

O ciclo econômico do Regime Militar no Brasil (1964-1985)

The economic cycle of the Military Regime in Brazil (1964-1985)

DOI: <https://doi.org/10.26694/3753>

José Henrique Bassi Souza Sperancini¹
Paulo Pio Dantas²

Resumo: Este trabalho faz uma leitura econômica do regime militar brasileiro sob a modelagem da teoria austríaca dos ciclos econômicos. Neste período, o dirigismo estatal deu início a um ciclo que passou do “milagre” econômico à crise dos anos 1980 e a um processo inflacionário difícil de ser controlado. As constantes intervenções do governo no sistema econômico a fim de promover investimentos, acelerar o crescimento, estimular setores “prioritários” ou alterar as respostas dos agentes às mudanças dos mercados externos estão entre as causas do processo inflacionário que marcaram o fim desse período da história brasileira.

Palavras-Chave: Economia Brasileira; Governo Militar; Escola Austríaca.

Abstract: This paper makes an economic reading of the Brazilian military regime under the model of the Austrian theory of business cycles. During this period, state dirigisme began a cycle that went from the economic “miracle” to the crisis of the 1980s and to an inflationary process that was difficult to control. The government’s constant interventions in the economic system in order to promote investments, accelerate growth, stimulate “priority” sectors or change agents’ responses to changes in foreign markets are among the causes of the inflationary process that marked the end of this period of Brazilian history.

Keywords: Brazilian Economy; Military Government; Austrian School.

Artigo recebido em 6/12/2021. Aceito em 30/12/2022.

¹ Doutor em Política Científica e Tecnológica pelo PPG-PCT/IGE/UNICAMP. Professor do Centro de Engenharia, Modelagem e Ciências Sociais Aplicadas e do mestrado em Ciências Econômicas da Universidade Federal do ABC (UFABC) e integrante do Núcleo Interdisciplinar de Neurociência Aplicada (Nina) da UFABC.
E-mail: josehenrique.souza@ufabc.edu.br; ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-7846-6711>

² Graduado em Economia pela Universidade UFABC. Auditor da Contadoria e Auditoria-Geral do Estado (Cage).
E-mail: paulopdantas@hotmail.com; ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-3025-6459>

Introdução

A crise econômica entre 2014 e 2016 realçou a importância da compreensão a respeito do ciclo econômico (BARROS; STAMM; CYPRIANO, 2021). A resposta da modelagem austríaca, em especial, ganhou grande interesse (NORI; BERNARDO; MEYER, 2019; BERNARDO, 2020). Por serem fenômenos danosos, geralmente, gerados por governos, os ciclos econômicos devem ser estudados para ampliar a convicção sobre a responsabilidade da gestão macroeconômica. Esse artigo resgata um importante momento da história econômica brasileira. O período entre 1964 e 1985, marcado por contrastes. Iniciou com uma política de contenção dos preços, mas logo passou a admitir uma convivência cada vez mais perigosa com a inflação. Os avanços na estrutura produtiva com crescimento econômico durante o “milagre” (OLIVEIRA; BASTOS, 2020), deu lugar à recessão e à “década perdida”. O que deu errado?

Para Franco (1999, p. 117-118), do ponto de vista mais panorâmico do período,

“o modelo brasileiro de substituição de importações conduzido pelo Estado e financiado pela poupança extraída por meio da inflação de fato nos permitiu taxas de crescimento elevadas enquanto se mantiveram altas as taxas de investimento público. A ênfase na inflação e na auto-suficiência, todavia, produziu uma atmosfera de negócios prejudicial à competitividade e ao dinamismo tecnológico [...]. As conseqüências desse processo no terreno distributivo, e com respeito à competitividade, teriam sido as piores possíveis”.

