

A CRISE DO PETRÓLEO E O FIM DO MILAGRE — UMA RESPOSTA

Luiz Antonio de Oliveira Lima*

O Prof. Alkimar R. Moura, em comentário¹ sobre o artigo de minha autoria publicado nesta revista,² adere às suas conclusões gerais, isto é, de que a chamada crise do petróleo apenas apressou o fim do milagre mas não foi sua causa; colocando, no entanto, restrições em alguns pontos de meus argumentos. Minha satisfação ao ler tal comentário foi dupla, não só pela concordância de seu autor com a linha geral do artigo, como também porque ele deu oportunidade para a discussão mais detalhada de algumas afirmações que talvez não tenham ficado claras e que são de importância para o assunto.

A primeira observação do mencionado autor diz respeito à interpretação que dei ao crescimento conjunto do endividamento externo e da dívida pública interna, segundo a qual a entrada maciça de recursos externos em moeda, sob o amparo de Lei 4.131, Instrução 289 e Resolução 63, veio apenas favorecer a especulação no mercado financeiro na medida em que a maior parte dos fundos era canalizada para a compra de ativos financeiros, e não para a expansão da capacidade produtiva. Após repetir este argumento, diz Alkimar: "Prova disto, segundo o articulista, pode ser encontrada no aumento das letras imobiliárias e no crescimento vertiginoso dos títulos da dívida pública (LTN e ORTN)."

Inicialmente devo esclarecer que não apresentei um fato como prova do outro, pelo contrário, apresentei a hipótese de uma associação entre esses dois fatos,³ baseada na possibilidade de os tomadores de recursos externos poderem aplicar no open-market, na medida em que as taxas de juros internos estivessem mais elevadas que o custo daqueles. Observei que "talvez tal prática tenha sido um dos responsáveis pelo aumento do volume dos ORTN, que passou de Cr\$ 9.412 bilhões em 1970, para Cr\$ 60,112 em março de 1975. Neste mesmo período a relação entre dívida pública em ORTN e LTN e o PIB passou de 4,9 para 10,9%"⁴

Em função destes fatos cabe uma discussão mais adequada da hipótese que levantei no artigo, de que a criação do open-market e da legislação a ele ligada e a conseqüente atividade especulativa teriam estimulado a entrada de recursos externos e não vice-versa, isto é, que a entrada de recursos é que teria intensificado a especulação — o que do outro lado não deixa de ser verdade, embora não seja o fato fundamental. Creio, entretanto, que a argumentação apresentada em meu artigo foi superficial, na medida em que não chamei a atenção para os fatos básicos, dos quais a atividade especulativa foi apenas uma decorrência; e que foram estes fatos que determinaram em última instância os

* Professor do Departamento de Planejamento e Análise Econômica Aplicados à Administração da Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (EAESP/FGV).

problemas relacionados com o endividamento de nossa economia. É uma análise destes fatos que procurarei fazer nos próximos parágrafos.

76

Numa perspectiva mais superficial, poderemos explicar a entrada de recursos externos pela disparidade entre elevada taxa dos juros internos e o relativo baixo custo de obtenção de recursos externos; sendo mesmo um dos objetivos da política econômica governamental reduzir as taxas de juros mediante o estímulo ao afluxo daqueles recursos. "Tal objetivo no entanto", como observa Wells, "viu-se frustrado pela necessidade de fazer o sistema monetário absorver um volume significativo de LTN de modo que as taxas de juros só declinaram como resultado do fiat das autoridades monetárias."⁵ Mas então pode-se perguntar por que razão se continuou a estimular a entrada de recursos externos? "A mais simples de todas as respostas é que a entrada de recursos externos visa a cobertura de déficits no balanço de pagamento em conta corrente. Mas é preciso reconhecer também que a existência de instituições financeiras privadas é aspecto importante de todo o mecanismo. No chamado mercado livre, características tão importantes como o tamanho, o poder financeiro e o status internacional desempenham certa influência sobre o controle dos recursos financeiros, o qual resulta por sua vez em controle sobre a alocação de recursos reais. Qualquer que seja a utilização que tenha sido dada à contrapartida em cruzeiros desses recursos financeiros, o fato relevante é que serviram para aumentar a liquidez disponível para os tomadores de empréstimos."⁶ Desta maneira a disponibilidade de tais créditos permitiu atender a um tipo de demanda, originado das empresas de maior poder no mercado, especialmente as multinacionais, e nas quais se assentava a estratégia de crescimento da economia.

