

ENSAIOS DE HETERODOXIA: considerações sobre a política econômica da Nova República

Frederico M. Mazzucchelli*

A ascensão de Dilson Funaro ao Ministério da Fazenda representou uma profunda alteração nos rumos da política econômica. Entre o complexo de causas que determinaram sua nomeação destaque-se, em primeiro lugar, o progressivo isolamento político de Francisco Dornelles no Governo Sarney e a virtual paralisação do processo decisório diante das aberturas contraditórias reinantes no interior da equipe econômica (Fazenda, Planejamento e Assessoria Econômica do Presidente). Em segundo lugar, o ideário reformador de crescimento econômico e ativação dos gastos sociais mostrava-se claramente incompatível com as terapias recessionistas gestadas no âmbito do Ministério da Fazenda. Por fim, a própria experiência recente — não apenas a nível nacional — indicava a precariedade e perda de credibilidade do ajuste ortodoxo, criando condições propícias à implementação de uma estratégia expansionista.

São claras as diferenças que se estabelecem, a partir de então, no diagnóstico dos principais desequilíbrios da economia brasileira e, conseqüentemente, na própria ação governamental. Analisemos cada aspecto separadamente. Com relação ao déficit público, o ponto de vista convencional é extremamente claro: **a origem do déficit reside no excesso de gastos do Estado, daí decorrendo pressões sobre o mercado financeiro (expansão da dívida pública e da taxa de juros) e sobre a emissão de moeda. Vem daí, portanto, a causa maior da inflação e dos elevados níveis dos juros, sendo inócua e "artificial" qualquer tentativa de controle do processo inflacionário que não passe pelo corte drástico dos gastos públicos. O ponto de vista alternativo foi explicitamente examinado pelo Ministro do Planejamento na Câmara dos Deputados.*** Sem desconsiderar a necessidade de uma reforma administrativa profunda, passa a ser destacada, também, a dimensão financeira dos desequilíbrios das contas públicas. Vale dizer, é assinalado o fato de que os encargos financeiros da dívida interna e externa do

setor público representam uma restrição significativa (que será tão mais grave quanto maior for o nível da taxa de juros) ao equacionamento das contas públicas. Na própria apresentação do Ministro observa-se que enquanto os investimentos e os dispêndios globais (exceto encargos financeiros) das empresas estatais declinaram em termos reais 34,15% e 15,09%, respectivamente, entre 1980 e 1984, os encargos financeiros cresceram 145,22% no mesmo período. A relação serviço da dívida/despesas de pessoal nas empresas estatais do complexo SEST, que era de 0,83% em 1980, cresceu para 2,15% em 1984. Com relação aos dispêndios da União no mesmo período, enquanto os gastos totais (exceto transferências e despesas financeiras) tiveram uma queda real de 24,76%, o crescimento das despesas financeiras foi de 314,68%. Diante desta constatação, a conclusão é inquestionável: *tão importante quanto o corte de gastos e a reforma administrativa é a superação do estrangulamento financeiro do setor público.*¹

Cabem, aqui, algumas considerações. Primeiramente, quanto ao endividamento das empresas estatais, é fato sabido que tais empresas foram induzidas, a partir de meados dos anos 70, à captação de recursos externos com vistas ao equilíbrio do balanço de pagamentos. Diante da elevação das taxas internacionais de juros e das maxidesvalorizações de 1979 e 1983, é evidente que sua estrutura passiva deteriorou-se abruptamente, fenômeno que se agravou com a aceleração inflacionária, já que o represamento dos preços públicos foi um dos principais mecanismos acionados no combate à inflação. O quadro de descapitalização e endividamento de tais empresas não decorre, portanto, de uma suposta ineficiência administrativa e nem é simplificada sanável através de cortes lineares de gastos. As estatais condensam, hoje, parte significativa da dívida externa do país, o que quer dizer que seu saneamento financeiro remete — desde um ponto de vista estrutural — à própria redefinição da restrição externa.

Internamente, o crescimento da dívida mobiliária remonta à própria estratégia de captação à *outrance* de recursos externos. A sustentação de taxas de juros elevadas no mercado doméstico e o crescimento excepcional das reservas fizeram com que a dívida interna se expandisse reflexivamente à elevação do endividamento externo. Com o colapso das condições internacionais de financiamento, verificou-se novo impacto sobre o crescimento da dívida pública, sobretudo a par-

tir de 1984. Esse processo se explica, basicamente, pela necessidade de mobilizar recursos junto ao mercado financeiro doméstico para adquirir as divisas geradas pelos exportadores. Assim, se até 1982 o crescimento da dívida pública foi reflexo à expansão do endividamento externo, a partir de então ele resulta dos sucessivos superávits comerciais que o país se viu forçado a criar, em decorrência da *retração* do endividamento externo. Se a isso for acrescentada a necessidade de captar recursos para fazer face aos compromissos externos transferidos às Autoridades Monetárias (Avisos GB-588 e MF-30) aos encargos sobre os depósitos em moeda estrangeira no Banco Central e ao custo financeiro da própria dívida — além da necessidade de conter os movimentos endógenos de expansão da base monetária (saques da Resolução 432, saques das cadernetas, etc.) —, vê-se que o crescimento do endividamento interno assumiu uma configuração autônoma, em nada se relacionando ao custeio da máquina estatal.

