São Paulo, Gazeta Mercantil.

FRAGA NETO, A. & LARA REZENDE, A.

1985 *Déficit, dívida e ajustamento: uma nota sobre o caso brasileiro*. In: *Revista de Economia Política*, São Paulo, Brasiliense, v. 5, nº 4, out./dez.

FREITAS, C. E. & BONTEMPO, H. C.

1988 *Política cambial e dívida externa. Subsídios ao relatório da economia brasileira*. São Paulo, IESP/FUNDAP (mimeo).

FRENKEL, R.

1979 *Decisiones de precio en alta inflacion*. Buenos Aires, Estudios Cedes, v. 2, nº 3.

1990 Hiperinflação: o inferno tão temido. In: Rego, J.M. (org). *Inflação e Hiperinflação*. São Paulo, Bienal/UNICAMP.

FRITSCH, W. & FRANCO, G. H. B.

1988 Investimento direto: tendências globais e perspectivas para o Brasil. In: *Texto para Discussão*. Rio de Janeiro, PUC, nº 195.

GOMES DE ALMEIDA, J. S. et alii

1988 Evolução e impasses do crédito. In: *Relatório de Pesquisa*. São Paulo, IESP/FUNDAP, nº 4.

GONDELSTEIN, L.

1985 Da heterodoxia ao FMI (1979-1982). Campinas, DEPE/IFCH/UNICAMP (dissertação de mestrado).

IPEA/INPES

1985 Perspectivas de longo prazo da economia brasileira. Rio de Janeiro, IPEA/INPES, cap.8.

IPEA/IPLAN

1989 Para a década de 90: prioridades e perspectivas de políticas públicas. Brasília, IPEA/IPLAN, v. 1.

KANDIR, A.

1989 *A dinâmica da inflação*. São Paulo, Nobel.

KANDIR, A. et alii

1985 Quando a terapia não mata o doente: a recuperação da economia em 1984. In: *Novos Estudos*. São Paulo, CEBRAP, nº 12.

LANGONI, C. G.

1981 Bases institucionais da economia brasileira. Rio de Janeiro, ESG - Escola Superior de Guerra (conferência em 04/08).

1985 *A crise do desenvolvimento: uma estratégia para o futuro*. Rio de Janeiro, José Olympio.

LARA-REZENDE, A.

1983 A ruptura do mercado internacional de crédito. In: Arida, P. (org.). *Dívida externa, recessão e ajuste estrutural (o Brasil diante da crise)*. Rio de Janeiro, Paz e Terra.

LESSA, C.

1978 *A estratégia de desenvolvimento (1974-1976): sonho e fracasso*. Rio de Janeiro, FEA/UFRJ (tese de doutoramento).

LESSA, C. F.

1977 Visão crítica do II Plano Nacional de Desenvolvimento. In: *Revista Tibiriçá*. São Paulo, ano II, nº 6.

LOPES, F. L.

1985 Inflação inercial, hiperinflação e desinflação: notas e conjecturas. In: *Revista de Economia Política*, São Paulo, Brasiliense, v. 5, nº 2, abr./jun..

MALAN, P. & BONELLI, R.

1983 Crescimento econômico, industrialização e balanço de pagamentos: o Brasil dos anos 70 aos anos 80. In: *Texto para Discussão*. Rio de Janeiro, IPEA/INPES, nº 60, nov.

MARKWALD, R. A.

1987 Balança comercial e dívida externa. In: *Revista da ANPEC*, ano X, nº 12, dez..

MARQUES, M. S. B.

1988 O plano cruzado: teoria e prática. In: *Revista de Economia Política*. São Paulo, Brasiliense, v. 8, nº 3, jul/set.

MARTONE, C. L ; LUQUE, C. A. & LOPES, L. M.

1986 Mercado financeiro e ajustamento macroeconômico brasileiro:1978-1985. In: *Relatório de Pesquisa*. São Paulo, IPE/USP, n^o 35.

MENDONÇA DE BARROS, J R. & MANOEL, A.

1988 Insumos agrícolas: evolução recente e perspectivas. In: Brandão, A. S. (ed.). *Os principais problemas da agricultura brasileira: análise e sugestões*. Rio de Janeiro, IPEA/INPES.

MENDONÇA DE BARROS, L. C.

1985 Indexação e desindexação: debate a ser retomado. In: *São Paulo em perspectiva*. São Paulo, SEADE, v. 1, n^o 3, set./dez..

MENDONÇA DE BARROS, L. C.

1991 A moeda indexada. Campinas, IE/UNICAMP (mimeo).

MODIANO, E.

1986 Da inflação ao cruzado; a política econômica no primeiro ano da Nova República. Rio de Janeiro, Campus.

MOURA DA SILVA, A.

1979 Intermediação financeira no Brasil: origens estrutura e problemas. São Paulo, FEA/IPE/USP (mimeo).

1984 Ajuste e desequilíbrio: exercício prospectivo sobre a economia brasileira (1980/84). São Paulo, nov. (mimeo).

1986 Inflação: reflexões à margem da experiência brasileira. In: Rego, J.M. (org.) *Inflação inercial, teorias sobre a inflação e o plano cruzado*. Rio de Janeiro, Paz e Terra.

OLIVEIRA, F. A. de

1985 A crise do sistema fiscal brasileiro (1965-1983). Campinas, DEPE/IFCH/UNICAMP (tese de doutoramento).

PARENTE, P. P.

1988 Déficit público. In: *Texto para Discussão*. São Paulo, IESP/FUNDAP, nº 15.

PLANO CRUZADO

1986 *A visão dos economistas da USP*. São Paulo, Pioneira.