Para Baer (2011), o período militar foi marcado por aumento da intervenção do Estado na economia. Devido “[...] aos elaborados mecanismos de controle do Estado, a alocação de recursos foi mais um resultado das políticas governamentais do que de forças do mercado”. É a partir desta variável-chave que o presente trabalho entende os rumos da economia durante o regime militar. A teoria austríaca dos ciclos econômicos (TACE) questiona a capacidade de os governos melhorarem os resultados econômicos obtidos pelo livre mercado (BOETKE, 2010). As proposições que conduzem a essa conclusão serão brevemente explicadas na segunda seção deste trabalho.

A terceira seção divide o período estudado em quatro fases distintas. A primeira, correspondente ao governo Castelo Branco (1964-1966) e seu Plano de Ação do Governo (Paeg). A segunda, a fase do “milagre” dos governos Costa e Silva e Médici (1967-1973). A terceira, referente ao governo Geisel (1974-1978). Por fim, no governo Figueiredo (1979-1984), uma tentativa de retomar o “milagre” através de uma nova expansão monetária antecipa a aceitação da implosão do ciclo econômico e da necessidade de enfrentar a recessão.

Conclui o texto que as principais políticas que guiaram a economia do país durante os governos militares estão na raiz do padrão de crescimento econômico dos anos 1970 e na crise da década seguinte. Notadamente, podemos lembrar, a convivência com níveis crescentes de inflação, a ampla expansão do crédito, o controle direto dos preços e das importações, as manipulações do câmbio, o protecionismo tarifário e a participação na atividade produtiva através das estatais.

1 A abordagem austríaca do ciclo econômico

A economia é um sistema complexo de criação riqueza na qual os agentes, interagindo no mercado, experimentam, testam e adquirem conhecimento para executar projetos e atingir objetivos individuais. O conhecimento adquirido pelos empresários é um dos pontos de partida para entender o comportamento das empresas. As informações transmitidas pelo sistema de preços ajudam na coordenação entre os distintos planos individuais. E é, justamente, na perda da capacidade de coordenação pelo sistema de preços livres que Mises (1953, 2010) e Hayek (1967, 1975) identificam a origem das crises e dos ciclos econômicos. Assim questionam a capacidade de o estado melhorar os resultados da atividade econômica. Identificam na manipulação do mercado de crédito, a fonte das distorções que originam o ciclo econômico. A expansão do crédito bancário, sem um prévio aumento da poupança, reduz artificialmente os juros estimulando investimentos ambiciosos e insustentáveis (SOTO, 2012). Resulta dessa manipulação uma crise ou uma redução da taxa de crescimento econômico potencial. Mas, do “axioma da ação humana” à TACE existem três elementos fundamentais: a teoria do capital, o sistema de preços e a não-neutralidade da moeda.

A produção é um processo sequencial no qual recursos de *ordem superior* (bens de capital) são transformados em bens de *ordem inferior* (bens de consumo). Sua estrutura é baseada na coordenação “intertemporal” entre etapas, fazendo com que o valor dos bens finais seja transmitido para aqueles de ordem superior. Como o tempo é escasso, os indivíduos sempre preferem, *ceteris paribus*, atingir um objetivo em um futuro mais próximo possível, resultando na lei da *preferência temporal*, origem do juro. O capital deve ser entendido de acordo com o seu papel nos planos individuais e, sua estrutura, como resultado da coordenação desses planos. Para Böhm-Bawerk (1930), processos produtivos mais longos (que envolvem mais capital) são mais produtivos. Os empresários somente adotarão métodos produtivos mais longos se avaliarem que o valor da produção será maior que o dos insumos acrescido do valor do tempo (HORWITZ, 2000, p. 44).

Para Lachmann (1978), a teoria austríaca enfatiza a heterogeneidade, a complementaridade e a substitutabilidade do capital. Um bem de capital deve ser combinado a outros fatores de produção, assumindo uma relação de *complementaridade* nos planos individuais e na estrutura de capital. Uma máquina não pode ser empregada para qualquer fim, mas somente em um plano no qual “se encaixa”, complementando outros bens de capital. Sua otimização depende das circunstâncias econômicas cambiantes e do conhecimento dos agentes, sempre imperfeito.