Em outro artigo, Wells e Sampaio são mais explícitos a respeito deste problema: "Ao optar pelo estímulo ao influxo de recursos do exterior (mesmo após se engajar em extensas operações de open-market para evitar as pressões inflacionárias), o Governo optou não apenas por uma certa inércia institucional, como também por uma determinada seletividade na alocação do crédito de não insignificantes implicações distributivas. Às subsidiárias de empresas estrangeiras — que já haviam mostrado na prática a possibilidade do esquema ao se aproveitarem da Instrução 289, para elas especialmente instituída — seguiram-se as grandes empresas e os grandes bancos brasileiros públicos e privadas. As vastas somas empregadas por estas instituições na compra de títulos de curto prazo do Governo mostram bem a capacidade do sistema, mediado pelo governo, em

transformar em recursos de curto prazo, empréstimos de médio e longo prazo. A pergunta contudo continua: por que o Governo não pode realizar esta mediação sem o influxo de recursos externos em moeda? A resposta que sugerimos é que esta representou a solução mais fácil, econômica e politicamente, para implementar (sua) pragmatagia" (manter altas taxas de crescimento, atendendo às necessidades das grandes empresas públicas e privadas nacionais e estrangeiras). "Em resumo, qualquer solução alternativa para suprir a deficiência do sistema financeiro privado teria parecido às autoridades ou potencialmente inflacionária (expansão interna excessiva de crédito), ou não seletiva (em termos da alocação prévia dos recursos financeiros) ou exigindo explícitas decisões de política, com a provável elevação da participação do setor público no processo de captação e alocação dos recursos financeiros e/ou reais."⁷

O Prof. Alkimar, no entanto, propõe em seu comentário uma hipótese alternativa para explicar o fenômeno em questão: "Esta aponta a política monetária posta em execução pelo Banco Central, a fim de contrabalançar os efeitos monetários dos sucessivos superávits no balanço dos pagamentos de 1968 a 1973 como sendo a principal causa do crescimento dos títulos públicos em circulação. A explicação é simples: saldos positivos no balanço de pagamentos geram acúmulos de reservas estrangeiras em poder do Banco Central e conseqüente aumento da base monetária. Para evitar que este crescimento na base provoque acréscimos substanciais nos meios de pagamento e crédito, as autoridades monetárias procuram neutralizar a expansão do dinheiro por meio da política de open-market. Isto significa então vender títulos públicos no mercado para eliminar a liquidez excedente no sistema."

Tal explicação, embora verdadeira, na medida em que liga o crescimento da dívida pública à necessidade de esterilização dos efeitos monetários de um superávit no balanço de pagamentos, permanece na superfície do fenômeno: apenas chama a atenção para existência de um excesso de liquidez no sistema e para a necessidade de esterilizá-la por meio de políticas de open-market, mas nada nos diz a respeito dos fenômenos reais que em um dado momento determinam o excesso de liquidez, via balanço de pagamentos. Em meu artigo propus uma hipótese para explicar o afluxo de recursos, relacionando-o com as condições então vigentes, no mercado financeiro, especialmente favoráveis à especulação. Wells e Sampaio, no entanto, mostram de forma clara que a especulação foi um fenômeno na superfície de algo mais estrutural, isto é, de uma opção de política eco-

nômica visando criar recursos de curto prazo, e que foi uma escolha com particulares implicações distributivas, inflacionárias e ideológicas e não a única solução viável.⁸