Essas observações indicam que a superação do estrangulamento financeiro do setor público deve passar, necessariamente, pela renegociação externa e pela redução da taxa de juros interna. Ao se obterem melhores condições de pagamento externas, alivia-se imediatamente a estrutura passiva das empresas estatais, reduzindo-se, conseqüentemente, a pressão destas sobre o Tesouro e deste sobre a dívida mobiliária. A possibilidade de se operar com menores superávits comerciais, por sua vez, implica não apenas menor pressão sobre o endividamento interno, como viabiliza a elevação das importações necessárias à sustentação do crescimento (produtos intermediários, máquinas e equipamentos) e ao controle da inflação (alimentos). O acesso a novos recursos externos, na mesma linha, assegura a renovação dos débitos e reduz a transferência de recursos reais ao exterior. O arrefecimento na expansão da dívida pública, por seu turno, favorece a redução das taxas de juros, a qual, reversamente, modera o crescimento do passivo global do setor público, além de sinalizar favoravelmente ao investimento privado.

A renegociação externa e a redução dos juros são, assim, condições fundamentais para o equacionamento das contas públicas. Não se deve obviar, contudo, a necessidade de enfrentar três ordens de prioridades. Em primeiro lugar, diante da abrupta redução de carga tributária líquida nos anos 80, torna-se imprescindível a adoção de um elenco de medidas na área tributária de maneira a reverter a erosão da capacidade de financiamento

* do Instituto de Economia da UNICAMP e do Instituto de Economia do Setor Público da FUNDAP.

** Ver, por exemplo, o pronunciamento do Ministro Dornelles na Câmara dos Deputados em 08.05.1985. Ver também a proposta: *Déficit público: o que está em jogo? Novos Estudos CEBRAP*, São Paulo, (13) out. 1985. Affonso, Rui. Os diferentes conceitos de déficit do Setor Público. São Paulo. CEBRAP, 1985. mimeo.

*** Conforme apresentação do I Plano Nacional de Desenvolvimento da Nova República 1986 - 1989 : Projeto de Lei; versão preliminar. 1985.

do Estado.* Em segundo lugar, dada a redução real dos preços públicos ao longo dos últimos anos, é fundamental a adoção de uma estratégia de recomposição gradual de preços e tarifas de maneira a recuperar a capacidade de autofinanciamento das empresas estatais sem engendrar, contudo, novas pressões inflacionárias.* Por fim, diante da inércia da Administração Centralizada é imperiosa a execução de uma reforma administrativa profunda, de maneira a restaurar a eficácia e a credibilidade da ação governamental.

O pacote fiscal enviado pelo Governo ao Congresso representa, nesse quadro, uma tentativa inicial de equacionamento dos desequilíbrios financeiros do setor público. Diante de um déficit de caixa estimado para 1986 da ordem de Cr\$ 211 trilhões é prevista, com a implantação das medidas propostas, uma redução próxima a Cr\$ 150 trilhões a partir das seguintes projeções: Cr\$ 60 trilhões com a elevação de impostos, Cr\$ 26 trilhões com a recomposição de preços e tarifas públicas, Cr\$ 15 trilhões com a venda de estatais, Cr\$ 8 trilhões com o corte de custeio, Cr\$ 8 trilhões com a redução do *float* bancário e Cr\$ 35 trilhões com a redução das taxas de juros pagas pelo Governo pela sua dívida mobiliária e bancária. Cabe, neste particular, algumas observações:

- a) como observa Mendonça de Barros,² enquanto alguns resultados podem ser tomados como certos, outros são reconhecidamente imprevisíveis. No primeiro caso se incluem o ganho fiscal, a venda de ativos do Governo e a redução do prazo de permanência dos tributos federais nos bancos (*float*). Já a redução dos gastos em custeio, a redução de juros e a recomposição de preços e tarifas públicas são evidentemente incertas;
- b) o aumento de receita previsto provirá, basicamente, da antecipação de impostos (IRPJ, IPI, etc.), do fechamento de brechas para a evasão fiscal e do aumento da carga sobre os ganhos de capital. É provável que haja aí uma subestimação de ganho fiscal, já que as estimativas oficiais se basearam em uma projeção da inflação de 160% para 1986 e uma taxa de crescimento das receitas governamentais sensivelmente inferior à verificada no final de 1985;
- c) os efeitos das medidas tributárias sobre a taxa de juros são incertos: de um lado, a antecipação de impostos tende a rebater rapidamente sobre o caixa do Tesouro, reduzindo a pressão para a colocação de títulos e abrindo, assim, espaço para uma que-

da dos juros; de outro, tanto a tributação do mercado financeiro como a própria antecipação de tributos (ao elevar a necessidade de capital de giro) podem vir a exercer pressão na direção contrária;

- d) a elevação da renda disponível para os assalariados com renda até 40 salários mínimos, a elevação da carga tributária para as empresas de maior rentabilidade e maior poder de mercado e a pretendida recomposição de preços e tarifas públicas podem vir a gerar tensões inflacionárias;
- e) as modificações introduzidas no IRPF favorecem inquestionavelmente os assalariados de menor poder aquisitivo, além de corrigirem — mediante a introdução do sistema de cobrança em bases correntes — os efeitos deletérios da inflação sobre a carga tributária;
- f) a depreciação acelerada dos equipamentos adquiridos em 1986-87 tenderá a estimular o crescimento dos investimentos, num quadro de virtual esgotamento da capacidade produtiva em vários setores da indústria;
- g) as medidas tendentes à moralização e racionalização dos gastos públicos e os programas sociais anunciados colocam a equipe governamental diante de um desafio: se bem sucedidas, ampliarão sua credibilidade e sua base de sustentação. Se frustradas, comprometerão até mesmo resultados positivos que vierem a ser obtidos em outras áreas da ação governamental.

