

Financiamento inflacionário, expansão industrial e os ganhos do desenvolvimento no Brasil: o período de 1954-64 *

Donald L. Huddle **

1. Introdução; 2. A inflação e a política de crédito no Brasil; 3. A distribuição do crédito; 4. Distribuição do crédito no setor industrial; 5. Concessão de crédito privado e de recursos para investimento; 6. Concessão de crédito e de recursos para investimento pelo Governo; 7. Comportamento dos investimentos no Brasil; 8. Simulações de crescimento e emprego sob diferentes distribuições de recursos para investimento; 9. Conclusão.

Resumo

O presente trabalho focaliza economias em desenvolvimento na busca da industrialização. Os instrumentos de política econômica utilizados (subsídios, financiamentos inflacionários, protecionismo), apesar de possivelmente eficazes, geram questões quanto ao nível dos custos e benefícios sociais envolvidos, quanto à distribuição da renda e a desequilíbrios setoriais. A experiência brasileira apresenta-se como um caso concreto e atrativo para análise, particularmente quando são consideradas as possíveis alternativas de política econômica.

1. Introdução

Países em desenvolvimento têm tentado com freqüência criar estruturas industriais modernas mediante o financiamento inflacionário e discriminatório de setores selecionados da economia.¹ Por intermédio do subsídio maciço a esses setores, via financiamento deficitário e taxas de juros negativas, acompanhados de outras medidas protecionistas, é possível atin-

* O autor gostaria de agradecer a Michael Holmes pela ajuda paciente na pesquisa, e ao *Program of Development Studies da Rice University* pela assistência. O Prof. Yhi-Min Ho foi um crítico muito cordial, e seus conselhos, embora nem sempre seguidos, foram sempre bem-vindos.

** Da Universidade de Rice.

¹ O papel mais geral da intermediação financeira é tratado com competência por Goldsmith (1969); com referência a vários países latino-americanos, veja Reynolds (1973).

gir uma taxa de rápida expansão industrial. Todavia, os custos dessa política podem ser altos e, em especial, os ganhos desse crescimento talvez não sejam bem distribuídos. Firms muito grandes que recebem maior volume de financiamento subsidiado podem dominar a produção, embora sejam menos eficientes do que pequenos e médios produtores. Empresas e indústrias intensivas em capital poderão ser favorecidas ao invés de outras mais intensivas em mão-de-obra, apesar do desemprego e da mão-de-obra ociosa. O padrão de demanda resultante pode reforçar esse esquema, uma vez que redistribuições de renda tendem a favorecer grupos com maior propensão a consumir bens domésticos intensivos em capital e bens com alto teor de importação. Assim se completa um círculo que resulta numa forma de dualismo no interior do próprio setor urbano-industrial.

Com o processo de substituição de importações desenvolve-se um setor produtor de bens duráveis (de consumo e de produção), relativamente intensivo em capital e trabalho qualificado (fatores produtivos relativamente mais escassos), que comparativamente são mais bem remunerados. Enquanto isso, o setor intensivo em mão-de-obra, com fatores de produção remunerados comparativamente a níveis inferiores (que produz principalmente bens de consumo não-duráveis, em geral artigos de primeira necessidade para as massas), talvez receba pouco financiamento e pouco se expanda. O resultado poderá ser o que Georgescu-Roegen denominou de *entrate inflacionário estrutural* (*structural inflation lock*), capaz de produzir profunda estagnação econômica em decorrência de deficiências de demanda e capacidade ociosa em indústrias favorecidas.² Ou, ao contrário, a economia pode prosseguir num caminho quase ininterrupto de elevado crescimento, porém com um sério problema de subemprego e de má distribuição de renda. Num ou noutro caso, o resultado é indesejável.

A experiência brasileira é utilizada neste trabalho de modo a permitir o exame do modelo alternativo: crédito inflacionário como um incentivo ao desenvolvimento, e as necessárias implicações desse crescimento na distribuição da renda. As perguntas que desejamos responder são as seguintes: 1. Qual a importância que teve o crédito inflacionário para as empresas privadas na economia brasileira? 2. Foram empregados meios *eficientes* no incentivo da expansão de setores selecionados? No primeiro caso, parece que o crédito foi importante, tendo sido ampla-

* Veja Georgescu-Roegen (1970, p. 557-605).

mente utilizado pelo Governo, e que algumas empresas dependiam dele em alto grau. Dado o rápido crescimento do PNB no Brasil no período de 1954 a 1964, pode admitir-se que as respostas à primeira e à segunda questões são positivas, mas não, como veremos, inteiramente. Uma terceira pergunta importante se refere ao bem-estar social e à distribuição de renda. Nesse caso, o êxito das medidas em questão é mais duvidoso. Segundo A. Fishlow e outros, a distribuição de renda muito desigual em 1950 sofrera pequena alteração em 1960 e mesmo em 1968. Até que ponto isso se deveu aos incentivos fornecidos pelo Governo, em sua política de crédito e de substituição de importações, só pode ser julgado se considerarmos políticas alternativas. A esse respeito, *outros* (Langoni) concluíram que o padrão efetivo de industrialização e a distribuição de renda dele decorrente foram necessários e quase ótimos.

A seguir, debatemos a relação entre política creditícia e inflação, ressaltando que o déficit federal de caixa foi a principal fonte de inflação. A pequena importância relativa do autofinanciamento e depreciação no Brasil como fontes de financiamento é comprovada, comparando-se ainda o Brasil com outros países pertinentes.

A distribuição de crédito entre setores revela o favoritismo da indústria, relativamente à agricultura, ao comércio e a serviços. Não apenas foi muito desigual a distribuição entre esses setores principais, como foi também altamente desigual no interior da própria indústria. Das 17 indústrias manufatureiras, apenas 6 receberam mais de 75% do crédito total. Damos a seguir algumas explicações para a distribuição observada, especificando-se um modelo de fontes de investimento, testado mediante técnicas de regressão. Os resultados das regressões nos dão uma idéia da *eficiência* dos empréstimos das autoridades monetárias *vis-à-vis* os setores industriais concorrentes, definindo-se *eficiência* como a proporção desses fundos usada para a formação de capital fixo bruto de cada indústria. Os lucros inesperados dos empréstimos altamente subsidiados também são calculados, observando-se que foram altos. Também há provas de que ocorreu especulação com estoques à medida que a inflação ganhava forças no final da década de 1950 e começo da de 1960, e que a especulação foi parcialmente financiada pelos fundos públicos.

Na última seção tentamos chegar à pergunta principal: Se tivesse sido diferente a distribuição do crédito, a distribuição desigual de renda poderia ter melhorado muito? Algumas simulações demonstram os resultados de um critério de alocação de crédito segundo intensidade de mão-de-obra e de um critério diretamente dependente da melhor distribuição

de renda. Parece indiscutível que a má distribuição da renda foi parcialmente resultado das políticas de crédito, mas é menos evidente a viabilidade política e social da adoção de uma das estratégias alternativas.

2. A inflação e a política de crédito no Brasil

O Brasil tem tido uma história de inflação, e o período pós-1950 não constituiu exceção. Os preços subiam continuamente, mas com variações. Os índices de preços no atacado e do custo de vida subiram mais de 70% em 1963 e mais de 90% em 1964. As fontes da inflação eram múltiplas. As mais conhecidas foram os aumentos no salário mínimo, investimentos governamentais além da poupança pública, e déficits orçamentários criados em parte pelo excesso de empréstimos oficiais, e inflação monetária. É possível também incluir a diminuição no investimento e financiamento estrangeiros, o aumento nos preços de produtos de exportação devido à manipulação governamental, e pontos de estrangulamento na economia, decorrentes, parcialmente, da inépcia do regime do Presidente Goulart.

No presente caso, o que nos interessa em particular é o papel desempenhado pelo financiamento inflacionário destinado a fornecer crédito para a indústria. Na tabela 2, aparecem os déficits orçamentários do Governo, fonte mais importante da inflação naquele período, e os créditos líquidos anuais do sistema bancário comercial e das autoridades monetárias para a indústria. Como se pode verificar, os empréstimos eram às vezes superiores ao déficit total: apesar de serem grandes as variações anuais, ficando em média bem acima de 60% do déficit.³

A importância do financiamento *externo* é verificada na tabela 1. O autofinanciamento constituía uma proporção relativamente pequena do financiamento do investimento na indústria privada no Brasil,⁴ muito menor do que em países desenvolvidos, e comparativamente baixa mesmo para a América Latina. Em parte isso se explica pela relativa instabilidade do Brasil em relação a outros países. O autofinanciamento será menor, tudo mais constante se as taxas de inflação forem altas, pois a de-

³ O próprio déficit, todavia, devia-se a numerosos fatores além dos empréstimos públicos e do investimento fixo. Grandes déficits operacionais eram acumulados pela Rede Ferroviária Federal, autarquia federal que administrava mais da metade do tráfego ferroviário do Brasil. Seus déficits representavam em média mais de 30% do déficit orçamentário federal desde meados da década de 1950 até 1965. Veja Baer, Kerstenetzky e Simonsen (1965, p. 188-202).

⁴ Como se comprova em Baasch & Kybal (1970), o autofinanciamento em países desenvolvidos tem sido muito maior, em geral acima de 70% da formação do capital fixo bruto.

preciação como fonte de autofinanciamento será inferior onde valores contábeis tiverem de ser utilizados e a inflação os tiver diminuído substancialmente, tendo em vista as defasagens típicas nos procedimentos de avaliação permitidos pelo Governo.⁵

Tabela 1

Financiamento do investimento em indústrias privadas de controle local, em países latino-americanos selecionados
(Distribuição percentual)

| País | Período | Autofinanciamento | | | Fontes Externas | | |
|-----------|---------|-------------------|-------------------------|-------------|-----------------|-----------------------------|---------------|
| | | Total | Lucros não distribuídos | Depreciação | Total | Capital em ações ordinárias | Outras fontes |
| Argentina | 1960-61 | 40,0 | 14,0 | 26,0 | 60,0 | 9,0 | 51,0 |
| Brasil | 1959-62 | 43,2 | 36,4 | 6,8* | 56,8 | 8,2 | 48,6 |
| Chile | 1949-61 | 52,3 | 42,3 | 10,0 | 47,7 | 4,5 | 43,2 |
| Colômbia | 1958-62 | 51,8 | 27,8 | 24,0 | 48,2 | 16,4 | 31,8 |
| Equador | 1953-57 | 56,5 | 22,7 | 33,8 | 43,5 | 12,6 | 30,9 |
| Uruguai | 1960 | 42,0 | — | — | 58,0 | 16,0 | 42,0 |
| Venezuela | 1961 | 50,5 | 21,3 | 29,2 | 49,5 | 10,6 | 38,9 |

*Esta cifra é demasiadamente baixa e provavelmente é explicada pela inflação acelerada sob a qual as empresas somente podiam depreciar ao custo original.

Fonte: United Nations, ECLA. *The process of industrial development in Latin America*. New York, United Nations, (66), tab. 35, 1966.

Além disso, é bem sabido que as exigências de capital de giro serão aumentadas em condições inflacionárias. As empresas considerarão vantajoso acumular grandes estoques de matérias-primas e produtos intermediários como defesa contra a inflação. Tais tendências serão intensificadas se as taxas de juros forem altamente subsidiadas, como no Brasil, e o Governo tiver expandido o crédito rapidamente em resposta a uma alta demanda de crédito. Portanto, as empresas brasileiras eram muito dependentes de amplos e crescentes créditos dos setores bancário, comercial e governamental. Apenas na Argentina verificamos maior dependência de fontes externas às empresas do que no Brasil (exclusive o capital em ações ordinárias).

⁵ Observe-se, como uma das conseqüências, a reduzida depreciação de 6,8% para o Brasil, na tabela 1. O reduzido montante de capital em ações ordinárias é outro resultado da inflação.