Outra restrição apresentada no comentário do Prof. Alkimar é a de que o artigo estabeleceria uma segunda associação entre entrada de recursos e aumento da dívida pública, que transpareceria, pela compra, por parte do sistema bancário, de grande volume de títulos do Governo. Na verdade, quando apresentei tal argumento, não estava mais tratando do problema do endividamento ou da entrada de recursos, mas sim da maneira pela qual o sistema financeiro contribuiu para estimular o processo inflacionário; em outras palavras, estava procurando mostrar que na raiz de tal processo encontravam-se muito mais elementos endógenos do que exógenos, e desta maneira criticar o conceito de "inflação importada". Na verdade o argumento que utilizei foi o de que, na medida em que os juros estavam tabelados e que ocorria um processo inflacionário que neutralizava os ganhos dos empréstimos (a taxa de juros era inferior à taxa inflacionária), os bancos preferiam diversificar suas aplicações comprando títulos com correção monetária pré-fixada mais juros, e conclui que isto restringia o crédito privado e elevava o custo do dinheiro. A respeito deste argumento o Prof. Alkimar afirma que "o fato de que o Governo table juros nominais com taxa de inflação positiva não é de maior importância para a rentabilidade do sistema bancário, pois os bancos também captam recursos a preços subsidiados (é bom lembrar que os detentores de depósitos à vista recebem uma remuneração de zero por cento por ano para os seus recursos)". Este raciocínio, no entanto, deixa de considerar que a diferença entre o custo nulo de captação de recursos e a receita dos juros, tabelados ou não, pode ser insuficiente para cobrir os demais custos do sistema bancário. Os fatos parecem confirmar esta hipótese. De acordo com o que observou João Sayad, "em 1974, segundo estudo do Prof. Kanitz da USP, os 50 maiores bancos privados do Brasil tiveram prejuízo operacional, isto é, o montante de receitas obtidas com empréstimos comerciais foi insuficiente para cobrir seus custos. Ao mesmo tempo estes bancos tiveram razoáveis taxas de lucratividade, investindo como não poderia deixar de ser em títulos públicos de correção monetária. Houve época mesmo em que a demanda por títulos públicos de correção plena foi tão elevada, que o Governo limitou o acesso a estes títulos somente a bancos comerciais".⁹ E mais adiante Sayad explicita outro ponto que foi discutido no artigo: "Em meados de 1975 o Governo promoveu uma política monetária expan-

cionista para recuperar o nível de atividades da economia. Ampliou a reserva dos bancos por meio do chamado refinanciamento compensatório, mas os bancos comerciais ampliaram em muito pouco sua carteira de empréstimos. Parte deste resultado, sem dúvida, decorre das taxas de juros que os bancos comerciais poderiam obter com este tipo de operação relativamente às taxas de juros que poderiam obter no mercado aberto. Como resultado, uma boa parte dos fundos adicionais disponíveis dirigiram-se para o mercado de títulos públicos, com taxas muito mais atrativas e com custos operacionais muito menores do que as que obteriam em sua carteira de empréstimos."¹⁰

Ainda outro ponto em que me permito discordar do Prof. Alkimar é sobre a observação de que o lançamento de uma quantidade crescente de títulos gera "a sensação de que existe uma especulação desenfreada no open-market e que fica confirmada pelas crises causadas pela inexperiência, falta de qualificação e mesmo má-fé de muitos operadores". Em relação a este ponto julgo importante aplicar a observação do próprio Prof. Alkimar, que para destruir os mitos oficiais "não cheguemos ao extremo de convocar o auxílio de duendes e outros seres fantásticos, dotado de poderes mágicos para manipular a realidade". É exatamente seguindo essa observação que não devemos atribuir a alguns operadores sem qualificação e/ou de má-fé o poder mágico de ter criado toda a onda de especulação no open-market que marcou especialmente o ano de 1975. Não é por esse caminho que podemos encontrar as raízes de tal processo, mas sim considerando as instituições vigentes no mercado e certas decisões oficiais relacionadas com o sistema financeiro. Isto nos mostrará que a especulação era muito mais de que uma simples sensação.

O fato que, ao ver de muitos analistas,¹¹ mais contribuiu para essa realidade foi a introdução das chamadas "cartas de recompra", cujos efeitos já considerei em meu artigo, utilizando-me de lúcida exposição do Prof. Bulhões. No entanto vale a pena falar algo sobre a decisão oficial de se criar uma forma especial de "financiamento" e sua relação com a crise do mercado aberto.