Como se pode observar, o pacote econômico aprovado pelo Congresso visa recompor a capacidade financeira do Estado sem propor o corte linear e indiscriminado de gastos. É fundamental advertir, contudo, que o alcance do pacote é, ainda, tímido frente à magnitude dos desequilíbrios do setor público. Basta lembrar que as previsões para os encargos financeiros globais do Governo alcançam a extraordinária cifra de Cr\$ 250 trilhões em 1986.⁴ Isso significa que, enquanto a questão do endividamento externo e interno do setor público não for enfrentada decididamente (e aqui não se trata, apenas, das intenções em fazê-lo, mas, acima de tudo, das condições para fazê-lo), medidas como as recentemente implementadas tendem, por si sós, a se tornar insuficientes. Entretanto, desde que inscritas num projeto mais amplo de ajuste estrutural do setor público, tais medidas assumem uma configuração distinta, representando apenas o início de um processo maior de recuperação da capacidade de gasto do Estado.

No que se refere à política monetária, as diferenças de concepção são, também, marcantes. Durante a gestão Dornelles prevaleceu o ponto de vista ortodoxo de que a redução do déficit público era necessariamente prévia à redução dos juros. Mais ainda, questionava-se a própria factibilidade de reduções "artificiais" da taxa de juros, com o argumento de que a uma remuneração real mais baixa se tornaria

duvidosa a colocação dos títulos da dívida pública. Desde uma perspectiva imediata, a mudança nas regras da correção monetária e cambial (a partir da média geométrica do trimestre anterior) visava dar maior segurança ao mercado financeiro, reduzindo os riscos com a operação dos títulos prefixados. Na prática, essa modificação redundou na emergência de graves desequilíbrios: nos meses em que a correção monetária esteve acima da inflação, verificou-se uma brutal deterioração das contas do setor público (agravada pelo congelamento de preços e tarifas públicas). Quando a inflação ultrapassou a correção monetária, o que se assistiu foi a violenta evasão de recursos das cadernetas de poupança, a excitação dos mercados de risco e a elevação das taxas de juros. As altas taxas de juros, por sua vez, produziram efeitos rigorosamente opostos aos pretendidos: a elevação do custo da dívida terminou por agravar o déficit público; a colocação de títulos da dívida pública tornou-se progressivamente problemática, à medida que o custo do financiamento no *overnight* tendia a ultrapassar a rentabilidade média das carteiras, e, por fim, o próprio controle da base monetária (objetivo maior da política implantada) mostrou-se inócuo diante das maciças retiradas de recursos depositados na Resolução 432 e Circular 230.

A mudança da equipe econômica produziu resultados imediatos. Com o realinhamento da correção monetária à taxa e inflação eliminou-se o referido foco de instabilidade financeira. Ainda mais importante foi a decisão de promover a redução autônoma das taxas de juros: ao invés de, passivamente, condicionar a queda dos juros à contenção do déficit, optou-se por uma política combinada de ataque aos desequilíbrios financeiros do setor público, incluindo, aí, a própria redução dos juros. Resultado: prosseguiram, sem percalços, a rolagem da dívida e a colocação líquida de título, a um custo consideravelmente mais baixo.⁵

Não cabem aqui, contudo, ilusões: o atual nível das taxas de juros é, ainda, extremamente elevado, e sua diferença em relação às taxas internacionais indica que, apesar das dificuldades que aí se colocam, novas reduções devem ser buscadas com firmeza e determinação.

É conveniente, neste particular, recuperar o diagnóstico e as propostas da antiga COPAG, de maneira a esclarecer os limites que se impõem à condução da política monetária.* De início, é importante assinalar certas características estruturais do sistema financeiro brasileiro:

- a) o sistema financeiro tem trabalhado, nos últimos anos, com três moedas distintas: o dólar, o cruzeiro e a ORTN. Há uma constante arbitragem

* O pacote fiscal recentemente aprovado pelo Congresso se inscreve nesta linha. Sua discussão é feita a seguir.

* É esta, explicitamente, a intenção governamental. Os elevados índices inflacionários dos últimos meses fazem prever, entretanto, o postergamento da recomposição programada dos preços públicos.

* As observações que se seguem baseiam-se extensivamente no documento da COPAG. Subsídios para a política financeira. Revista de Economia Política. São Paulo, (20), out./dez. 1985, e no trabalho: GOLDENSTEIN, Sidia et alii. Propostas de uma política de redução de taxas de juros, 1985. mimeo.

entre os ativos e passivos denominados nessas distintas moedas que reduzida em recorrentes migrações de recursos no mercado financeiro. A ação governamental, ao se pautar por medidas tópicas e localizadas, terminou produzindo o encurtamento dos prazos de todos os contratos financeiros, a indexação generalizada do sistema e a elevação das taxas de juros;

- b) o declínio dos haveres monetários no conjunto dos ativos financeiros implicou uma forte elevação dos componentes de custo e risco para o sistema como um todo, gerando uma grande concentração na captação de recursos a custos marginais crescentes;
- c) a abertura da economia brasileira ao mercado internacional redundou na progressiva dolarização da estrutura passiva do sistema financeiro. Esta situação criou — sobretudo a partir da maxidesvalorização de dezembro de 1979 — uma insegurança muito grande, que resultou no aparecimento de operação de arbitragem entre o dólar e o cruzeiro, destacando-se os depósitos em moeda estrangeira no Banco Central (Resolução 432 e Circular 230). Tais operações, por sua vez, determinaram uma significativa ampliação do endividamento do Tesouro, a vinculação das taxas de juros internas às externas e a interposição de movimentos autônomos de expansão e contração da liquidez que complicam extraordinariamente a gestão da política monetária;
- d) a existência de um conjunto externo de regulamentações bancárias e financeiras, associada a controles administrativos específicos, gerou uma estrutura de intermediação financeira extremamente segmentada, que torna rígida a estrutura de taxas de juros vigentes;
- e) as características do mercado de títulos da dívida pública no Brasil são tais que tornam muito delicada a sua rolagem. Os compradores finais destes papéis são muito poucos, ficando a grande maioria dos títulos em poder do sistema financeiro. Parte desta carteira é de natureza compulsória, sendo que o restante serve como lastro nas operações de *overnight*. Isto significa que o sistema financeiro compra papéis de médio e longo prazos, financiando-os com recursos de curto prazo, daí decorrendo dois problemas básicos: elevada instabilidade, à medida que as instituições financeiras, ao trabalharem "alavancadas", devem se assegurar que a rentabilidade média das carteiras seja superior ao custo do financiamento no *overnight*, o que nem sempre é possível dadas as contínuas oscilações desta taxa, e elevação do prêmio de risco na taxa dos papéis colocados pelas Autoridades Monetárias junto ao sistema financeiro;
- f) ao se permitir que todos os títulos