Tabela 2

Total de empréstimos à indústria como proporção do déficit governamental

| Anos | Empréstimos à indústria em Cr\$ 1.000,00 | | | Déficit do Governo Federal | | (3)/(4) |
|-------------------|--|----------------|--------------|----------------------------|-------------------------|---------|
| | Bancos comerciais ^a (1) | Governo (2) | Total (3) | Em Cr\$ 1.000,00 (4) | Como % do PNB (5) | (6) |
| 1954 ^b | 5.837,0 | 2.734,1 | 8.571,1 | 2.711,1 | 0,5 | 3,1615 |
| 1955 ^b | 9.152,0 | 3.167,5 | 12.319,5 | 7.616,0 | 1,1 | 1,6176 |
| 1956 ^b | 15.188,0 | 4.061,2 | 19.249,2 | 32.945,7 | 3,8 | 0,5843 |
| 1957 ^b | 21.248,0 | 6.481,2 | 27.729,2 | 32.923,1 | 3,1 | 0,8417 |
| 1958 | 23.306,0 | 40.377,2 | 63.683,2 | 30.662,1 | 2,4 | 2,0769 |
| 1959 | 27.981,0 | 48.024,5 | 76.005,5 | 26.446,1 | 1,5 | 2,8740 |
| 1960 | 40.832,0 | 63.369,7 | 104.221,7 | 31.623,0 | 1,4 | 3,2958 |
| 1961 | 59.494,0 | 96.995,6 | 156.489,6 | 102.460,0 | 4,4 | 1,5273 |
| 1962 | 50.570,0 | 178.153,8 | 228.823,8 | 214.866,0 | 6,3 | 1,0650 |
| 1963 | 79.925,0 | 250.967,0 | 330.892,0 | 324.523,0 | 6,0 | 1,0195 |
| 1964 | 314.012,0 | 406.491,0 | 720.503,0 | 760.090,0 | 6,1 | 0,9479 |
| 1965 | 198.602,0 | 561.265,0 | 759.867,0 | 820.999,0 | 4,7 | 0,9255 |

^a Empréstimos líquidos, isto é, empréstimos-depósitos.

^b Não há dados sobre crédito geral (categoria de empréstimos governamentais).

Fonte: *Relatórios* do Banco do Brasil. Vários anos. (4) Fundo Monetário Internacional: *International Financial Statistics*, vários números.

3. A distribuição do crédito

O crédito como proporção da produção foi distribuído de maneira muito desigual entre a agricultura, o comércio e a indústria.⁶ A partir de 1954, a agricultura, com quase a metade de valor adicionado, recebeu apenas cerca de um sétimo do crédito total, cabendo à indústria e ao comércio quase a metade. Com o tempo, a parcela da indústria e do comércio declinou, caindo para 29,5% do produto em 1964, enquanto a parcela da agricultura aumentou para mais de 13%, em 1964. A despeito dessa mudança, a discrepância entre os setores ainda era significativa.

Do crédito total distribuído para o comércio e para a indústria pelas autoridades monetárias, a indústria recebeu mais de 16% do que em 1954, comparados a cerca de 9% para o comércio. Este tomou pesados

* Todos os dados referentes a crédito são oriundos de fontes oficiais, principalmente de *Relatórios* do Banco do Brasil, de vários anos.

empréstimos do setor bancário comercial, mas, à medida que o tempo passava, a indústria obtinha parcelas crescentes de fundos, tanto das autoridades monetárias quanto dos bancos comerciais até que, em 1964, conseguira 50% mais de crédito total do que o comércio. Da mesma maneira, o crédito bancário individual caiu vertiginosamente com o tempo (embora jamais tivesse sido um setor creditício comparativamente grande). A posição da pecuária permaneceu estática, enquanto os ganhos da agricultura se originaram tanto das autoridades monetárias quanto dos setores comerciais de crédito.

O quadro é o seguinte: o grosso dos fundos ia para a indústria e o comércio, com a parte do comércio diminuindo progressivamente. A agricultura, por outro lado, começou com uma parcela muito pequena, e depois melhorou extraordinariamente, especialmente depois de 1960. A pecuária e aos tomadores individuais couberam parcelas que diminuía aos poucos. Em conjunto, a indústria tornou-se o maior recebedor de fundos e, embora seu produto crescesse rapidamente, o volume de investimentos que lhe era destinado excedia seu crescimento, em relação a outros setores. A indústria, portanto, tornou-se e permaneceu sendo o setor privilegiado no decorrer do período em consideração.

4. Distribuição do crédito no setor industrial ⁷

Tal como a indústria foi privilegiada em relação ao comércio e à agricultura no recebimento de recursos para investimento, assim também alguns gêneros da indústria foram mais beneficiados do que outros. Tomando o ano de 1954, vemos que os têxteis dominaram a área industrial, seguidos pelos produtos alimentares, ambos tradicionais. A seguir vem a indústria metalúrgica; nenhum outro gênero de indústria chegou a receber 10% do que coube a essas três indústrias favorecidas. Com o tempo, porém, a situação modificou-se. Na tabela 3, a coluna A representa a distribuição percentual média do crédito total no período 1954-64, dominada por metalúrgica, material de transportes, e produtos de maté-

⁷ Os dados são oriundos de duas fontes. A primeira, os *Relatórios* do Banco do Brasil; as informações sobre crédito industrial do setor público derivaram principalmente do Departamento Geral de Crédito, do Departamento de Agricultura e Indústria, ambos do Banco do Brasil, e do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico. A segunda, são os números especiais anuais de *Conjuntura Econômica*, com os balanços de sociedades anônimas. Estes são utilizados somente mais adiante, neste trabalho.

rias plásticas. Em seguida vêm os têxteis, produtos alimentares e química. Somente estes gêneros de indústrias recebem mais de 75% do crédito total.

Tabela 3
Distribuição setorial de crédito

| Gêneros de indústrias | Crédito total % (A) | Crédito total/ vendas (%) (B) | | Crédito do Governo/ vendas (%) (C) | |
|---|-------------------------------|-------------------------------------|---------|--|---------|
| | | 1954-57 | 1961-64 | 1954-57 | 1961-64 |
| <i>Acima da Média:</i> | | | | | |
| Metalúrgica | 15,4 | 21,1 | 24,5 | 7,5 | 8,1 |
| Material de transporte | 15,0 | 7,3 | 4,8 | 2,7 | 1,8 |
| Produtos de matérias plásticas | 13,0 | 11,4* | 16,1 | N/A | N/A |
| Têxtil | 12,0 | 20,6 | 12,5 | 12,6 | 8,1 |
| Produtos alimentares | 11,2 | 9,2 | 6,4 | 6,7 | 5,3 |
| Química, produtos farmacêuticos e medicinais | 8,9 | 8,5 | 6,5 | 4,1 | 2,5 |
| <i>Média:</i> | | | | | |
| Mecânica | 5,5 | 17,7 | 16,4 | 10,3 | 5,4 |
| Material elétrico e de comunicações | 4,4 | 11,7 | 5,6 | 4,4 | 2,7 |
| <i>Abaixo da média:</i> | | | | | |
| Mineração | 3,4 | 42,4 | 19,2 | 21,6 | 12,2 |
| Editorial e gráfico | 2,1 | 5,8 | 4,4 | 2,7 | 2,2 |
| Borracha | 2,1 | 9,2 | 5,1 | 2,0 | 1,6 |
| Vestuário, calçados e artefatos de tecidos | 1,8 | 8,8 | 8,9 | 5,9 | 5,9 |
| Papel e papelão | 1,5 | 7,1 | 5,2 | 4,6 | 2,8 |
| Fumo | 0,9 | 5,0 | 2,5 | 2,6 | 1,4 |
| Madeira | 0,8 | 9,6 | 7,5 | 7,5 | 5,6 |
| Mobiliário | 0,6 | 5,9 | 4,8 | 3,8 | 3,3 |
| Couros e peles e produtos similares | 0,6 | 8,5 | 11,6 | 6,4 | 9,0 |
| Total | 99,3% ^b | | | | |
| Média | | 12,7% | 9,6% | 7,1% | 4,9% |

^a Não há classificação para esses anos, os dados se referem apenas a 1959.

^b Pequenos erros devidos à aproximação.

Fonte: (A) *Conjuntura Econômica*, vários números. (B) e (C) *Relatórios* do Banco do Brasil, vários anos.

Mais analiticamente esclarecedores são os créditos recebidos relativos a vendas de cada indústria. Embora as mesmas indústrias mencionadas acima tenham tendido a ficar acima da média, mineração predominou grandemente tanto no total do crédito/vendas (B) como do crédito governamental/vendas (C). Como se pode verificar pela comparação das médias para todas as 17 indústrias, a distribuição com base no crédito por cruzeiro de vendas foi muito mais igual e menos tendenciosa, exceto para a mineração, do que a que se verificou quanto à parcela de crédito em (A). Além disso, as concessões de crédito estavam diminuindo muito por unidade de vendas, segundo as médias das colunas tanto dos bancos comerciais quanto do Governo. Os dados anuais mostram que essa tendência se acentuou no fim do período, o que leva a crer que o crédito não acompanhou a evolução das vendas em termos reais, nem a inflação acelerada, embora os déficits governamentais estivessem aumentando tanto em termos reais quanto nominais (veja tabela 2).

5. Concessão de crédito privado e de recursos para investimento

Seria de presumir-se que o setor bancário comercial estaria maximizando seus lucros dentro da restrição de uma taxa de empréstimo nominal máxima fixada pelo endosso do Governo em 12%. Essa suposição, todavia, vai contra a afirmativa de Ness: "O crédito era concedido com base na segurança ou em relações pessoais, ao invés da importância do objeto do financiamento para o comércio ou para o desenvolvimento".⁸ Também poderia pensar-se que o Governo, na melhor das hipóteses, contasse com instrumentos fracos para influir na orientação e no montante dos empréstimos do setor bancário comercial para setores privados. Todavia N. Leff sustenta o contrário: "Através do Banco Nacional de Desenvolvimento e do Banco do Brasil o Governo determina a concessão de fundos de investimento a curto e a longo prazo ..."⁹

Se quisermos saber até que ponto a distribuição de crédito do Governo poderia estar de acordo com os coeficientes de capital, verificaremos que o grupo de crédito acima da média por unidade de vendas mal alcançava a média em exigências de capital (1,75 por unidade de produção) *versus* uma razão muito semelhante para indústrias abaixo da

⁸ Veja Ness (1972, p. 14).

⁹ Leff (1968).

média (1,54 por unidade), diferença que mal explica o excedente de quase 80% para o setor favorecido. Isso fica um pouco distorcido pelo alto coeficiente de capital de 7,2 para transportes e comunicações. Excluindo-se esse setor, o coeficiente teria sido 1,03 e o excedente seria quase inteiramente explicado pelos coeficientes de capital de Cline, como também pelos de Lopes.¹⁰ Assim, excetuando-se transportes e comunicações, a maior parte da diferença na concessão de crédito pelo Governo pode ser explicada pela disparidade nas exigências de capital por unidade de produção e pela expansão muito maior dos setores acima da média durante o período. O que falta ser *explicado* é por que esses setores intensivos em capital tiveram sua expansão favorecida, ao invés dos setores intensivos em mão-de-obra.

As distribuições de crédito privado observadas na indústria podem ser explicadas por uma variedade de fatores: lucratividade do tomador do empréstimo, disparidade da demanda por crédito devido a diferentes políticas de manutenção de estoques de matéria-prima e de produtos, disparidade de financiamento de compras, substituição de importações (inclusive proteção do mercado interno contra a concorrência estrangeira), e seleção pelo Governo para tratamento favorável.

Admitindo-se que o setor bancário comercial tentasse maximizar os lucros, seria de esperar-se que as empresas às quais ele emprestasse mais do que a média fossem mais lucrativas, ou tivessem exigências de capital de giro acima da média, ou ambas as coisas. Contudo, nenhuma dessas explicações por si mesmas parecem adequadas.¹¹ A relação entre lucros/vendas e créditos de bancos comerciais/vendas em cada setor de indústria fornece um coeficiente de correlação de Spearman de + 0,26 para a média de 1954-8, e -0,82 para a média de 1961-5.¹² Tampouco uma correlação de ordem de crescimento médio no período com os créditos médios explica alguma coisa. Setores de rápida expansão foram transportes, equipamento elétrico, minerais não-metálicos, e produtos químicos; todavia, nenhum deles encontrava-se entre os principais recebedores de crédito.

¹⁰ Lopes (1972).

¹¹ Embora nossas medidas de lucro econômico sejam precárias e não mereçam confiança, originam-se dos balanços das empresas publicados anualmente em *Conjuntura Econômica*. A cobertura é desigual, sendo preciso lembrar, também, que em tempos de inflação elevada a depreciação e medidas de lucratividade são particularmente suspeitas.

¹² Nenhum é significativo, embora o coeficiente negativo seja significativamente diferente do positivo. Não tratamos aqui da razão por que ocorreu esta mudança tão grande, mas ao que parece apenas um sinal da ineficiência nas concessões de crédito após 1958.

É difícil determinar com precisão as exigências de capital de giro por indústria. Considerações gerais diriam que as firmas maximizadoras de lucros reduziriam suas necessidades de capital de giro a um mínimo por unidade de produção. Para o setor ele seria bastante inferior do que para todas as indústrias, pois os estoques de bens acabados, matérias-primas e produtos em elaboração são necessários apenas porque a produção não é instantânea.