RABELLO DE CASTRO, P.

1983 Macroeconomia madrasta, microeconomia mirrada. In: *Fórum Gazeta Mercantil - Brasil X FMI: a armadilha da recessão*. São Paulo, Gazeta Mercantil.

RESENDE, G. C.

1987 Ajuste externo e agricultura no Brasil: 1981/86.

In: *Texto para Discussão*. Rio de Janeiro, IPEA/INPES,
nº 126, dez..

1989 Controvérsias de economia agrícola: uma revisão crítica. *Anais do XVII Encontro Nacional de Economia*.

ANPEC.

REVISTA DE ECONOMIA POLÍTICA

1986 Plano ^{Cruzado} Bresser: documentos. São Paulo,
Brasiliense, v. 6, nº 3, jul./set..

1987 Plano Bresser: documentos. São Paulo,
Brasiliense, v. 7, nº 4, out./dez..

1989 Plano Verão: documentos. São Paulo, Brasiliense,
v. 9, nº 1, jan./mar..

SEPLAN/PR.

1985 Notas para o I PND da Nova República. Brasília,
Seplan.

SEPLAN/SEST

1989 Relatório das empresas estatais (1988). Brasília, Seplan.

SERRA, J.

1982 Ciclos e mudanças estruturais na economia brasileira do pós-guerra. In: Belluzzo e Coutinho (orgs.) *Desenvolvimento capitalista no Brasil; ensaios sobre a crise*. São Paulo, Brasiliense, v. I.

1987 Conversão da dívida: realidade e alternativas. In: *Texto para Discussão*. Campinas, CECON/IE/UNICAMP, nº 1.

SILVA, J. C. F. & HORTA, M. H. T. T.

1984 As negociações financeiras internacionais do Brasil pós-FMI. In: *Revista de Economia Política*. São Paulo, Brasiliense, v. 4, nº 3, jul./set..

SIMONSEN, M. H.

1985 A inflação brasileira: lições e perspectivas. In: *Revista de Economia Política*. São Paulo, Brasiliense, v. 5, nº 4, out./dez.

SOUZA, F. E. P. de

1985 Da crise à expansão: uma trajetória ameaçada. In: *Presença*. São Paulo, nº 5, jan.

SUZIGAN, W

1985 A indústria brasileira em 1985/86: desempenho e política. In: Carneiro, R. (org.) *Política Econômica da Nova República*. Rio de Janeiro, Paz e Terra.

1987 Indústria brasileira: retrospectiva de 1986 e perspectivas. In: Carneiro, R. (org.) *Política Econômica do Cruzado*. São Paulo, Bienal/UNICAMP.

1988 A indústria brasileira em 1987: de volta à recessão. In: Carneiro, R. (org.) *A heterodoxia em xeque*. São Paulo, Bienal/UNICAMP.

SUZIGAN, W. & KANDIR, A.

1985 As premissas da retomada do crescimento industrial. In: *Revista brasileira de Tecnologia*, v. 16, nº 5, set./out.

TAVARES, M. C.

1975 Acumulação de capital e industrialização no Brasil. Rio de Janeiro, FEA/UFRJ (tese de livre docência).

1983 O sistema financeiro brasileiro e o ciclo de expansão recente. In: Belluzzo, L.G. e Coutinho, R. (orgs.) *Desenvolvimento capitalista no Brasil; ensaios sobre a crise*. São Paulo, Brasiliense, v. I.

1990 Reestruturacio industrial e politicas de ajuste macroeconomico en los centros. (La modernizacion conservadora). Campinas, IE/UNICAMP (mimeo).

1985 A retomada da hegemonia americana. In: *Revista de Economia Política*. São Paulo, Brasiliense, v. 5, nº 2, abr./jun.

1983 A crise financeira global. In: *Revista de Economia Política*. São Paulo, Brasiliense, v. 3, nº 2, abr./jun.

TAVARES, M. C. & BELLUZZO, L. G.

1982 Notas sobre o processo de industrialização recente no Brasil. In: Belluzzo, L.G. e Coutinho, R. (orgs.) *Desenvolvimento capitalista no Brasil; ensaios sobre a crise*. São Paulo, Brasiliense, v. I.

1986 Uma reflexão sobre a natureza da inflação contemporânea. In: Rego, J. M. (org.) *Inflação inercial, teorias sobre a inflação e o plano cruzado*. Rio de Janeiro, Paz e Terra.

TAVARES, M. C. & LESSA, C.

1983 Desenvolvimento industrial nos anos 70: impasses e alternativas. Rio de Janeiro, IEI/UFRJ (mimeo).

TEIXEIRA, E. F. et alii

1988 Déficit e endividamento do setor público. In: *Relatório de Pesquisa*. São Paulo, Fundap, nº 5.

TEIXEIRA, N. G.

1985 O sistema bancário brasileiro e suas transformações frente a crise atual. Campinas, IE/UNICAMP (tese de doutoramento).

TEIXEIRA, E. & BIASOTO JR., G.

1988 Setor público nos anos 80: desequilíbrios e ruptura do padrão de financiamento. In: *Estudo Especial*. Campinas, Cecon/IE/UNICAMP.

WERNECK, R. L. F.

1987 Poupança estatal, dívida externa e crise financeira do setor público. In: Lozardo, E. (org.) *Déficit público brasileiro: política econômica e ajuste estrutural*. Rio de Janeiro, Paz e Terra.

ZINI JR., A.

1982 Uma avaliação do setor financeiro no Brasil: da reforma de 1964/65 à crise dos anos oitenta. Campinas, DEPE/UNICAMP (dissertação de mestrado).