financeiros (inclusive as aplicações no *overnight*) sejam indexados à variação das ORTN, destruiu-se o poder de competitividade dos títulos de médio e longo prazos. Praticamente todos os ativos financeiros têm a mesma garantia de juros reais — independentemente dos prazos de aplicação —, o que pressiona para cima as taxas de juros dos papéis de prazo mais longo;

- g) a deterioração da estrutura passiva de vários segmentos do mercado criou focos de tensão e elevação do risco que fragilizam o conjunto do sistema e impõem pressões sobre a taxa de juros;
- h) a abrupta reversão das condições de financiamento externo a partir de 1982 determinou forte pressão do setor público sobre o mercado financeiro doméstico, com reflexos imediatos sobre a taxa de juros e o crescimento da dívida mobiliária.

Dentre o elenco de medidas propostas para a redução das taxas de juros, destacam-se as seguintes:

- a) estabelecimento de regras claras de indexação, com a adoção de um indexador mais acurado que o IGP e a recusa a qualquer tipo de expurgo da correção monetária;
- b) redução das taxas praticadas no *open market*;
- c) adequação das rentabilidades líquidas das aplicações alternativas através do alongamento dos prazos mínimos de aplicação dos diversos ativos existentes. São destacados, aí, a redução diferenciada dos níveis de tributação de maneira a incentivar as aplicações de maior prazo; a introdução do uso obrigatório do cruzeiro para os títulos com menos de 360 dias, com exceção dos depósitos de poupança; a garantia exclusiva aos títulos de mais de 360 dias da indexação pós-fixada mais juros de mercado e a flexibilização da rentabilidade das cadernetas de poupança de acordo com o prazo de movimentação dos depósitos. Tais propostas, como se vê, tendem a reduzir o grau de indexação dos diferentes ativos e resgatar a primazia que deveria caber às aplicações de prazo mais dilatado;
- d) superação das barreiras institucionais de maneira a garantir maior mobilidade dos recursos entre os diferentes segmentos do mercado;
- e) modificações na Resolução 432 e na Circular 230, de maneira a aliviar o Governo dos encargos configurados pelo risco cambial e acelerar o repasse dos bancos do setor privado, aumentando a oferta de crédito;
- f) alívio da carga tributária sobre os principais instrumentos de captação bancária;
- g) redução da pressão do endividamento público sobre o mercado financeiro.

Quanto às implicações da redução das taxas de juros, destacam-se a redução do déficit público através da diminuição dos encargos financeiros do setor público; a

ampliação do espaço para um crescimento econômico não-inflacionário através da redução dos custos financeiros associados às atividades de investimento, produção e circulação; menor pressão sobre a estrutura de custos das empresas públicas, com reflexos diretos sobre a política de preços e tarifas e viabilização de um "pacto social" anti-inflacionário, à medida que à redução dos juros se seguisse o maior espaçamento dos reajustes de preços nos setores privado e público e a aceitação de uma política salarial mais adequada.

Confrontada com esse diagnóstico, fica evidente a necessidade de se percorrer ainda um longo caminho, de maneira a superar os principais desequilíbrios do sistema financeiro e objetivar uma redução sustentada das taxas de juros. Se é verdade que a gestão Funaro-Bracher tem se revelado auspiciosamente inovadora em termos de política monetária, não menos verdadeira é a constatação de que inúmeros problemas, todavia, permanecem pendentes. Tal é o caso da instabilidade gerada pela coexistência das três moedas; das conseqüências deletérias decorrentes dos depósitos em moeda estrangeira no Banco Central; da excessiva segmentação do mercado financeiro; das atribulações criadas pela inexistência de tomadores finais dos títulos da dívida pública; da indexação generalizada dos distintos ativos com o conseqüente encurtamento dos prazos dos contratos financeiros; da carga tributária incidente sobre os instrumentos de captação bancária e da crescente pressão exercida pelo setor público sobre o mercado financeiro. Quanto ao último aspecto, não é demais insistir que o mesmo remete às condições de renegociação da dívida externa: enquanto não se reduzirem os encargos financeiros externos das empresas estatais e persistir a necessidade de gerar vultosos superávits comerciais, dificilmente serão aliviadas as pressões do setor público sobre o mercado financeiro, com reflexos diretos sobre o crescimento da dívida mobiliária e sobre a taxa de juros.

Com relação ao setor externo, deve-se observar, inicialmente, a permanência do ajustamento fundado em elevadas transferências de recursos reais ao exterior, conforma se depreende da tabela 1.