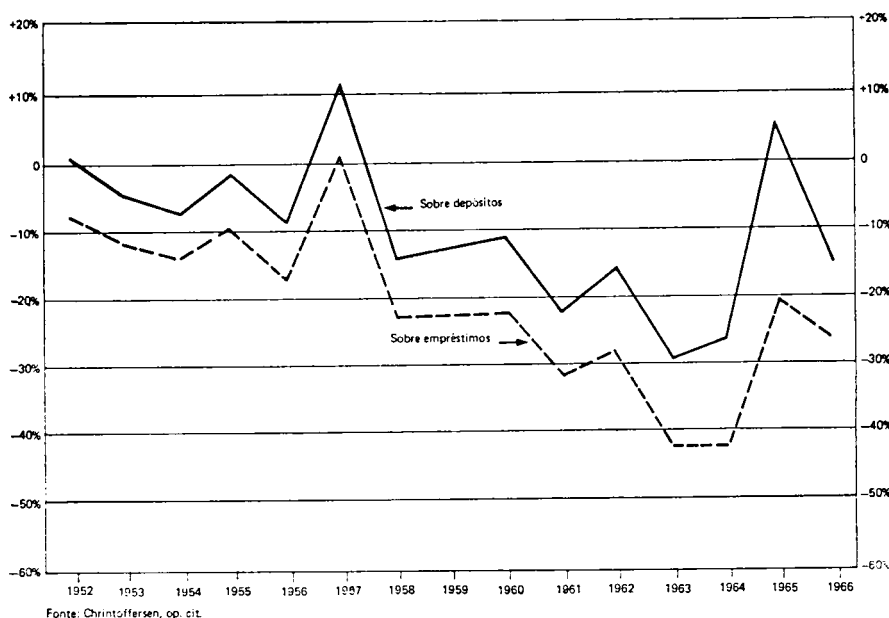
Podemos ter alguma idéia do montante de matéria-prima em cada setor examinando-se a relação entre estoques médios e vendas. Contudo, o coeficiente de correlação de Spearman entre matérias-primas/vendas e crédito de bancos comerciais/vendas não mostra qualquer conexão. Da mesma maneira, não há ligação entre a razão estoque/vendas por setor e crédito/vendas.

Essas possíveis explicações talvez não sejam suficientes porque era vantajoso de *per se* tomar empréstimo de bancos comerciais. As taxas de empréstimo reais eram na verdade negativas, na maior parte do período em consideração, portanto os empréstimos eram vantajosos mesmo que não houvesse necessidade de mais capital de giro. O subsídio é na verdade fornecido pelo depositante, quando recebe uma taxa de rendimento inferior à taxa da inflação. As taxas de juros reais sobre empréstimos e depósitos na figura 1 mostram-se negativas em todos os anos, exceto em breves períodos em 1957 e 1965.¹³ Em 1963, a taxa real para empréstimos atingiu menos 30%. Em média, no período 1954-64 esteve perto de menos 15 a 20 por cento. Existia, portanto, uma demanda excedente virtualmente ilimitada ao preço real em geral negativo dos empréstimos, mesmo após a adição de comissões, taxas e outros serviços.

Segue-se, portanto, a seguinte interpretação. Os bancos eram lucrativos porque os depositantes estavam basicamente subsidiando tanto os bancos como os tomadores de empréstimos com as taxas fixas negativas. Do mesmo modo, os contribuintes e os receptores de rendas fixas subsidiavam os tomadores de empréstimos através dos empréstimos a taxas reais negativas concedidos pelas autoridades monetárias, bem como por suas atividades de redesconto. Conseqüentemente, os bancos comerciais provavelmente estavam mais interessados em garantir tomadores de empréstimos do que em aumentar suas taxas *muito mais* do que permitia a lei, e a distribuição resultante tinha grandes possibilidades de ser muitíssimo ineficiente. Voltaremos adiante às implicações desse cenário.

¹³ Christoffersen, Leif E. (1969, p. 5-35).

Figura 1
Bancos comerciais no Brasil
Estimativas de taxas de juros reais
Taxas de juros, médias anuais, deflacionadas pelo índice de preços por atacado (exceto café)



6. Concessão de crédito e de recursos para investimento pelo Governo

O Governo do Brasil, ao que se presume, estava mais preocupado com a rentabilidade do setor privado, ao conceder recursos para investimento neste setor. Não existem medidas diretas do benefício líquido social, mas espera-se que tenham sido adotadas normas empíricas. Várias destas normas empíricas são coerentes com a conhecida estratégia desenvolvimentista do Governo. Uma era a da proteção à indústria nacional de substituição de importações. Três testes para inferir-se sobre a adoção de estratégias, podem ser adotados. Um é que se pode esperar uma alta correlação entre os empréstimos governamentais e a proteção efetiva. Segundo, pode-se esperar também uma alta correlação entre os empréstimos governamentais e a industrialização com base em substituição de importações real-

mente comprovada em determinado setor. E o terceiro, a possibilidade de que o Governo procurasse maximizar a interligação da economia através da promoção das chamadas indústrias de base.

As duas primeiras explicações são medidas pelo coeficiente de correlação de ordem. Ambos são baixos, positivos e insignificantes. São melhores os resultados da correlação de Spearman entre os empréstimos governamentais e a interligação econômica provocada pelo desenvolvimento das indústrias de base. Usando uma combinação de interligações para trás e para frente, calculadas com base na tabela de insumo-produto do Brasil em 1959, chega-se a uma correlação de $+0,369$, que é significativa ao nível de 7%.¹⁴ A estratégia governamental da *indústria de base*, portanto, ao que parece foi seguida com coerência, apenas com algumas exceções importantes, através da sua política de crédito. Todavia, a estratégia da indústria de base teve êxito parcial, pois nem o empréstimo governamental nem as articulações estavam fortemente associados ao padrão real de crescimento da indústria (embora seja um tanto duvidoso o nível de associação a ser esperado, pois as indústrias de base que ajudam a promover a infra-estrutura social são antes de natureza facilitadora, ao invés de serem basicamente setores líderes).

Esses resultados, embora desapontadores, indicam várias hipóteses alternativas. Primeiro, em geral, nossas medidas são muito simples para conseguir abarcar a complexidade da situação real; com certos ajustes, poderia existir uma boa medida de correlação *verdadeira*. Segundo, embora o Governo tivesse os motivos que nós lhe atribuímos, e tentasse agir de acordo com os mesmos, os resultados do processo poderiam ter sido diferentes. Em resumo, talvez o Governo não tivesse sabido prever os acontecimentos e não compreendesse o processo em andamento. Terceiro, é possível que o Governo não estivesse absolutamente procurando maximizar lucros sociais e desejasse alguma outra combinação desconhecida. O empenho governamental em si talvez tenha sido relativamente confuso, com múltiplos e mesmo conflitantes objetivos, de forma a não permitir a definição de um padrão definido de alocação de crédito. Entretanto, para o exame mais detido desses pontos, seria necessária uma explicação caso por caso, o que deve esperar por futuras pesquisas mais minuciosas.

¹⁴ Utilizando-se o coeficiente de Kendall, P , com 17 observações, a estatística t foi computada como 1,96, que foi significativa ao nível de 7%.

7. Comportamento dos investimentos no Brasil

A concepção típica da década de 1954-64 no Brasil é de que predominou o excesso de demanda. A demanda por moeda e a demanda por investimento *ex ante* ultrapassavam a poupança doméstica, e parte da diferença era coberta pelos empréstimos e investimentos estrangeiros segundo a Instrução 113, que oferecia grandes incentivos para a participação estrangeira na *economia brasileira* depois de 1955.¹⁵ A demanda excedente propagou-se por via do déficit de caixa federal, que foi o mais importante gerador do contínuo fluxo de crédito bancário concedido a setores privilegiados da economia. Também relevante foi a política de redesconto do Banco do Brasil, a conta do café, e a baixa elasticidade de crescimento da arrecadação de impostos.

Essas formulações, que seguem a teoria quantitativa da moeda, são muito simples e não explicam inteiramente os acontecimentos do período. Entretanto, elas ajudam a dar uma visão do processo inflacionário, sua origem e propagação. Como demonstraremos, adiante, o crédito subsidiado foi um fator-chave no investimento, o qual, por sua vez, determinou em larga medida as taxas de expansão setoriais.

De fato, modelos ortodoxos não têm conseguido fazer boas previsões no Brasil.¹⁶ Por exemplo, mudanças de preço e quantidade por setor nos períodos de 1955-8 e 1962-5 possuem uma correlação por ordem negativa em ambos os períodos, $-0,44$ e $-0,21$, respectivamente. Se as indústrias que se expandiram devido ao excesso de demanda tivessem sido as maiores fontes de aumento de preço, uma relação positiva teria sido prevista. O excesso de demanda por si só poderia ser benéfico numa fase de substituição de importações e de introdução de novos produtos e processos, mas essa relação pareceu prevalecer apenas quando o capital de giro era abundante, de maneira que as empresas podiam elaborar planos de produção, adquirir estoques e oferecer crédito aos compradores. Em decorrência, o capital fixo e o de giro eram altamente complementares, especialmente a curto prazo, e, como foi ressaltado por Morley, a falta de capital de giro pode explicar grande parte dos intrincados fenômenos de altos lucros e estagnação no início da década de 1960 no Brasil (Fishlow).

Um segundo modelo bastante geral, eclético e adaptado às circunstâncias brasileiras pode ser útil para melhor entender-se este fenômeno. Tentaremos apresentar tal modelo, embora ainda sem especificação ou testes.

¹⁵ Veja Baer, op. cit., p. 56-7, para uma descrição da Instrução 113.

¹⁶ A fonte de observação de Fishlow é encontrada em Morley (1972).

Começamos com a idéia de que o crescimento no suprimento de capital é o fator mais importante nos países em desenvolvimento; certamente no Brasil a concessão de recursos de investimento parece ter sido o fator mais crucial em seu padrão de desenvolvimento.

Assim, expressamos em (1) os principais determinantes do investimento na indústria de transformação:

$$I = s.\pi + s'wH + s''G + L.r + u \quad (1)$$

onde em (1): s é a taxa marginal de poupança (MSR) para a indústria, π é a taxa de lucro, s' é a MSR da mão-de-obra industrial, w é a taxa de salários, H são as horas trabalhadas; s'' é a taxa de poupança governamental e G a receita governamental; L são os empréstimos para a indústria e r é a taxa de empréstimo. O lucro (π) é dado como o excedente da receita total sobre o custo total, sendo as receitas dependentes do lucro bruto das firmas num mercado de competição imperfeita, cujo valor líquido é em média empiricamente de 14 a 24%, taxa de rendimento que reflete o custo predeterminado e as condições correntes de mercado.¹⁷ Tomamos s e s' como dados pela estrutura institucional corrente do sistema, w e s'' são determinados pela decisão governamental, e L pelo lucro esperado e o endosso do Governo para os setores financeiros comerciais e governamentais, respectivamente. Admitimos que r seja determinado *pelas leis contra a usura* e as taxas de inflação. Não há nenhum elemento de expectativa de preço, tendo em vista que são indicados os níveis reais das variáveis.

Fishlow admite que a correlação negativa observada nos dados de Morley anteriormente mencionados vicia as concepções usuais referentes às causas da inflação por parte dos formuladores de políticas no Brasil, sejam elas provocadas pelo empuxe salarial, déficits de caixa e excesso de oferta monetária, ou expectativas inflacionárias. Ao contrário, ele apresenta um modelo alternativo com base na teoria do *markup* associado ao custo integral.¹⁸ Segundo o mesmo, firmas que vinham expandindo a capacidade à frente da demanda graças a altas taxas de investimento provavelmente estavam operando a altos custos próximos à capacidade com poucas expectativas para expandir a demanda. De modo

¹⁷ Essas foram as faixas reais publicadas para as 17 indústrias entre 1954 e 1964, para o setor das sociedades anônimas. *Conjuntura Econômica* (vários números).

¹⁸ Fishlow (1973).

similar, amplos créditos e altos subsídios poderiam diminuir os custos em si e reduzir os aumentos de preço mesmo num contexto inflacionário. Infelizmente, não foi possível encontrar nenhuma correlação de ordem entre preços e créditos ou subsídios, ou taxa de câmbio.