Um aumento na produção requer uso adicional de bens de capital, o que exige poupança, e a coordenação das ações e dos planos individuais. Pelo sistema de preços, cada agente adquire informações acerca das valorações subjetivas dos distintos agentes. Ao estabelecer objetivos e planos, o empreendedor depende das informações contidas nos preços. Através deles, saberá qual é a disponibilidade de recursos existente; para elaborar, planejar o melhor curso de ação e identificar os meios mais adequados dos quais fazer uso (MISES, 2010). A intervenção do governo nos preços distorce as informações que os agentes utilizam para atingir seus objetivos (MUELLER, 2014). Tal distorção é especialmente nociva quando ocorre no mercado de crédito. À taxa de juros corresponde o papel de coordenar a *estrutura intertemporal* da economia, isto é, a alocação de recursos entre os estágios de produção. Uma taxa de juros “*natural*” permite a consistência dos planos dos agentes, resultando em um fluxo de bens de capital e de consumo condizente com a preferência de investidores e consumidores (HORWITZ, 2000, p. 54).

Caso os consumidores decidam poupar mais para obter maior consumo futuro, a estrutura de capital se alonga devido ao maior volume de inversões nos estágios mais remotos da produção (ROTHBARD, 2009). A oferta de bens finais aumenta depois do efetivo uso dos novos bens capitais. Se os indivíduos passam a poupar menos, ocorrerá um encurtamento da estrutura de capital, com os fatores de produção movendo-se para os estágios finais de produção. Assim, a taxa de juros prevalecente no mercado de crédito informa sobre a quantidade de recursos disponíveis e qual a rentabilidade relativa de cada estágio produtivo.

A não-neutralidade da moeda ajuda a explicar as distorções na distribuição de renda associadas à inflação. O “dinheiro novo” (papel-moeda ou crédito bancário) nunca entra no sistema econômico de maneira uniforme, mas em um ponto específico do sistema econômico. Entrega imediato poder de compra aos agentes que o recebem, enquanto os preços aumentam à medida que esse “dinheiro novo” percorre o mercado (ROTHBARD, 2009) criando, assim, ganhadores líquidos e perdedores líquidos. Assim, dentre as distorções provocadas pela ação do Estado, a taxa

de juros é crucial devido seu papel central para a coordenação intertemporal da economia. O aumento artificial do crédito falseia as informações transmitidas aos agentes, descoordenando seus planos e a estrutura intertemporal de produção.

2 Análise econômica do regime militar

2.1 Governo Castelo Branco: a estabilização da economia

Em 1964, a inflação mantinha a trajetória crescente iniciada no governo Kubitschek (gráfico 1). O crescimento do PIB, mantido em níveis elevados do pós-guerra até o início dos anos 1960, caíra para meros 0,6% em 1963 (tabela 1). No *front* externo preocupavam as dificuldades com o balanço de pagamentos.

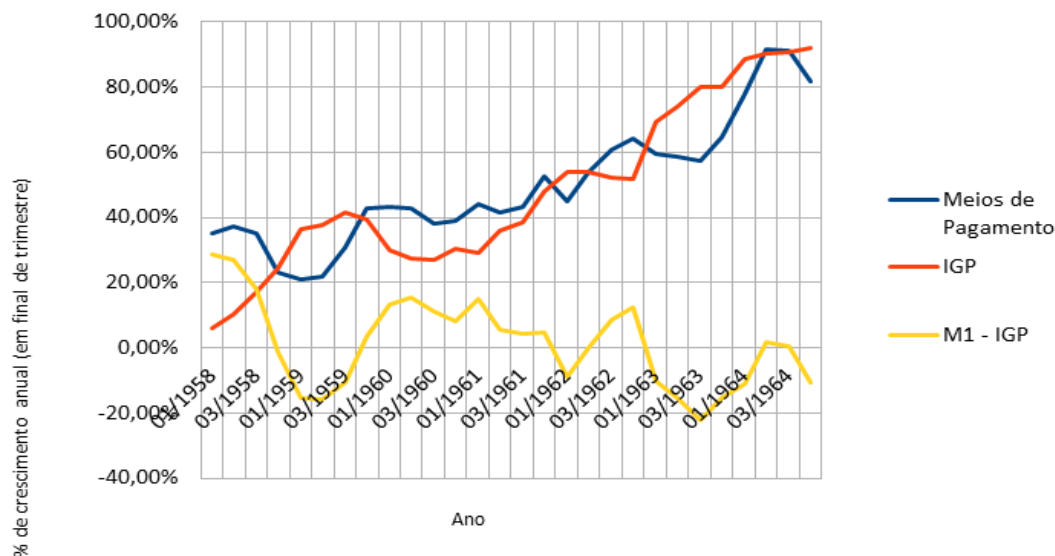
Tabela 1 – Taxas anuais de crescimento do PIB, dos PIBs setoriais e do IPC (1961-67) (% a.a.)