TABELA 1 — SALDO EM TRANSAÇÕES CORRENTES, NO BRASIL — 1984-86
(Em US\$ milhões)

DISCRIMINAÇÃO	1984	1985*	1986*
Balança Comercial-FOB	13 089	12 400	12 500
Exportações	27 005	25 200	26 500
Importações	13 916	12 800	14 000
Serviços (líquido)	(12 743)	(13 250)	(13 200)
Juros	(10 203)	(10 400)	(10 000)
Outros Serviços	(2 540)	(2 850)	(3 200)
Transf. Unilaterais	171	150	100
Saldo em Transações Correntes	517	(700)	(600)

FONTE: BACEN, Brasil, Programa Econômico — NOV/1985

* Estimativas

A geração de elevados superávits comerciais para fazer face aos compromissos financeiros externos é a característica fundamental da política de ajustamento

que vem sendo perseguida. Não são poucos, como já visto, os problemas que tal política acarreta. Em primeiro lugar, devem ser destacados os efeitos decorrentes da internalização do saldo comercial: a necessidade de adquirir as divisas geradas pelo setor exportador determina uma forte pressão do Governo sobre o mercado financeiro, produzindo efeitos diretos sobre a dívida mobiliária e a taxa de juros. Pressão em igual sentido advém quando do pagamento dos juros externos, à medida que tais compromissos são transferidos pelas empresas estatais ao Tesouro (Aviso GB-588). Segundo o PND-IV, o resultado deste processo é que cresce a dívida interna do Governo, enquanto a dívida externa se mantém estável, em termos nominais. O País transfere renda ao exterior na medida de seu superávit comercial; o Governo troca dívida externa por dívida interna; e o setor privado torna-se credor interno do Governo. O ajuste externo se traduz desta forma em desajuste interno.⁶ Assim, ao financiar no mercado interno de crédito, basicamente por meio da ampliação da dívida mobiliária, as pressões diretas e indiretas decorrentes do impacto interno dos crescentes superávits comerciais, o governo aumentou significativamente as taxas de juros.⁷

Em segundo lugar, é inquestionável a pressão dos encargos financeiros externos sobre a estrutura de custos das empresas estatais (as principais devoradoras em moeda estrangeira), fenômeno com claras implicações inflacionárias diretas (via preços e tarifas públicas) ou indiretas (via transferência dos débitos ao Tesouro). Na verdade, o alívio dos encargos financeiros externos das empresas estatais é uma das condições fundamentais ao equacionamento das contas do setor público, à redução dos juros e ao controle da inflação; ao se reduzirem tais encargos (basicamente através do refinanciamento dos juros) não será mais necessário operar com superávits comerciais tão vultosos, limitar-se-á a pressão do Governo sobre o mercado financeiro, menor será o ritmo de reajuste dos preços públicos e menor a pressão sobre a taxa de câmbio.*

Cabe destacar a extrema vulnerabilidade de tal política de ajustamento. Em primeiro lugar, diante do virtual esgotamento da capacidade instalada em vários setores da indústria, não é improvável que a expansão das exportações venha a ser prejudicada pelo crescimento da produção voltada para o mercado interno. Não se trata, aí, de uma relação estritamente antinômica (mercado interno versus mercado externo) e sim do fato que em períodos de ampliação da capacidade produtiva pode haver uma assincronia nas respectivas taxas de crescimento. Esse fato adquire maior relevância quando se constata que a geração de *outrance* de supe-

rávits comerciais (com a seqüela de incentivos fiscais, redução dos salários reais, maxidesvalorizações, etc.) deixou de configurar o objetivo estratégico da política econômica. Isso significa que a qualquer sinal de deterioração das contas comerciais externas não será mais possível implementar políticas compensatórias de cunho recessionista (contenção da demanda interna via corte dos gastos públicos, retração do crédito, arrocho salarial, etc.) ou inflacionário (via maxidesvalorização). Por outro lado, deve-se frisar que com o atual ajustamento externo *não há nenhuma perspectiva de superação do desequilíbrio estrutural entre a demanda e a oferta de divisas. O fluxo de recursos do sistema financeiro internacional continua paralisado e o perfil de crescimento da dívida de médio e longo prazos extremamente concentrado no tempo.*⁸ Por fim, deve-se recordar que o país tem se beneficiado recentemente da queda do preço do petróleo, da queda dos preços dos bens de capital importados, da estabilização e queda das taxas de juros internacionais, da queda do dólar e do crescimento do comércio mundial. Qualquer reversão mais abrupta destas tendências pode vir a comprometer a capacidade de o Brasil gerar superávits da ordem de US\$ 12,5 bilhões anuais. Numa análise recente cente sobre cenários alternativos para o setor externo brasileiro, a SEPLAN explicita esta sensibilidade às mudanças no contexto internacional: *no período 1986-1989, se os custos financeiros (juros + spread) forem dois pontos percentuais acima do previsto, o crescimento do comércio mundial dois pontos percentuais abaixo da estimativa básica e os termos de troca 10% abaixo do nível atual, o déficit em conta corrente acumulado no período saltaria de US\$ 4,2 bilhões para US\$ 12,6 bilhões.*⁹

Um aspecto que deve ser ressaltado, contudo, diz respeito à mudança na postura das autoridades governamentais no que se refere ao tratamento da dívida externa. Apesar da permanência de uma elevada transferência de recursos reais ao exterior (estimada em 4,4% do PIB em 1986) e da inexistência de qualquer acordo substantivo com os credores que incluía o refinanciamento dos juros, o aporte de dinheiro novo ou o reescalonamento das amortizações vincendas nos próximos anos não há dúvida que se assiste a uma estratégia de negociação consideravelmente distinta daquela até então prevalecente. A principal conquista neste campo é o virtual deslocamento do FMI nas decisões referentes à renegociação da dívida: não só as linhas mestras da política econômica que vem sendo implementada não se coadunam com o receituário deste organismo, como está suprimida, de fato, a prática do monitoramento e das Cartas de Intenção. As negociações estabelecidas recentemente com o Comitê de Assessoramento dos bancos credores apresentaram, ademais, resultados inquestionavelmente positivos, entre os quais se incluem: rolagem da dívida de médio e longo prazos vencida desde 1º de janeiro de 1985; manuten-

ção dos US\$ 15,2 bilhões de créditos de curto prazo até março de 1987; redução do *spread* médio para cerca de 1,16% a.a.; eliminação do *flat-fee* sobre a parcela da dívida rolada e desatrelamento da dívida brasileira da *prime rate* americana. A expectativa é que se os indicadores da economia brasileira referentes à balança comercial, déficit público e inflação (nesse caso não sem ponderáveis dúvidas!) apresentarem uma evolução favorável em 1986, será mais plausível a possibilidade de se firmar um acordo de maior envergadura com os bancos credores.