O investimento e a expansão setorial diferiram muito no setor manufatureiro; tais diferenças podem ser explicadas no quadro da equação (1) se interpretarmos s como os lucros retidos pelas firmas, L como os empréstimos concedidos pelos bancos comerciais, autoridades monetárias, e outras fontes externas (principalmente empréstimos estrangeiros, bancos de investimentos e letras de câmbio), e r como a taxa de empréstimo. Tanto s' como s'' não são relevantes para o investimento das firmas, enquanto L , π e s variaram enormemente entre firmas. Parece que, em conjunto, eles *explicam* bastante os investimentos anuais no setor das sociedades anônimas na seguinte equação de regressão:¹⁹

$$I = a + b (s \cdot \pi) + c(L) + u \quad (2)$$

onde I é o investimento fixo bruto, a é uma constante, $s \cdot \pi$ são os lucros retidos, L são os empréstimos no período, tanto internos quanto estrangeiros, e u é uma perturbação aleatória, todos em cruzeiros constantes.

Os resultados da regressão aparecem nas tabelas 4 e 5 para todas as indústrias agregadas, e para cada indústria separadamente. Na tabela 4 os créditos totais para as sociedades anônimas concedidos pelos bancos comerciais e por todas as outras fontes são incluídos como uma variável independente junto aos lucros retidos, defasados e repartidos proporcionalmente por um período de três anos.²⁰ Na análise de *cross-section*, entre os 17 setores, os resultados são muito bons, com um R de 0,97 baixos erros-padrão e os coeficientes em forma logarítmica quase somam 1. Evidentemente, o crédito foi um fator muito mais importante como fonte de recursos de investimento do que os lucros retidos. De igual maneira, nas séries temporais para todos os setores industriais em conjunto, R foi quase 0,9; todavia, os lucros retidos foram insignificantes, enquanto o coeficiente de crédito foi 0,62 (com um erro-padrão grande). O baixo coeficiente de lucros retidos é surpreendente, pois na explicação típica do investimento mencionado anteriormente dizia-se que a metade da

¹⁹ Somente as sociedades anônimas são obrigadas a publicar anualmente os seus balanços. Não há dados comparáveis sobre propriedades individuais, sociedades, firmas governamentais ou firmas de responsabilidade limitada.

²⁰ Defasagens para três anos foram consideradas a fim de aproximar melhor os investimentos que exigem tempo e um período de gestação.

formação de capital fixo bruto fora financiada desse modo. Observando cada indústria separadamente, apenas seis — têxteis, papel, produtos alimentares, editorial e gráfico, mobiliário e couro — foram insignificantes no nível de 90% ou mais. Além disso, em apenas seis casos os lucros retidos foram mais importantes do que o crédito como fonte de investimento.

Na tabela 5 incluíram-se na regressão apenas os créditos de bancos não-comerciais. Houve várias melhorias consideráveis. Primeiro, a regressão de séries temporais para o agregado dos 17 setores é muito melhor do que antes com um R mais alto e um erro-padrão mais baixo relativamente ao coeficiente de crédito. Também os valores de F para as indústrias de mobiliário e de produtos alimentares tornam-se significantes (o mesmo não ocorre com a indústria madeireira). Em 10 setores, o crédito teve um coeficiente significativamente maior do que os lucros retidos.

Os resultados variam substancialmente de um para outro setor. Várias questões e hipóteses plausíveis podem ser arroladas:

1. O reduzido valor e falta geral de significância do coeficiente de lucros retidos dão certo crédito aos boatos sobre pesados investimentos em imóveis e terras para especulação.²¹ Os lucros retidos talvez tenham sido empregados para atender as necessidades de capital de giro, mas não seria de esperar que eles fossem utilizados em sua totalidade com esse objetivo.

²¹ Outras fontes sustentam que algumas corporações mantiveram substanciais taxas de poupança mediante o autofinanciamento e a colocação de novos títulos das empresas (Ness, p. 249). Ao mesmo tempo, sabemos que poupanças inflacionárias muitas vezes eram utilizadas de maneira pouco produtiva. Por exemplo, Ness (p. 14) observa que: "Muita poupança foi aplicada em imóveis, mas principalmente na construção de escritórios e moradias de luxo. Não se criaram instrumentos para a canalização de montantes significativos de poupanças para moradias destinadas às classes pobre ou média. O pessoal das instituições financeiras, tanto bancárias como não-bancárias, era de nível técnico inadequado, sendo o crédito concedido com base na segurança ou relações pessoais, ao invés da importância do objeto do financiamento para o comércio ou o desenvolvimento. O número de bancos cresceu de tal maneira que havia muitos bancos pequenos e ineficientes capazes de se manter com as taxas de juros inflacionárias que podiam ser cobradas pelos empréstimos. As companhias financeiras que cresceram para tomar ou emprestar recursos às taxas de juro do mercado não trouxeram melhoria em relação aos bancos comerciais na distribuição de fundos para investimento produtivo. Apenas o empréstimo das receitas tributárias do Governo e dos fundos da ajuda externa através do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico se baseava na avaliação de projetos." Esse uso improdutivo de fundos também me foi reiterado por Dênio Nogueira, antigo diretor do Banco Central, que contribuiu para a inovação da instituição de amparo às indústrias em dificuldades, vítimas dessas especulações improdutivas durante o arrocho do crédito em 1964-5.

Tabela 4

Crédito total não-bancário e de bancos comerciais e lucros retidos
como determinantes da formação do capital fixo bruto
da indústria — 1954-64

($N = 10$, $gI = 7$, série temporal)

| Setor | Constante | Lucros retidos (erro-padrão) | Crédito (erro-padrão) | R (Estatística F) |
|---|-----------|---------------------------------|--------------------------|---------------------------|
| <i>Cross-section</i> | 1,92084 | 0,23201 | 0,72506 | 0,9702 |
| ($N = 170$) | | (0,03406)*** | (0,03608)*** | (1562,588)** |
| Série de tempo | 5,48846 | -0,02250 | 0,62256 | 0,8937 |
| Total | | (0,48075) | (0,60232) | (15,879)* |
| Têxtil | 3,01416 | 0,15972 | 0,65632 | 0,5109 |
| | | (0,23973) | (0,48944)* | (1,413) |
| Papel e papelão | 6,10369 | 0,26005 | 0,12327 | 0,2639 |
| | | (0,56373) | (3,26791) | (0,299) |
| Produtos alimentares | 2,52303 | 1,08038 | -0,01932 | 0,7862 |
| | | (0,88495)* | (0,99956) | (6,476)** |
| Fumo | 5,50280 | 0,10302 | 0,32043 | 0,9542 |
| | | (0,08368) | (0,18681)* | (40,668)*** |
| Madeira | 5,26405 | 0,05234 | 0,32116 | 0,6617 |
| | | (0,22448) | (0,45033) | (3,115)* |
| Química, produtos farmacêuticos e medicinais | 5,88576 | 0,33524 | 0,18979 | 0,6957 |
| | | (0,25618)* | (0,21923) | (3,753)* |
| Vestuário, calçados e artefatos de tecidos | 6,69479 | 1,19493 | -0,68047 | 0,8967 |
| | | (0,28957)*** | (0,32140)** | (16,419)*** |
| Borracha | 2,77099 | 0,19918 | 0,62565 | 0,7075 |
| | | (0,21761) | (0,37088)* | (4,009)* |
| Editorial e gráfico | 7,69295 | 0,52195 | -0,25200 | 0,6392 |
| | | (0,22718)** | (0,40304) | (2,763) |
| Mobiliário | 5,04543 | 0,52532 | -0,02810 | 0,6565 |
| | | (0,34821)* | (0,36172) | (3,030) |
| Metalúrgica | 4,97685 | -0,24943 | 0,78949 | 0,9302 |
| | | (0,18911)* | (0,17191)*** | (25,674)*** |
| Mineração | 4,13253 | 0,14812 | 0,50884 | 0,9747 |
| | | (0,05764)*** | (0,16706)*** | (76,097)*** |
| Material elétrico e de comunica- ções | 5,02241 | 0,33038 | 0,23866 | 0,7446 |
| | | (0,26052) | (0,29285) | (4,978)** |
| Produtos de matérias plásticas | 2,23610 | -0,25239 | 1,08975 | 0,9948 |
| | | (0,11352)** | (0,12672)*** | (384,894)*** |
| Mecânica | 1,75913 | 0,37622 | 0,61009 | 0,9474 |
| | | (0,17535)** | (0,11722)*** | (35,073)*** |
| Couros e peles e produtos similares | 2,55421 | 0,08782 | 0,64945 | 0,6387 |
| | | (0,44117) | (0,34279)* | (2,756) |
| Material de transporte | 1,27892 | -0,02159 | 0,93982 | 0,8601 |
| | | (0,08413) | (0,23883)*** | (11,371)*** |

*Significante ao nível de 90%.

**Significante ao nível de 95%.

***Significante ao nível de 99%.

Tabela 5

Crédito governamental e lucros retidos como determinantes da
formação de capital fixo bruto da indústria — 1954-64
($N = 10$, $gI = 7$, série temporal)

| Gêneros de indústrias | Constante | Lucros retidos (erro-padrão) | Crédito (erro-padrão) | R (Estatística F) |
|--|-----------|---------------------------------|--------------------------|---------------------------|
| <i>Cross-section</i> por Gênero da indústria (1954-64) ($N = 170$) | 1,92084 | 0,23201 (0,03406)*** | 0,72506 (0,03608) | 0,9702 (1562,58)*** |
| Série de tempo Total | 5,70883 | -0,30064 (0,45056) | 0,85242 (0,49325)* | 0,9132 (20,084)*** |
| Têxtil | 3,84342 | 0,11405 (0,24912) | 0,62662 (0,46155)* | 0,5142 (1,438) |
| Papel e papelão | 6,06044 | 0,27322 (0,55309) | 0,12264 (0,24968) | 0,2702 (0,315) |
| Produtos alimentares | 2,229915 | 1,20866 (0,62185)* | -0,08937 (0,33897) | 0,7883 (6,566)** |
| Fumo | 5,49699 | 0,10846 (0,07475)* | 0,31915 (0,17116)* | 0,9564 (42,850)*** |
| Madeira | 5,53544 | 0,04599 (0,24529) | 0,24529 (0,44508) | 0,6588 (3,067) |
| Química, produtos farmacêu- ticos e medicinais | 5,36304 | 0,15462 (0,28807) | 0,40089 (0,27695)* | 0,7435 (4,945)** |
| Vestuário, calçados e artefatos de tecidos | 6,52811 | 1,15857 (0,32642)*** | -0,65489 (0,37709)* | 0,8821 (14,020)*** |
| Borracha | 5,14485 | 0,31133 (0,22499) | 0,23002 (0,25282) | 0,6216 (2,519) |
| Editorial e gráfico | 7,10019 | 0,49893 (0,23132)** | -0,16211 (0,41128) | 0,6257 (2,573) |
| Mobiliário | 2,51123 | -0,11141 (0,34143) | 0,82789 (0,40213)** | 0,7923 (6,747)** |
| Metalúrgica | 6,89364 | -0,32568 (0,23785) | 0,69397 (0,17819)*** | 0,9114 (19,632)*** |
| Mineração | 5,90862 | 0,16937 (0,09148)* | 0,28251 (0,17731)* | 0,9582 (44,859)*** |
| Material elétrico e de comunicações | 5,05719 | 0,31436 (0,25391) | 0,25194 (0,27212) | 0,7511 (5,178)** |
| Produtos de matérias plásticas | 2,25170 | -0,26898 (0,11198)** | 1,10467 (0,12462)*** | 0,9951 (406,76)*** |
| Mecânica | 3,06675 | 0,50683 (0,27497)* | 0,37330 (0,14839)** | 0,8656 (11,956)** |
| Couros e peles e produtos similares | 0,01308 | 0,46849 (0,33060) | 0,79598 (0,29836)** | 0,7379 (4,811)** |
| Material de transporte | 1,72585 | -0,01869 (0,08019) | 0,90286 (0,21738)*** | 0,8706 (12,527)*** |

*Significante ao nível de 90%.

**Significante ao nível de 95%.

***Significante ao nível de 99%.

2. Os melhores ajustes das equações de regressão que utilizam apenas créditos de bancos não-comerciais deixam entrever que os bancos comerciais talvez hajam suprido capital a curto prazo sob a forma de desconto de títulos que não poderiam ser facilmente renovados pela indústria.

3. Os coeficientes negativos não devem ser levados demasiadamente a sério, pois em cada caso o erro-padrão foi muito grande, em geral maior que o próprio coeficiente, de modo que a anomalia de ser negativamente relacionado com o investimento ou com o crédito ou com os lucros retidos não fica efetivamente demonstrada, exceto, talvez, nas instâncias da indústria do vestuário (crédito), metalúrgica (lucros retidos), e plásticos (lucros retidos).