Ano	PIB	Produto Industrial	Produto Agrícola	Produto Serviços	IPC
1961	8,6	11,1	7,6	7,2	33,2
1962	6,6	8,1	0,5	6,3	49,4
1963	0,6	-0,2	1,0	1,4	72,8
1964	3,4	5	1,3	1,4	91,8
1965	2,4	-4,7	12,1	2,2	65,7
1966	6,7	11,7	-1,7	6,6	43,3
1967	4,2	2,2	5,7	5,2	22

Fonte: Abreu (2014).

Para Resende (1982), tais dificuldades impuseram a necessidade de negociar financiamentos com o Fundo Monetário Internacional (FMI) e os Estados Unidos motivando a adoção do Plano Trienal em janeiro de 1963. O plano almejava uma inflação de 10% até 1965 com um crescimento econômico anual de 7%. Propunha reduzir o déficit público, manter um câmbio realista e limitar a expansão do crédito ao montante da elevação dos preços e do PIB.

Na maior parte de 1963, porém, a contenção monetária foi modesta. A “inflação corretiva” (reajuste de tarifas congeladas e eliminação de subsídios) e desvalorização cambial de 30,4% (LARA RESENDE, 1982) e o reajuste de 70% para servidores públicos (BASTIAN, 2013) pressionaram os preços fazendo o IGP-DI disparar (gráfico 1).

Gráfico 1 – Taxa de crescimento anual dos agregados financeiros, 1960-64 (em fim de trimestre)

Fonte: IBGE, Estatísticas Históricas do Brasil (1990). Elaboração dos autores.

Sem reduzir o déficit público e sob pressão do empresariado por mais crédito, o Plano Trienal pereceu sem conter a inflação. Ao final de 1963, a expansão monetária e os preços voltaram a subir (gráfico 1). A inflação voltaria a ser alvo de uma política específica após o movimento militar com a “carta branca” (FISHLOW, 1974) de Otávio Bulhões e Roberto Campos para os Ministérios da Fazenda e do Planejamento (CAMPOS, 1994). Um novo diagnóstico apontava “três causas tradicionais da inflação brasileira: os déficits públicos, a expansão do crédito às empresas e as majorações institucionais de salários em proporção superior à do aumento da produtividade”. (MPCE, 1964, *apud* RESENDE, 1982, p. 775).