É conveniente, neste momento, tecer algumas considerações sobre o crescimento verificado nos últimos dois anos e indicar as perspectivas que se abrem para 1986. É fato sabido que em 1984 a expansão industrial foi liderada pelas exportações: isto se explica, acima de tudo, pela vigorosa expansão da economia americana, que cresceu 6,8% nesse ano, ampliando em 26,2% suas importações para o resto do mundo. No que diz respeito ao Brasil, os reflexos foram extremamente favoráveis, já que nossas exportações para os EUA cresceram 54,1%. O extraordinário crescimento das exportações produziu importantes efeitos multiplicadores a nível interno, de tal sorte que no último trimestre de 1984 verificou-se significativo aumento da produção de bens de consumo para o mercado doméstico.

A partir do segundo bimestre de 1985, as exportações de manufaturados tornaram-se negativas, enquanto a produção industrial manteve um forte ritmo de crescimento. Isso significa que a expansão da demanda interna substituiu as exportações como a principal fonte de crescimento da produção industrial. Esse fato se explica pelos estímulos dinâmicos engendrados pelo crescimento pretérito das exportações, pela elevação dos salários reais (quer pela redução dos prazos de reajustes, quer pela fixação de reajustes superiores ao INPC) e pela própria orientação da política econômica destinada a sancionar a sustentar o crescimento do mercado interno. A tabela 2 mostra claramente o comportamento da produção industrial, da massa salarial e das exportações em 1985.

Desde o ponto de vista setorial, as taxas mais expressivas de crescimento verificaram-se nos segmentos produtores de bens de consumo durável e bens de capital (tabela 3).

A expansão da produção de bens de capital indica que o crescimento da demanda interna não se limitou ao aumento do consumo pessoal abrangendo, ademais, a própria elevação do investimento. Cabem, neste particular, algumas qualificações:

- os investimentos têm se dirigido mais à melhoria da qualidade produtiva — modernização de métodos e processos — que à expansão da capacidade produtiva propriamente dita;¹⁰
- o crescimento da indústria de bens de capital vem sendo impulsionado pelo segmento produtor de bens seriados e, entre esses, a liderança é das má-

* As implicações de uma política de menores superávits comerciais combinados à entrada de dinheiro novo e à mudança nas regras de desvalorização cambial vêm sendo discutidas pelo Prof. C. A. Longo, cf., p. ex., *Dinheiro novo. Folha de São Paulo, São Paulo, 11 de jan. 1986.*

quinas de comando numérico computadorizado. O segmento produtor de bens de capital sob encomenda — fortemente dependente dos investimentos do setor produtivo estatal — tem revelado um fraco desempenho;^{1 1}

- c) os investimentos direcionados para a modernização das instalações existentes, ao contribuir para a elevação da produtividade, têm exercido papel positivo na preservação da competitividade e da rentabilidade da indústria em meio a um contexto de elevação dos salários reais médios.^{1 2}

A conclusão mais importante, contudo, é que a própria sustentação do crescimento poderá ser abortada caso não haja uma generalizada ampliação da capacidade produtiva existente. Isso porque vários setores da indústria já se encontram com níveis extremamente elevados de utilização da capacidade instalada, destacando-se as indústrias têxtil, metalúrgica, borracha, papel e celulose, vestuário e química. Diante do espaço de tempo que naturalmente decorre entre as decisões de investimento e sua maturação, é plausível assim a suposição de que o crescimento de vários setores da indústria será mais moderado em 1986, caso contrário as pressões sobre as exportações e a inflação serão inevitáveis. A questão, cabe repetir, se situa no transcurso de tempo necessário à adequação da capacidade produtiva e não em abstratas disjuntivas do tipo mercado externo versus mercado interno ou crescimento versus inflação. Uma vez decidida a realização dos investimentos e iniciado o circuito do gasto, os reflexos sobre a criação da renda e a produção corrente são imediatos; ampliada, por sua vez, a capacidade produtiva, é possível expandir a produção para o mercado interno e para o exterior, sem que daí decorram estrangulamentos físicos ou implicações inflacionárias. Neste sentido, existem algumas evidências que fazem supor a elevação da taxa de investimento no presente ano. Primeiramente, o elevado grau de utilização da capacidade existente associado à inexistência de perspectivas recessivas a nível interno e externo, tendem a condicionar favoravelmente as decisões de inversão do setor privado. Em segundo lugar, a possibilidade da depreciação acelerada dos equipamentos adquiridos entre janeiro de 1986 e dezembro de 1987 também atuará favoravelmente sobre o investimento privado. Por outro lado, deve-se destacar que nas projeções do balanço de pagamentos para 1986 está previsto um crescimento de 20,6% das importações de não-petróleo (bens de capital e matérias-primas), o que indica a inexistência de qualquer restrição externa à realização de novas inversões. Por fim, no que se refere ao orçamento SEST, deve-se destacar os investimentos programados pela PETROBRÁS (+ 41%), TELEBRÁS (+ 21%), RFFSA (+ 16%) e Itaipu (+ 6%). A se confirmarem estas tendências, é de se prever que o crescimento industrial em 1986 deverá indicar uma expansão da produção de bens de capital e bens intermediários, acompanhada por

TABELA 2 — PRODUÇÃO INDUSTRIAL, EXPORTAÇÕES DE MANUFATURADOS E MASSA SALARIAL, NO BRASIL — 1985

(Variações percentuais sobre igual período do ano anterior)