4. Se o coeficiente de crédito indica o montante dos fundos emprestados que foram aplicados em investimento, e em lucros retidos dos lucros no período seguinte, podemos estimar o total dos lucros imprevistos apropriados pelos acionistas ou proprietários dessas indústrias.²² Pelo cálculo do subsídio imprevisto via taxa de juros sabemos que os subsídios dos bancos comerciais e das autoridades monetárias para a indústria manufatureira totalizaram cerca de Cr\$ 144,580 bilhões, dos quais mais de 60% foram investidos na formação de capital fixo bruto. Depois de utilizar os fundos para investimento, os lucros eram decorrentes de investimentos brutos de aproximadamente 18% em média sobre o ativo líquido e saldos bancários, bem como estoques. Seria de esperar que moeda e ativos líquidos diminuíssem como proporção das vendas com uma inflação ascendente. Segundo nossos dados, isso ocorreu entre 1954 e 1960,²³ mas depois a razão sobe novamente, até aproximar-se dos níveis de 1954 (entre 1961 e 1965). A explicação é coerente com o argumento repetido com frequência no Brasil de que os bancos comerciais somente concediam empréstimos se os tomadores aumentassem seus depósitos nos mesmos bancos, o que era uma boa maneira de aumentar a taxa real de juro sobre os empréstimos. Ao contrário, os estoques deveriam aumentar em relação às vendas, à medida que as taxas de inflação subissem, o que está de acordo com os dados: esta razão aumentou mais do dobro entre 1955-6 e 1963-4.²⁴

²² O ápice de 44% foi alcançado em 1963, caindo em 1964. Fonte: Sociedades anônimas, *Conjuntura Económica*, vários números.

²³ A razão entre o ativo disponível e líquido e as vendas para toda a indústria manufatureira — sociedades anônimas — caiu de 0,04 em 1955 para 0,035 em 1956 e depois para 0,028 e 0,025 em 1960 e 1961, respectivamente, antes de subir para 0,033 em 1962 e 0,035 em 1965.

²⁴ De 0,041 para 0,10. Fonte: *Conjuntura Económica*, dados sobre sociedades anônimas.

A utilização de subsídios destinava-se principalmente à formação de capital fixo bruto, o que provavelmente era de se desejar, tendo em vista os objetivos do Governo. Todavia, os fundos são fungíveis e podem ser transferidos dentro do setor das sociedades anônimas. Esses lucros aparentemente não foram utilizados em investimentos fixos brutos sob a forma de lucros retidos.

5. São indeterminados os usos alternativos dos fundos não investidos na formação de capital fixo bruto. Em média, cerca de 82% do lucro foi declarado como reinvestido nas sociedades anônimas, enquanto o restante foi para os proprietários e acionistas. O remanescente decerto foi utilizado ou como capital de giro ou investido em imóveis e outros empreendimentos especulativos.²⁵ Os dados sobre as sociedades anônimas mostram que dois importantes componentes do capital de giro — depósitos bancários e estoques — constituíam em média cerca de um terço do crédito e lucros retidos totais no período de 1954-64, subindo de cerca de 30% em 1955-66 e para cerca de 38% em 1962-4. Como os créditos bancários totais eram em média de cinco a seis vezes maiores do que os lucros retidos, é fácil compreender a insignificância dos lucros retidos para explicar a formação de capital fixo bruto. As necessidades de capital de giro absorveram os lucros retidos e a maior parte dos créditos nos bancos comerciais, ao passo que empréstimos das autoridades monetárias financiaram em média mais de 85% da formação de capital fixo bruto.

6. As necessidades de capital de giro compreendiam numerário e estoques além de mercadorias em processamento, e os fundos podiam ser transferidos. Desse modo, o investimento especulativo em estoques era financiado pelo crédito subsidiado. Os lucros expandiam-se com esses fundos com uma transferência de fundos públicos e de depositantes de bancos para proprietários e acionistas de indústrias subsidiadas.²⁶

Do ponto de vista da distribuição, essa transferência de riqueza via subsídio era indesejável, a despeito de quaisquer efeitos positivos, embora quantitativamente desconhecidos, sobre a poupança. Se os ganhos

²⁵ Outros observadores comentaram a ineficiência do processo inflacionário de crescimento induzido: "Um aspecto crítico do período de inflação mais acelerada no Brasil é que as poupanças obtidas freqüentemente foram distribuídas para usos conducentes a aumentos reduzidos da produção. Poupanças inflacionárias, i.e., acumulação de moeda e depósitos à vista, com freqüência eram aproveitadas para cobrir os déficits contábeis correntes do Governo federal ou eram investidas em projetos de infra-estrutura de pouco retorno imediato, como a construção da nova capital em Brasília." Veja na nota 17 outros comentários de Ness, *idem*, p. 14.

²⁶ Esses lucros são apenas ilusórios, no sentido de Baer-Simonsen (1965, p. 279-90), depois que os empréstimos bancários deixaram de expandir-se mais rapidamente do que o capital de giro (ao redor de 1964, basicamente o fim do nosso período).

imprevistos fossem poupados e investidos, ao invés de imediatamente consumidos, os benefícios poderiam ter sido maiores, o mesmo ocorrendo, porém, com a riqueza individual, aumentando, enfim, a desigualdade.

Em termos de renda imediata, os efeitos de distribuição não eram tão significativos. Afora as ineficiências relacionadas com estoques e capital de giro, a renda só era recebida como um retorno sobre o lucro após o investimento e a expansão das operações da firma. Somente em períodos subseqüentes os retornos expandiram-se após a reciclagem através da firma.

Depende de fatores externos e das estratégias governamentais de industrialização considerar socialmente desejável a constelação de firmas e indústrias selecionadas para favoritismo. A seguir tentaremos abordar algumas das mais importantes questões referentes às reais políticas creditícias no Brasil, mediante a exposição de alternativas explícitas sob a forma de simulações.

8. Simulações de crescimento e emprego sob diferentes distribuições de recursos para investimento

Se o Governo brasileiro tivesse considerado como metas prioritárias o alto emprego e a distribuição eqüitativa de renda juntamente com o rápido crescimento econômico, até que ponto esses objetivos seriam compatíveis? ²⁷ Em geral são considerados incompatíveis. Por exemplo, desde os tempos de Ricardo sustenta-se que a distribuição mais eqüitativa diminui a taxa de poupança, o que reduziria — ainda que as provas sejam meras conjecturas — a taxa de crescimento e, a longo prazo, deixaria os indivíduos de baixa renda em pior situação.

Morley e Smith pensam que foi isso exatamente o que sucedeu com a indústria manufatureira do Brasil. Concluem eles: “Quanto mais progressiva a distribuição de renda, mais lento o aumento na parcela do trabalho ...” ²⁸ Numa simulação parecida, utilizando a tabela de insumo-produto de 1959 para a indústria brasileira, os resultados deste estudo são inteiramente compatíveis com os deles.²⁹ Na indústria de transforma-

²⁷ Leff menciona um objetivo que pode ter sido importante: “Afora o desejo de emular os países adiantados, um motivo central também foram as pressões no sentido de mostrar eficiência em tecnologia moderna. A esse respeito, a ideologia com frequência enfatizou mais o desempenho nacional e a modernização econômica do que a elevação da renda do capital.” *op. cit.*, p. 132.

²⁸ Morley & Smith (1972).

²⁹ Empreguei taxas de crescimento ligeiramente diferentes, mas obtive resultado semelhante de lento crescimento de emprego numa redistribuição progressiva.

ção os vetores trabalho-capital são muito similares para setores industriais tanto de baixa quanto de alta elasticidade-renda. Isso é uma fonte de pessimismo, tendo em vista que bens altamente intensivos em mão-de-obra (mobiliário, produtos alimentares, couro, têxteis) não têm alta elasticidade-renda mesmo em condições de redistribuição muito igualitárias.³⁰ Mas é uma fonte de otimismo para Morley e Smith, no sentido de que mesmo investimentos intensivos em capital não reduziram muito a taxa de emprego no Brasil.

A principal falha da abordagem de Morley e Smith é que exclui a consideração de setores não-industriais. Expomos a seguir várias simulações que incluem o setor agrícola. A primeira simulação se restringe à indústria. Todavia, distribui crédito à base apenas da intensidade relativa do uso de mão-de-obra. Se a indústria X empregou a proporção Z de mão-de-obra no ano-base n , recebe a proporção Z de crédito. Então, com base na aplicação das razões reais de capital/produção e capital/trabalho de 1954-64, mostramos o aumento no emprego resultante da redistribuição de crédito nas tabelas 6 e 7.³¹ Admitindo-se que a despesa com bens finais permanece inalterada, as exportações e importações absorvem todas as mudanças de produção. Os resultados mostram aumentos significativos no emprego, derivado tanto dos multiplicadores diretos como indiretos de emprego. As exportações e importações também sofreram mudanças extraordinárias. Embora o volume de mercadorias vendidas, que permanece constante, e a falta de interligação para diante ou para trás, por via dos coeficientes de insumos-produto para agricultura, serviços e outros setores, tornem dúbios os resultados, o vetor de emprego gerado pela redistribuição de crédito produz um coeficiente de Gini de 0,22 substancialmente mais baixo do que o Gini corrente na indústria.

Uma segunda simulação tenta aproximar mais de perto a realidade do Brasil. Como antes, a redistribuição de crédito é utilizada como o instrumento de mudança, mas neste caso a função de consumo individual linear utilizada se aproxima mais de perto das diferentes elasti-

³⁰ Isso se deve em parte à maneira como se derivam as elasticidades-renda. Os ajustes individuais lineares (*linear piece-wise fits*) são mais favoráveis (Lopes, op. cit., p. 84, tab. 3-7).

³¹ Embora uma redistribuição maciça de crédito possa parecer totalmente não-realista, pelo menos um observador considera importante o poder do Governo. Cf. Leff, op. cit.: "Através do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e do Banco do Brasil, o Governo determina a distribuição de fundos de investimento a curto e a longo prazos, e tem todos os poderes, sutis ou rudes, que em Washington se atribui à Wall Street."

Tabela 6

Resultados da simulação I:
 Produção e emprego simulados para 1964
 Em Cr\$ 1.000,00 deflacionados

| Gêneros de indústrias | Pessoal ocupado em 31-12-1964 total (1) | Valor deflacionado da produção (2) | (1)/(2) (3) | Valor simulado da produção | Emprego simulado [(3) x (4)] |
|--|---|------------------------------------|-------------|----------------------------|------------------------------|
| Têxtil | 342.364 | 57.758 | 5,928 | 92.662 | 549.300 |
| Papel e papelão | 49.981 | 12.067 | 4,142 | 22.405 | 92.802 |
| Produtos alimentares | 267.818 | 105.148 | 2,547 | 184.041 | 468.752 |
| Fumo | 15.451 | 5.191 | 2,976 | 5.158 | 15.350 |
| Madeira | 76.339 | 9.954 | 7,669 | 154.321 | 1.183.488 |
| Química, produtos farmacêuticos e medicamentos | 136.957 | 69.557 | 1,969 | 54.575 | 107.463 |
| Vestuário, calçados e artefatos de tecidos | 94.110 | 14.640 | 6,428 | 62.904 | 403.704 |
| Borracha | 26.379 | 10.041 | 2,627 | 7.523 | 19.762 |
| Editorial e gráfico | 63.693 | 8.137 | 7,828 | 17.723 | 138.736 |
| Mobiliário | 50.189 | 6.988 | 7,182 | 419.551 | 3.013.215 |
| Metalúrgica | 250.578 | 53.398 | 4,693 | 29.794 | 139.823 |
| Mineração | 48.791* | 9.676* | 5,042 | 6.686 | 33.711 |
| | (37.830) ^a | (7.503) ^b | | | |
| Material elétrico e de comunicações | 84.911 | 26.476 | 3,207 | 20.099 | 64.457 |
| Produtos de matérias plásticas | 24.458 | 6.244 | 3,917 | 2.720 | 10.654 |
| Mecânica | 77.707 | 13.958 | 5,567 | 10.462 | 58.242 |
| Couros e peles e produtos similares | 23.493 | 3.986 | 5,894 | 8.632 | 50.877 |
| Material de transporte | 141.098 | 45.241 | 3,119 | 8.100 | 25.264 |
| Total | 1.763.356 ^c | 456.287 ^c | | 1.107.257 | 6.375.597 |

* Dados de 1966.

^a Emprego estimado para 1964.

^b Produção deflacionada, estimada a taxas reais de crescimento para 1964.

^c Estimativas para 1964, usadas nos totais.

Fente: *Anuário Estatístico do Brasil* (1967, p. 132 e 1970, p. 162). Dados sobre produção, extraídos de outros documentos do trabalho.