Em início de 1975, tendo em vista recuperar o nível da atividade econômica, o Governo tomou uma série de medidas de política monetária,¹² e entre elas uma considerada "inérita" na história da economia: o "refinanciamento compensatório" por meio do qual colocaram à disposição dos bancos comerciais recursos correspondentes a 4,5% de seus depósitos à vista, cobrando apenas juros anuais de 6%. Ora, estes recursos, dados praticamente de graça ao sistema bancário em vez de serem aplicados em empréstimos, foram desti-

nados à especulação em LTN e ORTN, pelas razões já mencionadas e discutidas. A princípio foram aplicados em LTN. Posteriormente porém, com o aumento dos recursos, em ORTN, letras de câmbio, certificado de depósitos, letras imobiliárias e até obrigações da Eletrobrás. Sendo essas posições de títulos "financiados" com o dinheiro "refinanciamento compensatório" (bem como dos demais instrumentos utilizados para aumentar a liquidez dos empréstimos concedidos às empresas, incentivos à exportação, títulos não recolhidos), não é de se estranhar a crise de cheques sem fundos, que ocorreu quando o Governo reduziu os meios de pagamento; uma vez que os títulos, independente dos prazos, eram transacionados com garantia de liquidez dada pelas "cartas de recompra".

Finalmente, para concluir este comentário, gostaria de fazer uma observação a respeito da afirmação do Prof. Alkimar de que na raiz dos problemas do "endividamento externo" e do crescimento da dívida pública interna estaria a circunstância de que as "autoridades monetárias no Brasil ainda não se deram conta de um fato que os economistas já vêm há muito reconhecendo: a virtual impossibilidade de se controlar a expansão monetária, por meio dos instrumentos tradicionais, em uma economia aberta aos fluxos internacionais e num regime de taxa cambial não totalmente flexível". Em outras palavras, o autor do comentário está retomando o princípio de Jan Tinbergen, de que a fim de assegurar a consecução de um certo número de objetivos, o governo precisa operar um igual número de diferentes instrumentos de política econômica.

Em um plano mais formal, tal crítica implica que a causa básica das falhas da política econômica foi a de tentar conseguir muito com pouca liberdade de ação, de não perceber todas as implicações dos princípios da administração da economia. Isto implicaria, no caso específico do Brasil, que os responsáveis pela política econômica

nos últimos anos enquanto professores universitários foram lúcidos, porém quando se transformaram em ministros de economia deixaram de sê-lo.

Do meu ponto de vista creio que esta posição, embora favorável aos professores universitários, não explica todo o problema, pois como observa o Kaldor: "Em um plano mais realista, nós devemos reconhecer que os limites nos graus de liberdade da política governamental (são) colocados por restrições políticas, sociais e ideológicas que inibem a ação em certos campos; a falha intelectual em reconhecer a necessidade dessa ação apresenta-se antes como um sintoma do que como a causa dessa inibição.¹³ Nesta linha de raciocínio, foi uma tentativa de identificar as causas da inibição e não seus sintomas que procurei desenvolver no artigo e em parte neste comentário. □

¹ Moura, A. R. Crise do petróleo e o fim do milagre — uma nota.

² Oliveira Lima, L. A. de. Crise do petróleo e evolução recente da economia brasileira. *RAE*, v. 17, n. 2, mar./abr. 1977.

³ Id. *ibid.*, p. 32.

⁴ Id. *ibid.*, p. 32.

⁵ Wells, J. Eurodólares, dívida externa e o milagre brasileiro. *Estudos CEBRAP*, n. 6, p. 27, out./nov./dez. 1973.

⁶ Id. *ibid.*, p. 28.

⁷ Wells, J. & Sampaio, J. Endividamento externo, etc. — uma nota para discussão — *Estudos CEBRAP*, n. 6, p. 40, out./nov./dez. 1973.

⁸ Id. *ibid.*, p. 40-1.

⁹ Sayad, J. Mercado livre com juros limitados? *O Estado de São Paulo*, 7.3.76, p. 59.

¹⁰ Id. *ibid.*, p. 59.

¹¹ Ver a respeito: Fonseca, M. G. A natureza das crises do open-market. *O Estado de São Paulo*, 7.3.76, p. 59. Gouvêa de Bulhões, Octávio, Conferência, *Gazeta Mercantil*, 15.12.76.

¹² Para uma relação dessas medidas ver *Relatório Anual do Banco Central do Brasil — 1975*. v. 12, n. 3, p. 59-60, 1976. *O Estado de São Paulo*, 6.3.77, p. 54.

¹³ Kaldor, Nicholas. Conflicts in national economic objectives, *Economic Journal*, p. 3-4, Mar. 1971.