MÊS	Produção Física Ind. Transf. ¹	Export. Manufaturados ²	Salário Médio I.T. ¹	Pessoal Ocup. I.T. ¹	Massa Salarial I.T. ¹
JAN.	15,97	43,9	3,39	5,00	8,56
Jan. - Fev.	8,98	8,3	4,00	5,33	9,54
Jan. - Fev.	9,58	(2,1)	4,88	5,74	10,90
Jan. - Fev.	8,23	3,1	3,71	5,80	9,73
Jan. - Fev.	7,00	(7,8)	4,05	5,64	9,92
Jan. - Fev.	6,10	(7,2)	5,13	5,50	10,91
Jan. - Fev.	6,70	(1,2)	7,48	5,44	13,33
Jan. - Fev.	6,60	(3,7)	8,29	5,38	14,12
Jan. - Fev.	7,40	(4,8)	—	—	—

FONTE: ¹ IBGE² FUNCEX — Índice de quantum (Laspeyres)

TABELA 3 — INDICADORES DA PRODUÇÃO FÍSICA, NO BRASIL — 1985/84*

DISCRIMINAÇÃO	JAN-OUT/85
Indústria Geral	7,89
Extrativa Mineral	11,77
Indústria de Transformação	7,70
Bens de Capital	11,42
Bens Intermediários	6,84
Bens de Consumo	8,20
Durável	14,09
Não-Durável	6,97

FONTE: IBGE

* Variação acumulada sobre igual período do ano anterior

um ritmo mais moderado na produção de bens de consumo, especialmente dos bens duráveis. A perspectiva de uma elevação mais modesta dos salários reais, a vigorosa expansão do consumo em 1985 (que no caso dos bens duráveis alcançou 25,8% no período jan./set., eliminando parte da demanda reprimida) e a própria política de disciplinamento do crescimento (redução sucessiva dos prazos de financiamento para a aquisição de veículos, por exemplo) parecem reforçar essa conclusão.

A questão da inflação exige, por fim, algumas considerações. Primeiramente, deve-se destacar o abandono da concepção simplista que atribui ao excesso de gastos do Estado a responsabilidade maior pelo processo inflacionário. Trata-se de uma visão que, em última instância, analisa a inflação a partir da ótica do financiamento do déficit de caixa: como se sabe, é fundamentalmente através da expansão da base monetária e da colocação líquida de títulos que se dá a cobertura do déficit de caixa das Autoridades Monetárias. Assumindo-se uma relação direta entre as emissões de moeda e o crescimento do nível de preços e entre a colocação de títulos e a taxa de juros chega-se, a partir daí, ao diagnóstico que localiza nos dispêndios públicos a raiz dos elevados níveis da inflação e da taxa de juros. Fazendo-se caso omissa da estrutura de tais dispêndios (em particular de sua componente financeira) prescreve-se, então, uma terapia óbvia: o corte dos gastos públicos, basicamente em custeio e investimento, e a contenção da base monetária. Os desdobramentos recessivos de tal política são então justificados, já que subjacente ao diagnóstico está o suposto de que a inflação tem origem no excesso de demanda. A recessão seria, assim, o preço pago pela expansão desmedida do Estado e o mo-

mento necessário de ajuste e reequilíbrio da economia.

Sem entrar na análise dos inúmeros aspectos — teóricos e ideológicos — que esta interpretação suscita, cabem, aqui, duas observações. De um lado, a relação entre expansão da base monetária e inflação não é nada óbvia. A expansão monetária virtualmente sanciona o crescimento dos preços, mas não produz. Ela pode ter implicações inflacionárias quando as expectativas em relação à criação da riqueza nova são frágeis, o que determina movimentos rápidos de recomposição nas estruturas ativas. Neste contexto de incerteza generalizada quanto ao futuro, a especulação sobre a riqueza velha se sobrepõe à criação de riqueza nova como meio de preservação e valorização do capital. É aí que a expansão de liquidez pode produzir pressões inflacionárias: não porque redunde na criação de demanda adicional de bens de consumo e investimento, mas porque dá livre curso às atividades especulativas. Já a relação entre a expansão da dívida pública e taxa de juros é evidentemente correta: a qualificação importante, contudo, é a de que existe um nível a partir do qual a demanda por títulos públicos se torna inelástica frente à taxa de juros. Vale dizer, não é necessário que a taxa de juros cresça continuamente em termos reais para que se torne possível a colocação líquida de títulos. Como já se observou, foi exatamente esta a perspectiva que norteou o Banco Central em setembro de 1985, quando da redução das taxas de juros.

O aspecto essencial, entretanto, é que a terapia ortodoxa de combate à inflação já foi posta à prova no Brasil. Seus resultados foram simplesmente desastrosos, como pode se perceber na tabela 4.

TABELA 4 — PRODUTO INTERNO, NÍVEL DE PREÇOS, LIQUIDEZ REAL E DISPÊNDIO DAS ESTATAIS, NO BRASIL — 1981-83 (Variações percentuais)

ANO	PIB ¹	IGP-DI ²	Liquidez Real ³	Dispêndios Globais das Estatais (exceto encargos financeiros) ⁴
1981	(1,6)	95,2	4,1	3,5
1982	0,9	99,7	(17,4)	(6,4)
1983	(3,2)	211,0	(37,3)	(4,66)

FONTE: ¹ IBGE² FGV³ BACEN⁴ SEST-SEPLAN

Como se observa, no triênio 1981-83, ocorreu uma profunda contração da liquidez real, uma queda sistemática dos dis-

pêndios não-financeiros das empresas públicas e uma expressiva redução do produto real. A inflação, contudo, permaneceu próxima ao nível de 100% no biênio 1981-82, saltando para um patamar superior a 200% em 1983 — ano em que se deu a maior queda do PIB e da liquidez real.