Tabela 7

Resultados da simulação I:

Variações líquidas de 1964, obtidas através da simulação das importações e exportações do setor (todos os créditos)

Em Cr\$ 1.000,00 deflacionados

| Gêneros de indústrias | Comércio exterior líquido real (+Export. — import.) | Comércio exterior líquido simulado (+Export. — import.) | Variação simulada das importações | Variações líquidas simuladas das importações e exportações [(2) — (3)] |
|--|--|--|-----------------------------------|--|
| Têxtil | + 8.711 | + 43.615 | + 1.612 | + 42.003 |
| Papel e papelão | — 700 | + 9.638 | 0 | + 9.638 |
| Produtos alimentares | + 11.212 | + 90.105 | + 1.270 | + 88.835 |
| Fumo | + 1.360 | + 1.327 | + 018 | + 1.309 |
| Mádeira | + 3.034 | + 147.401 | + 11.497 | + 135.904 |
| Química, produtos farmacêuticos e medicinais | — 5.436 | — 20.417 | + 3.869 | — 24.286 |
| Vestuário, calçados e artefatos de tecidos | + 385 | + 48.549 | + 2.242 | + 45.922 |
| Borracha | — 315 | — 2.833 | + 537 | — 3.370 |
| Editorial e gráfico | — 82 | + 9.504 | + 746 | + 8.758 |
| Mobiliário | — 463 | + 412.100 | + 32.342 | + 377.758 |
| Metallúrgica | — 3.855 | — 27.459 | + 2.141 | — 29.600 |
| Mineração .. | + 5.347 | + 4.530 | + 279 | + 4.251 |
| Material elétrico e de comunicações | — 2.692 | — 9.069 | + 707 | — 9.776 |
| Produtos de matérias plásticas | — 11.995 | — 15.519 | + 2.941 | — 18.460 |
| Mecânica | — 6.525 | — 10.021 | + 1.845 | — 11.866 |
| Corros e peles e produtos similares | + 596 | + 5.242 | + 242 | + 5.000 |
| Material de transporte | — 3.451 | — 40.592 | + 3.166 | — 43.758 |
| Total | — 4.866 | + 646.011 | + 65.455 | + 580.546 |

dades de demanda de produtos em relação a renda.³² Em comparação com a abordagem anterior (mais típica), as demandas das classes de rendas mais baixas recebem uma ponderação mais adequada. Em conse-

³² Construída por Lopes, F. L. de. *Inequality planning in the development economy*. Tese de doutoramento, Harvard Univ., June 1972. Os resultados de Lopes, porém, não são tão eloquentes quanto poderiam ser com uma ponderação diferente e maior número de classes na função individual. A nossa análise do levantamento da FGV mostra um deslocamento mais acentuado nas elasticidades entre classes.

qüência, as taxas de poupança mais baixas são mais do que contrabalançadas por menor necessidade de capital nos produtos de procura intensiva pelas classes de renda mais baixa, para as quais a renda foi redistribuída segundo melhores níveis de Gini.³³ O vetor de consumo apóia o vetor de renda, e o deslocamento da despesa com os bens se modifica de modo que o comércio internacional não se altera exageradamente. O que é mais importante, tais resultados são conseguidos graças à consideração de *todos* os setores da economia, ao invés de apenas a indústria. Isso é fundamental, pois se não se incluir a agricultura uma conclusão oposta é alcançada com relação à política de distribuição e industrialização.

Resultados específicos da simulação aparecem nas tabelas 8 e 9. Nossa inovação é acrescentar o vetor de emprego implícito — direto e indireto — e derivar seu correspondente coeficiente de Gini, a fim de comparar esses resultados com o do vetor de consumo. Eles se equiparam bem de perto, de maneira que não se torna necessário depender de grandes mudanças na taxa de impostos com o correr do tempo; as mudanças nos impostos só precisam ser pequenas e graduais.³⁴ Além disso, o emprego foi aumentado com menos créditos do que os que foram *realmente* distribuídos na década de 1954-64. Duas implicações adicionais: primeiro, o elemento de subsídio imprevisto para proprietários e acionistas em nossa simulação foi muito menor do que teria sido o *real*, que teria melhorado ainda mais a distribuição de riqueza e renda; segundo, o emprego e a melhoria da distribuição de renda poderiam ser conseguidos com uma expansão muito menor tanto do crédito quanto do déficit real do Governo. Assim, a taxa de inflação poderia ter sido menor, o que, por sua vez, reduziria o subsídio e teria repercussões no lucro e na distribuição. O déficit e a inflação talvez pudessem ter tido, cada um, uma redução de até 25% (tab. 10 e 11).

Os dados e os parâmetros demonstram que não há contradição inerente entre o crescimento de emprego, muito maior igualdade de renda, rápido crescimento do PNB, e a consistência entre setores implícita nas

³³ Idem. Veja Lopes, F. L. de, para comentários sobre poupança e necessidade de capital.

³⁴ Lopes esboça sua política tributária nas p. 131-40. Isso não implica que não seriam convenientes impostos mais progressivos. O Gini de emprego em nossa simulação caiu de 0,4928 para 0,4054, quase igualando o Gini de consumo de 0,35 depois da redistribuição, admitindo-se que a mão-de-obra recém-empregada estava desempregada. Na hipótese de que a nova mão-de-obra já estivesse empregada, o Gini de emprego cai apenas de 0,43 para 0,40.

relações insumos produção. Devem ser consideradas com ceticismo os pre-conceitos governamentais que consideravam essas mudanças como impossíveis de serem alcançadas. Não quer isso dizer que essas mudanças teriam sido adotadas se os formuladores de políticas econômicas estivessem convencidos de sua viabilidade. Já foi mencionada a tendência favorável à implementação de uma tecnologia moderna e intensiva em capital, em contraposição ao do crescimento da renda *per capita*. Além disso, não devemos aceitar precipitadamente a noção de que poderosos grupos de pressão nos setores favorecidos poderiam ter assegurado o mesmo resultado histórico. Um estudioso da formulação de políticas no Brasil afirma:

“Grupos de interesse do setor privado foram incapazes de impedir a grande expansão do papel econômico do setor público. Também exerceram muito pouca influência sobre a maneira pela qual o Governo distribuíu os recursos que tinha sob seu controle, e que na maioria se dirigiram para o próprio setor público. Nos casos em que empresas particulares foram beneficiadas, tratava-se de *indústrias de base* no setor privado, p. ex., metalúrgica, cimento, produtos químicos — que se encaixavam nas próprias prioridades do Governo. As indústrias mais antigas e estabelecidas como as de têxteis e produtos alimentares, que se poderia considerar como gozando de ‘direitos adquiridos’, quase nada receberam.”³⁵

Há, naturalmente, outros argumentos “potencialmente” válidos para a estratégia de indústria de base, intensivas em capital substituição de importações (tais como externalidades, economias de escala e mudança tecnológica). Todavia, a eliminação ou enfraquecimento de argumentos mais espúrios contra a consecução de maior igualdade atribui evidentemente um ônus mais pesado sobre os argumentos que permanecem, um ônus difícil de suportar.

³⁵ Leff (p. 53). Note-se que Leff se equivoca ao declarar que as indústrias tradicionais nada receberam. A indústria têxtil, como se viu, recebeu amplo financiamento, embora fosse um setor estagnado. Aparentemente tinha peso nos círculos políticos. Além disso, os setores públicos eram exclusivamente de infra-estrutura social básica, com recursos do BNDE aplicados ao transporte (29%), aço (36%), e eletricidade (32%), num total de 98% dos recursos do BNDE entre 1952 e 1962. Do mesmo modo, créditos comerciais estrangeiros reservaram-se principalmente para as indústrias de base: eletricidade (16%), aço (16%), automóveis (23%), produtos químicos e metais (31%), ferrovias, petróleo e linhas aéreas (13%), um total de US\$ 2,18 bilhões, embora não se tratasse exclusivamente de indústrias de base sociais.

Tabela 8

Resultados da simulação II:

Capital requerido: cálculos em Cr\$ 1.000,00 de 1954, coeficiente de Gini = 0,35 e 0,20

| Setores | Produção simulada | | Produção real 1954 | Δ Produção 1954-64 | | Coeficientes Capital/ produto | Capital requerido 1954-64 | | Capital médio requerido Br. I Gini = 0,35 |
|---|-------------------|-------------|--------------------|---------------------------|-------------|-------------------------------|---------------------------|-------------|---|
| | Gini = 0,35 | Gini = 0,20 | | Gini = 0,35 | Gini = 0,20 | | Gini = 0,35 | Gini = 0,20 | |
| Agricultura | 247.701 | 259.253 | 123.014 | 124.687 | 136.239 | 0,985 | 122.817 | 134.195 | 280.047 |
| Energia elétrica | 9.130 | 8.664 | 4.564 | 4.566 | 4.100 | 3,429 | 15.657 | 14.059 | 35.047 |
| Comércio | 133.299 | 134.299 | 67.826 | 65.473 | 66.473 | 0,839 | 54.932 | 55.932 | 125.184 |
| Construção | 83.623 | 71.345 | 41.452 | 42.171 | 29.893 | 0,199 | 8.392 | 5.949 | 19.188 |
| Serviços | 207.998 | 209.359 | 103.008 | 104.990 | 106.351 | 1,724 | 181.003 | 183.349 | 420.364 |
| Minerais não-metálicos | 21.122 | 18.891 | 10.519 | 10.693 | 8.372 | 0,754 | 7.995 | 6.312 | 18.227 |
| Têxtil | 81.544 | 84.461 | 38.122 | 43.422 | 46.339 | 0,730 | 31.698 | 33.827 | 72.254 |
| Papel e papelão | 12.173 | 12.253 | 6.252 | 5.921 | 6.001 | 0,878 | 5.199 | 5.269 | 11.854** |
| Produtos alimentares | 93.933 | 98.544 | 51.715 | 42.218 | 46.829 | 0,626 | 26.428 | 29.315 | 69.287 |
| Fumo | 5.246 | 5.472 | 2.792 | 2.454 | 2.680 | 0,237 | 582 | 635 | 1.325 |
| Madeira | 14.148 | 14.789 | 6.541 | 7.607 | 8.248 | 0,878 | 6.679 | 7.242 | 15.229 |
| Química, prod. farmacêuticos e medic. | 46.381 | 44.182 | 22.927 | 23.454 | 21.255 | 0,642 | 15.057 | 13.646 | 34.313 |
| Vestuário, calçados e artef. de tecidos | 19.143 | 20.419 | 8.753 | 10.390 | 11.666 | 0,687 | 7.138 | 7.490 | 16.260 |
| Borracha | 8.306 | 7.217 | 4.302 | 4.005 | 2.915 | 0,474 | 1.898 | 1.382 | 4.329 |
| Editorial e gráfico | 9.651 | 8.656 | 4.811 | 4.840 | 3.845 | 1,239 | 5.997 | 4.764 | 13.668 |
| Mobiliário | 8.905 | 9.308 | 4.117 | 4.788 | 5.191 | 0,878 | 4.204 | 4.558 | 9.586 |
| Metalúrgica | 36.297 | 31.344 | 20.772 | 15.525 | 10.572 | 1,150 | 17.854 | 12.158 | 40.691 |
| Mineração | 4.431 | 4.155 | 2.162 | 2.269 | 1.993 | 1,884 | 4.275 | 3.755 | 9.745 |
| Mat. elétrico e de comunicações | 10.811 | 8.516 | 6.014 | 4.797 | 2.502 | 0,397 | 1.904 | 993 | 4.346 |
| Produtos de matérias plásticas | 3.639 | 3.392 | 1.885 | 1.754 | 3.204 | 0,474 | 831 | 1.519 | 1.896 |
| Mecânica | 9.485 | 6.606 | 4.378 | 5.107 | 2.228 | 0,966 | 4.933 | 2.152 | 11.251 |
| Couros e peles e produtos similares | 6.972 | 7.437 | 3.188 | 3.784 | 4.249 | 0,687 | 2.600 | 2.919 | 5.922 |
| Material de transporte | 6.710 | 5.184 | 4.773 | 1.923 | 406 | 0,744 | 1.431 | 302 | 3.261 |
| Total | 1.078.639 | 1.073.746 | 190.887 | 887.752 | 882.859 | | 529.504 | 530.042 | 1.214.910 |

Resultados da simulação II:
Efeitos da variação do efeito Gini (0,35 e 0,20) sobre o
emprego e a produção
Em Cr\$ 1.000,00 de 1953

| Setores | Produção real (1954) | Taxa de crescimento Coef. Gini = 0,35 | Produção simulada (1964) Coef. Gini = 0,35 (1) | Taxa de crescimento Coef. Gini = 0,20 | Produção simulada (1964) Coef. Gini = 0,20 (2) | Razões reais (1964) Produto/trabalha- dores (3) | Trabalho simulado (1964) | | Produção real (1964) | Trabalho real (1964) |
|--|----------------------|--|--|--|--|---|----------------------------------|----------------------------------|----------------------|----------------------|
| | | | | | | | Coef. Gini = 0,35 [(1) × (3)] | Coef. Gini = 0,20 [(2) × (3)] | | |
| Agricultura | 123.014 | 0,0725 | 247.701 | 0,0774 | 259.253 | 66,953 | 16.584.325 | 17.357.766 | 185.438 | 12.415.600 |
| Energia elétrica | 4.564 | 0,0718 | 9.130 | 0,0662 | 8.664 | 9,477* | 86.525 | 82.109 | 9.933 | 94.135 |
| Comércio | 67.826 | 0,0699 | 133.299 | 0,0707 | 134.299 | 12,943* | 1.725.289 | 1.738.232 | 117.441 | 1.520.039 |
| Construção | 41.452 | 0,0727 | 83.623 | 0,0558 | 71.345 | 13,899* | 1.162.276 | 991.624 | 64.576 | 897.542 |
| Serviços | 103.008 | 0,0728 | 207.998 | 0,0735 | 209.359 | 46,765 | 9.727.026 | 9.790.673 | 188.431 | 8.812.000 |
| Minerais não-metálicos | 10.519 | 0,0722 | 21.122 | 0,0603 | 18.891 | 6,087 | 128.570 | 114.990 | 23.969 | 145.895 |
| Têxtil | 38.122 | 0,0790 | 81.544 | 0,0828 | 84.461 | 5,928 | 483.393 | 500.685 | 57.758 | 342.364 |
| Papel e papelão | 6.252 | 0,0689 | 12.173 | 0,0696 | 12.253 | 4,142 | 50.420 | 50.752 | 12.067 | 49.981 |
| Prod. alimentares | 51.715 | 0,0615 | 93.933 | 0,0666 | 98.544 | 2,547 | 239.427 | 250.992 | 105.148 | 267.818 |
| Fumo | 2.792 | 0,0651 | 5.246 | 0,0696 | 5.472 | 2,697 | 15.565 | 16.235 | 5.191 | 15.451 |
| Madeira | 6.541 | 0,0802 | 14.148 | 0,0850 | 14.789 | 7,669 | 108.884 | 113.417 | 9.954 | 76.339 |
| Química, prod. farmacêuticos e medicinais | 22.927 | 0,0730 | 46.381 | 0,0678 | 44.182 | 1,469 | 91.324 | 86.994 | 69.557 | 136.957 |
| Vestuário, calçados e artefatos de tecidos | 8.753 | 0,0814 | 19.143 | 0,0884 | 20.419 | 6,428 | 123.051 | 131.253 | 14.640 | 94.110 |
| Borracha | 4.302 | 0,0680 | 8.306 | 0,0531 | 7.217 | 2,627 | 21.820 | 18.959 | 10.041 | 26.379 |
| Editorial e gráfico | 4.811 | 0,0721 | 9.651 | 0,0605 | 8.656 | 7,828 | 75.548 | 67.759 | 8.137 | 63.693 |
| Mobiliário | 4.117 | 0,0802 | 8.905 | 0,0850 | 9.308 | 7,182 | 63.956 | 66.850 | 6.988 | 50.189 |
| Metalúrgica | 20.772 | 0,0574 | 36.297 | 0,0420 | 31.344 | 4,693 | 170.342 | 147.097 | 53.398 | 250.578 |
| Mineração | 2.162 | 0,0744 | 4.431 | 0,0675 | 4.155 | 5,042 | 22.341 | 20.950 | 7.503 | 37.830 |
| Mat. elétrico e de comunicações | 6.014 | 0,0604 | 10.811 | 0,0354 | 8.515 | 3,207 | 34.671 | 27.310 | 26.467 | 84.791 |
| Produtos de matérias plásticas | 1.885** | 0,0680 | 3.639 | 0,0531 | 3.392 | 3,917 | 14.254 | 13.286 | 6.244 | 24.458 |
| Mecânica | 4.378 | 0,0551 | 7.485 | 0,0420 | 6.606 | 5,567 | 41.669 | 36.776 | 13.958 | 77.707 |
| Couros e peles e produtos similares | 3.188 | 0,0814 | 6.972 | 0,0884 | 7.437 | 5,894 | 41.093 | 43.834 | 3.986 | 23.493 |
| Material de transporte | 4.778 | 0,0344 | 6.701 | 0,0882 | 5.184 | 3,119 | 20.900 | 16.169 | 45.241 | 141.098 |
| Total | 541.270 | | 1.078.539 | | 1.073.746 | | 31.032.489 | 31.684.712 | 1.046.075 | 25.648.567 |

* Para 1960 emprego/produção

** Valores estimados.

Tabela 10
 Simulação I: lucros retidos e crédito disponível, crédito necessário
 e excesso de crédito para a formação de capital
 Em Cr\$ 1.000,00 de 1953

| Setores | Lucros retidos (total) 1954-64 (1) | % dos lucros retidos usados na formação do capital fixo* (2) | Lucros retidos disponíveis para a formação de capital [(1)x(2)] (3) | Crédito total 1954-64 (4) | % do crédito usado na formação do capital fixo* (5) | Crédito disponível para a formação de capital [(4)x(5)] (6) | Capital requerido (7) | | Crédito necessário (8) | |
|---|--|---|--|------------------------------------|---|---|--------------------------|---------------|---------------------------|---------------|
| | | | | | | | Gini =0,35 | Gini =0,20 | Gini =0,35 | Gini =0,20 |
| Agricultura | 98.832 | 0,232 ¹ | 22.929 | 83.824 | 0,725 ¹ | 60.772 | 122.817 | 134.195 | 99.888 | 111.266 |
| Energia elétrica | 3.955 | 0,232 ¹ | 918 | 5.174 | 0,725 ¹ | 3.751 | 15.657 | 14.059 | 14.739 | 13.141 |
| Comércio | 272.084 | 0,232 ¹ | 63.123 | 110.450 | 0,725 ¹ | 80.076 | 54.932 | 55.771 | -8.191 | -7.352 |
| Construção | 4.288 | 0,232 ¹ | 995 | 167.786 | 0,725 ¹ | 121.645 | 8.392 | 5.949 | 7.397 | 4.954 |
| Serviços | 204.979 | 0,232 ¹ | 47.555 | 272.518 | 0,725 ¹ | 196.850 | 342.057 | 346.492 | 294.502 | 298.937 |
| Minerais não-metálicos | 3.092 | 0,232 ¹ | 717 | 4.807 | 0,725 ¹ | 3.485 | 7.995 | 6.312 | 7.278 | 5.595 |
| Têxtil | 22.574 | 0,160 | 3.612 | 44.677 | 0,656 | 29.308 | 31.698 | 33.827 | 28.086 | 30.215 |
| Papel e papelão | 3.023 | 0,260 | 786 | 6.176 | 0,123 | 760 | 5.199 | 5.269 | 4.413 | 4.483 |
| Produtos alimentares | 27.619 | 1,00 | 27.619 | 63.801 | -0- | -0- | 26.428 | 29.315 | -1.191 | 1.696 |
| Fumo | 5.364 | 0,103 | 552 | 4.062 | 0,320 | 1.300 | 582 | 635 | 30 | 83 |
| Madeira | 4.743 | 0,052 | 247 | 6.474 | 0,321 | 2.078 | 6.679 | 7.242 | 6.432 | 6.995 |
| Química, prod. farmacêuticos e medicinais | 14.065 | 0,335 | 4.712 | 33.868 | 0,190 | 6.435 | 15.057 | 13.646 | 10.345 | 8.934 |
| Vestuário, calçados e artigos de tecidos | 8.250 | 1,00 | 8.250 | 11.000 | -0- | -0- | 7.138 | 7.490 | -1.112 | -760 |
| Borracha | 4.886 | 0,199 | 972 | 7.648 | 0,625 | 4.780 | 1.898 | 1.382 | 926 | 410 |
| Editorial e gráfico | 2.740 | 0,522 | 1.430 | 12.805 | -0- | -0- | 5.997 | 4.764 | 4.567 | 3.334 |
| Mobiliário | 1.643 | 0,525 | 862 | 3.568 | -0- | -0- | 4.204 | 4.558 | 3.342 | 3.696 |
| Metalúrgica | 29.297 | -0- | -0- | 46.200 | 0,789 | 36.452 | 17.854 | 12.158 | 17.854 | 12.158 |
| Mineração | 14.851 | 0,148 | 2.198 | 15.578 | 0,509 | 7.929 | 4.275 | 3.755 | 2.077 | 1.557 |
| Material elétrico e de comunicações | 7.017 | 0,330 | 2.316 | 19.206 | 0,239 | 4.590 | 1.904 | 993 | -412 | -1.323 |
| Prod. de matérias plásticas | 43.778 | -0- | -0- | 70.194 | 1,00 | 70.194 | 831 | 1.519 | 831 | 1.519 |
| Mecânica | 9.114 | 0,376 | 3.427 | 26.189 | 0,61 | 15.975 | 4.933 | 2.152 | 1.506 | 1.275 |
| Couros e peles e produtos similares | 1.852 | 0,088 | 163 | 3.324 | 0,689 | 2.290 | 2.600 | 2.919 | 2.437 | 2.756 |
| Material de transporte | 14.265 | -0- | -0- | 66.808 | 0,940 | 62.800 | 1.431 | 302 | 1.431 | 302 |
| Total | 802.311 | | 193.383 | 1.131.703 | | 711.470 | 690.558 | 693.185 | 497.141 | 499.802 |

* Resultados da regressão:

Crédito real — crédito necessário: Total do excesso do crédito. Gini = 0,35; Gini = 0,20.

Cr\$ 214.329 bilhões; Cr\$ 202.233 bilhões.

% do Total: (30,1%) (29,8%).

Simulação II: crédito necessário e excesso de crédito disponível
Em Cr\$ 1.000,00 de 1953

| Setores | Variação da produção 1954—1964 | | Capital/ produto | Capital adicional requerido (real) | Capital requerido 1954—1964 | | Lucros retidos disponíveis para a formação de capital (7) | Crédito necessário | | Crédito real disponível para a formação de capital* (10) |
|--|-----------------------------------|----------------|---------------------|---|--------------------------------|--------------------------|---|--------------------------|------------------------|--|
| | Gini = 0,35 | Gini = 0,20 | | | Gini = 0,35 [(1)×(3)] | Gini = 0,20 [(2)×(3)] | | Gini = 0,35 [(5)–(7)] | Gini = 0,20 (6)–(7) | |
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | | (8) | (9) | |
| Agricultura | 124.687 | 136.239 | 1,127 | 184.537 | 140.522 | 153.541 | 22.929 | 117.593 | 130.612 | 60.772 |
| Energia elétrica | 4.566 | 4.100 | 3,921 | 23.515 | 17.903 | 16.076 | 918 | 16.985 | 15.158 | 3.751 |
| Comércio | 65.473 | 66.473 | 0,959 | 82.496 | 62.789 | 63.748 | 63.123 | — 334 | 625 | 80.076 |
| Construção | 42.171 | 29.893 | 0,228 | 12.651 | 9.615 | 6.816 | 995 | 8.620 | 5.821 | 121.645 |
| Serviços | 104.990 | 106.351 | 3,358* | 438.333* | 352.556 | 357.127 | 47.555 | 350.001 | 309.572 | 196.850 |
| Minerais não-metálicos | 10.603 | 8.372 | 1,233 | 17.177 | 13.073 | 10.323 | 717 | 12.356 | 9.606 | 3.485 |
| Têxtil | 43.422 | 46.339 | 0,890 | 50.804 | 34.394 | 41.242 | 3.612 | 30.782 | 37.630 | 29.308 |
| Papel e papelão | 5.921 | 6.001 | 0,875 | 6.809 | 5.181 | 5.251 | 786 | 4.395 | 4.465 | 760 |
| Prod. alimentares | 42.218 | 48.829 | 0,639 | 35.463 | 26.977 | 29.924 | 27.619 | — 642 | 2.305 | —0— |
| Fumo | 2.454 | 2.680 | 0,472 | 1.521 | 1.158 | 1.265 | 552 | 606 | 713 | 1.300 |
| Madeira | 7.607 | 8.248 | 0,875 | 8.748 | 6.656 | 7.217 | 242 | 6.409 | 6.970 | 2.078 |
| Química, prod. farmacêuticos e medicinais | 23.454 | 21.255 | 0,852 | 26.268 | 19.983 | 18.109 | 4.712 | 15.271 | 13.397 | 6.435 |
| Vestuário, calçados e artefatos de tecidos | 10.390 | 11.666 | 0,495 | 6.754 | 5.143 | 5.775 | 8.250 | — 3.107 | — 2.475 | —0— |
| Borracha | 4.005 | 2.915 | 0,449 | 2.363 | 1.798 | 1.309 | 1.309 | 972 | 826 | 337 |
| Editorial e gráfico | 4.840 | 3.845 | 1,043 | 6.631 | 5.048 | 4.010 | 1.430 | 3.618 | 2.580 | —0— |
| Mobiliário | 4.788 | 5.191 | 0,875 | 5.506 | 4.190 | 4.542 | 862 | 3.328 | 3.680 | —0— |
| Metalúrgica | 15.525 | 10.572 | 0,967 | 19.717 | 15.013 | 10.223 | —0— | 15.013 | 10.223 | 36.452 |
| Mineração | 2.269 | 1.993 | 2,154 | 0.421 | 4.887 | 4.293 | 2.198 | 2.689 | 2.095 | 7.929 |
| Mat. elétrico e de comunicações | 4.797 | 2.502 | 0,807 | 5.085 | 3.871 | 2.019 | 2.316 | 1.555 | — 297 | 4.590 |
| Prod. de matérias plásticas | 1.754 | 3.204 | 0,449 | 1.035 | 788 | 1.438 | —0— | 788 | 1.438 | 70.194 |
| Mecânica | 5.107 | 2.228 | 1,401 | 9.397 | 7.155 | 3.121 | 3.427 | 3.728 | — 306 | 15.975 |
| Couros e peles e produtos similares | 3.784 | 4.249 | 0,495 | 2.460 | 1.873 | 2.103 | 163 | 1.710 | 1.940 | 2.290 |
| Material de transporte | 1.923 | 406 | 1,264 | 3.192 | 2.431 | 513 | —0— | 2.431 | 513 | 62.800 |
| Total | 887.752 | 882.859 | | 93.137** | 743.004 | 749.985 | 193.393 | 549.621 | 556.602 | 711.470 |