Abandonada a estratégia recessionista, desenhou-se, a partir de setembro de 1985, uma atuação combinada, incluindo o estabelecimento de acordos, a administração moderada dos preços públicos, a importação de alimentos, a redução das taxas de juros, a condução de uma política monetária passiva, o controle de preços, o disciplinamento do crédito ao consumo e a tentativa de reafirmar expectativas altistas a partir do movimento dos salários nominais. A intenção de tal política era clara: alcançar inicialmente a estabilização do nível de preços (sobretudo após os alarmantes 14% de agosto) para, em seguida, conseguir sua redução gradativa. As explosões de novembro e janeiro, entretanto, indicam que o país se encontra na iminência de um novo patamar de preços. Isto significa que as medidas que vêm sendo implementadas (e as que ainda se pretende implementar), apesar de corretas, são insuficientes para fazer face à própria profundidade do processo inflacionário. Na verdade, trata-se de medidas invariavelmente emergenciais, destinadas a moderar o ímpeto do crescimento de preços, mas que, por si só, parecem incapazes de garantir a almejada estabilização da taxa inflacionária. Mesmo que avance na direção do reordenamento financeiro do setor público — e o pacote fiscal, como visto, aponta nesta direção — e se superem os estrangulamentos já perceptíveis em setores da indústria, as expectativas que se forjam tendem a indicar a emergência de um patamar inflacionário próximo a 300%.

Na verdade, a indexação generalizada da economia brasileira parece ter tornado a inflação rígida à baixa. Alcançando determinado patamar de preços, a tendência da inflação tem sido a de aí permanecer

ou, na eventualidade de algum choque (maxidesvalorização, explosão de preços agrícolas, etc) atingir um patamar mais alto. A indexação, em realidade, converteu-se num mecanismo perverso de transmissão dos preços passados aos preços presentes, e destes aos preços futuros. E à medida que se trata de um mecanismo generalizado, seu efeito é o de disseminar os choques localizados por toda a estrutura de preços e rendimentos da economia, tornando extremamente difícil a reversão do processo inflacionário. Desde este ponto de vista, o máximo que a política que vem sendo implementada pode conseguir — se bem sucedida — é evitar a brusca passagem a um patamar mais elevado de inflação.

A questão que se coloca, já se vê, é de como romper o círculo vicioso da indexação. De um lado se situa a proposta governamental do pacto ou acordo social. Trata-se, em realidade, de buscar uma mudança negociada e consentida das regras de indexação. As sugestões neste sentido remontam aos trabalhos da COPAG, onde são explícitas as referências a um "acordo social abrangente sobre juros, preços e salários" de maneira a "derrubar a inflação". Trata-se, a nosso juízo, de uma proposta consistente que vai ao fulcro do problema e acena com uma solução democrática para a questão da inflação. As dificuldades de sua implementação, contudo, têm sido enormes: por razões variadas, o que se tem verificado é uma exacerbação de práticas corporativas e oligopólicas, cujo resultado é apenas o sancionamento e a ampliação do sistema de indexação. Se as dificuldades de uma solução negociada são grandes, as incertezas que se abrem com uma desindexação "decretada" são maiores ainda, é esta, em última instância, a proposta do chamado "choque heterodoxo": uma revisão imposta e abrupta das regras de indexação abrangendo simultaneamente os preços industriais, os salários, a taxa de câmbio, a taxa de juros e os preços públicos. As conseqüências que daí podem advir são imprevisíveis, já que uma mu-

dança de tal envergadura só será bem sucedida se contar com a adesão maciça da sociedade, equivalendo, na prática, a um acordo social de largo alcance.

Como se vê, são graves os dilemas que se impõem à política econômica: a permanência da atual estratégia tende a erodir a credibilidade governamental, à medida que se mostra incapaz de reduzir a inflação. Isto torna progressivamente difícil a busca de soluções acordadas, visto que os distintos setores da sociedade se mostram cada vez mais irredutíveis na defesa de seus interesses. A indexação se consolida, o sistema de preços torna-se rígido e as expectativas alimentam uma inflação ascendente. Procrastina-se, enquanto isso, a adoção de medidas mais drásticas, dada a imprevisibilidade de seus efeitos. Neste contexto, não é improvável que a audácia se sobreponha à prudência, mesmo diante das incertezas que o futuro contempla...

NOTAS DE REFERÊNCIA

¹ BRASIL. *Leis, decretos, etc. I Plano Nacional de Desenvolvimento da Nova República 1986 - 1989 - Projeto de Lei; versão preliminar.* s. L., 1985, 284 f.

² BARROS, J. R. M. de. *Os efeitos agregados no pacote econômico do governo.* *Folha de São Paulo*, São Paulo, 08 dez. 1986.

³ ANÁLISE de Conjuntura econômica: nov./dez. 1985. São Paulo, Secretaria de Estado de São Paulo, 1985. mimeo.

⁴ ALBUQUERQUE, Marcos C. C. *A dimensão do desequilíbrio público.* *Folha de São Paulo*, São Paulo, 12 jan. 1986.

⁵ GOLDENSTEIN, Lídia. *Os juros na Nova República.* CEBRAP, 1985. mimeo.

⁶ BRASIL., *Leis, decretos, etc.*

⁷ BRASIL., *Leis, decretos, etc.*

⁸ SAMPAIO JR., Plínio de Arruda. *Notas sobre a situação do setor externo.* CEBRAP, 1985. mimeo.

⁹ SAMPAIO JR.,

¹⁰ NOTAS sobre a conjuntura para a 33ª Reunião do Grupo de Acompanhamento Conjuntural. INPES, 1985. mimeo.

¹¹ SUZIGAN, Wilson & KANDIR, Antonio. *O desempenho da indústria em 1985 e o atual debate sobre política industrial no Brasil.* São Paulo, UNICAMP, 1985. mimeo.

¹² SUZIGAN