* Usando os coeficientes de regressão.

** Das razões/2 de Serviços e transporte e comunicações, pois os dados conjunturais incluem ambas.

Crédito excedente = crédito real-crédito necessário. Gini = 0,35; Gini = 0,20. Cr\$ 161.859 bilhões; Cr\$ 154.868 bilhões.

% do total (22,7%) (21,3%); % do déficit federal (72,7%) (70,2%).

Obs.: O coeficiente de serviços deve ser pelo menos 3,848 para os créditos reais = crédito necessário (Gini = 0,35).

Total 621.542 utilizando capital/produto de serviços 1,15; crédito necessário = 428.154.

Fonte: Idem, tab. 10.

9. Conclusão

Aqui foram empiricamente comprovadas algumas características importantes do financiamento inflacionário da industrialização brasileira. Outras não o foram. Os subsídios foram muito grandes. Uma poucas indústrias dominaram o mercado creditício. Ao contrário de observações anteriores, essas indústrias não eram todas de base. Rendimentos de fatores foram desviados para grupos de alta renda via investimentos de retorno mais elevados, subsídios e favorecimento à produção de bens intensivos em mão-de-obra qualificada. Tal como a produção foi desviada no sentido do uso intensivo de capital, também o consumo sofreu desvio semelhante (recipientes de rendas mais altas contavam com mais altas elasticidades em relação à renda para esses produtos). A substituição de importações foi intensiva em capital. Fixou-se preço excessivamente baixo para o capital e excessivamente alto para o trabalho, o que resultou numa má repartição de renda de ambos os fatores.

O crédito foi um dos principais instrumentos para a obtenção do crescimento acelerado no período. As taxas de juro, tornadas negativas pelas crescentes taxas de inflação, provocaram enormes transferências de renda no setor privado por intermédio das autoridades monetárias em direção às indústrias favorecidas. Do mesmo modo, transferiram-se fundos de bancos comerciais para empresas às custas dos depositantes e do público em geral. Encorajou-se a expansão da produção, inclusive nas indústrias básicas e intensivas em capital. Todavia, outras indústrias tradicionais — têxteis, por exemplo — receberam parcelas desproporcionais de crédito mas permaneceram estagnadas, tal como ocorreu com mineração, equipamentos e instrumentos.

Houve também outras ineficiências. O capital de giro líquido foi subsidiado, tal como a especulação com estoques, e, dada a fungibilidade do crédito os investimentos especulativos em terras e construção urbana também foram subsidiados. Todavia, os resultados da análise de regressão comprovaram para nossa surpresa que o crédito das autoridades monetárias foi utilizado integralmente para investimentos de capital fixo.

As simulações mostraram que as extraordinárias alterações na distribuição do emprego e da renda foram coerentes com as elasticidades em relação à renda e com as taxas de poupança, a taxas de crescimento ainda mais altas. Porém, seriam necessárias mudanças reais no sentido da produção menos intensiva em capital, de bens menos duráveis e menos supérfluos, bem como no da indústria menos moderna. Sem dúvida, isso

poderia não ser visto como vantajoso pelas elites que formularam as políticas econômicas. Teria sido, porém, preferível uma conciliação entre as duas estratégias. Tanto a estabilidade econômica como a política teriam sido grandemente fortalecidas por uma estratégia de maior emprego e igualdade de renda.

Nem o modelo do entrave estrutural nem o de alto crescimento com desigualdade crescente fornece um retrato “fiel adequado” do período anterior a 1964. A explicação do modelo de entrave estrutural enfatiza a falta de demanda real com a exclusão de outros fatores, ao mesmo tempo que acentua erradamente diferenças entre capital e trabalho que não existem na indústria quando se incluem tanto o trabalho direto quanto o indireto. Mas o modelo alternativo ignora os ganhos significativos que poderiam originar-se da concessão de crédito e de investimentos aos setores não-industriais.

Apêndice

Metodologia para as simulações de crédito

Objetivo

O objetivo é a distribuição de crédito não-bancário aos 23 setores em observação, segundo as necessidades de capital fixo bruto geradas pelas taxas simuladas de crescimento do setor, determinadas pelos coeficientes de Gini para consumo em $Gini = 0,35$ e $0,20$. O período em estudo é de 1954 a 1964. Admite-se que o capital necessário para as simulações é o exigido para cobrir a diferença entre a produção simulada de 1964 e a produção real inicial de 1954. Admite-se que o capital necessário pode provir ou de lucros retidos ou de crédito não-bancário. Todo o crédito dos bancos comerciais é apresentado em milhões de cruzeiros de 1953.

Passo 1

Obtiveram-se dados sobre a produção dos 23 setores em 1954, a maioria dos quais foi extraída diretamente do *Anuário Estatístico do Brasil* ou estimada a partir de índices de produção calculados pela Fundação Getúlio Vargas.¹

Passo 2

As taxas de crescimento de setor para os coeficientes de consumo de Gini, $0,35$ e $0,20$, foram aplicadas à produção-base de 1954, e compostas até 1964. Conseguiram-se duas cifras de produção simulada para 1964, uma para $Gini = 0,35$ e outra para $Gini = 0,20$.

Passo 3

Conseguiu-se o aumento na produção desde 1954 até a produção simulada de 1964 para ambos os Ginis.

¹ Contas nacionais do Brasil. *Revista Brasileira de Economia*, vários números.

Passo 4

O capital necessário para o aumento na produção foi então estimado para cada setor para ambos os Ginis mediante a razão de capital/produção.

Passo 5

Obtiveram-se em vários números da *Conjuntura Económica* os montantes reais dos lucros retidos e créditos não-bancários para o período de 1954 a 1964. O crédito concedido ao setor agrícola foi retirado de Tandler.² Como não haviam dados sobre lucros retidos para o setor agrícola, essas cifras foram estimadas subtraindo-se dos requisitos totais de capital necessários à produção agrícola (estimado com base na produção agrícola real de 1964) o total de crédito disponível a este setor.

Passo 6

Como os dados sobre lucros retidos e crédito não-bancário em *Conjuntura* incluem apenas as sociedades anônimas, faz-se a estimativa desses dados para os outros setores, da seguinte maneira:

Primeiro, encontrou-se a razão sociedades anônimas/total de empresas, mediante a utilização de cifras médias computadas do Recenseamento Industrial de 1960 e do Recenseamento do Comércio e Serviços de 1959 para sete cidades. Dividiram-se, então, os lucros retidos e o crédito não-bancário pela razão sociedades anônimas/total de empresas para cada setor a fim de se obter a estimativa do total dos lucros retidos e créditos não-bancários.

Segundo, admitiu-se que as outras empresas não tiveram tanto êxito quanto as sociedades anônimas na obtenção de créditos não-bancários. Nos setores dos serviços e do comércio, onde quase todas as empresas não são sociedades anônimas e, presumivelmente, são pequenas, admitiu-se que as outras empresas conseguiram 10% dos créditos concedidos às sociedades anônimas (por exemplo, se as sociedades anônimas correspondem a 50% de todas as firmas e receberam créditos totais de Cr\$ 100 mil, então o outro setor corresponde a 50% das firmas e recebeu créditos totais de Cr\$ 10 mil). Para os restantes 21 setores, admitiu-se que o outro setor obteve 50% dos créditos das sociedades anônimas.

² Tandler, Judith. *Agriculture credit in Brazil*. AID, 1969.

Terceiro, a depreciação do capital no período de 10 anos deve ser calculada. Admitindo-se uma depreciação linear nos 10 anos, a disponibilidade de crédito reduziu-se de cerca de 50%. Como os lucros retidos são calculados depois de se computar a depreciação, esse ajuste não foi necessário para os lucros retidos. Entretanto, estimaram-se os lucros retidos para o setor que não incluía as sociedades anônimas da mesma maneira que os créditos não-bancários, com a exceção de que não se fizeram ajustes especiais para os setores do comércio e de serviços.

Passo 7

Os coeficientes da regressão setorial dos lucros retidos e créditos não-bancários como da formação de capital fixo na tabela 5 foram então utilizados. Os lucros retidos e créditos não-bancários disponíveis foram ajustados à sua utilização real na contribuição para a formação de capital fixo. Admitiu-se que os coeficientes negativos eram zero nesses vários casos anômalos.

Passo 8

Para cada setor, os lucros retidos disponíveis para a formação de capital fixo foram subtraídos do capital necessário para $Gini = 0,35$ e para $Gini = 0,20$. As cifras resultantes foram o crédito necessário para cada setor para a mudança simulada na produção em 1954-64 requerida para produzir o consumo nos respectivos níveis de Gini.

Abstract

The present paper is concerned with the developing countries search for industrialization. The ways founded to accelerate the industrial expansion (subsidies, inflationary financing, protective measures), however effective, generate questions in terms of social costs, income distribution and sectorial disequilibrium. The gains of growth may not be widely distributed. Brazil's experience is used here to examine such questions. Alternatives policies and theirs implications for income distribution are also considered.

Bibliografia

Baasch & Kybal. *Capital markets in Latin America*. New York, Praegu, 1970.

Baer et alii. *Profit illusion and policy-marking in an inflationary economy*. 1965 (Oxford Economic Papers).

Christoffersen, Leif E. Taxas de juros e a estrutura de um sistema de bancos comerciais em condições inflacionárias — o caso do Brasil. *Revista Brasileira de Economia*, Rio de Janeiro, Fundação Getulio Vargas, 23 (2), abr./jun. 1969.

Fishlow, A. Some reflection on post — 1964 Brazilian economic policy. In: Stepan, A., ed. *Authoritarian Brazil*. New Haven, Conn. Yale University Press, 1973.

Georgescu-Roegen. Structural inflation lock and balanced growth. *Economies et Societies, Cahiers de l'ISEA*, 4 (3), Mar. 1970.

Goldsmith, R. S. *Financial structure and development*. New Haven, Yale University Press, 1969.

Leff, N. *Economic policy-making in Brazil*. Cambridge, Mass., Harvard University Press, 1968.

Lopes, F. L. de. *Inequality planning in the developing economy*. Tese de doutoramento, Harvard University, June 1972.

Morley, Samuel. Inflation and stagnation in Brazil. *Economic development and cultural change*. 1972.

Morley & Smith. The effects of changes in the distribution of income on labor, foreign investment and growth in Brazil. In: Stepan, A., ed. *Authoritarian Brazil*. New Haven, Conn., Yale University Press, 1973.

Ness, Jr. *Financial markets innovation as a development strategy: initial results from the Brazilian experience*. New York University, 1972 (Paper Series, n. 72/75).

Reynolds, C. W. The use of flow of funds in the study of Latin American capital markets. 1973. mimeogr.