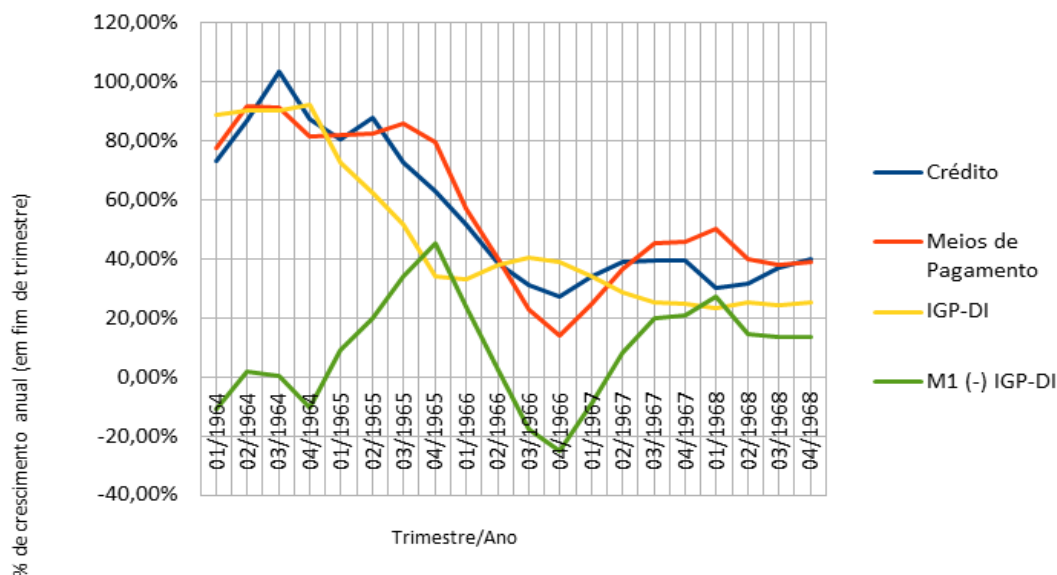
O tratamento estabelecia, para a política fiscal, a contenção do déficit público; para a política monetária, o controle da expansão dos meios de pagamento; e para a política salarial, a limitação dos aumentos reais ao crescimento da produtividade. Esperava uma redução gradual da inflação para evitar “a retração do nível de atividade produtiva e a redução da capacidade de poupança das empresas” (MPCE, 1964, *apud* RESENDE, 1982, p. 773).

Com efeito, na perspectiva austríaca, salários reais crescendo acima do valor de mercado associados a uma política expansionista resulta em inflação (HAYEK, 1967), mas, a correção monetária não é uma solução para o problema. Para Hayek (2011, p. 34) tais medidas “[...] são inoperantes quanto à prevenção do maior dos danos que a inflação produz – a alocação inadequada da mão de obra”. Porém, os novos mecanismos de financiamento público, associados a uma

pequena retração das despesas e à elevação das receitas reduziu, em 1966, a pressão inflacionária da cobertura do déficit via impressão de papel-moeda. A nova regra de correção do salário mínimo quebrou a rigidez do preço da mão de obra ao compatibilizar os aumentos às previsões de inflações. Porém, reduziu seu valor real, que atingiu, em 1968, cerca de 80% do que havia sido em 1963. O salário médio, entretanto, durante o período, manteve-se relativamente estável.

A política monetária expandiu os meios de pagamento (gráficos 1 e 2). Após um crescimento anualizado de 77% no primeiro trimestre de 1964, o M1 cresceu mais de 90% no semestre seguinte, recuando um pouco entre o fim de 1964 e 1965. O IGP-DI caiu para menos de 35% em 1965 beneficiado pela safra agrícola, pela redução da expansão do crédito e por um balizamento voluntário dos preços do setor privado pela previsão de inflação (MORAES, 1987).

Gráfico 2 – Taxa de crescimento anual dos agregados financeiros, 1964-69 (em fim de trimestre)



Fonte: IBGE, Estatísticas Históricas do Brasil (1990). Elaboração dos autores.

Segundo Pastore (1973) e Pastore e Pinotti (2007), a rápida expansão monetária em 1965, a despeito da desaceleração do crédito e dos preços, decorria da acumulação de reservas internacionais que se seguiu à instrução nº 289 da Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc). Isso permitiu empréstimos em moeda estrangeira com cobertura do risco cambial pelo governo, a medida gerou um grande ingresso de recursos externos e forte pressão para expansão da base monetária.

Tabela 2 – Taxas anuais de variação da base monetária, de seus componentes, do crédito e dos meios de pagamento entre 1962-70 (em final de trimestre) (% a.a.)

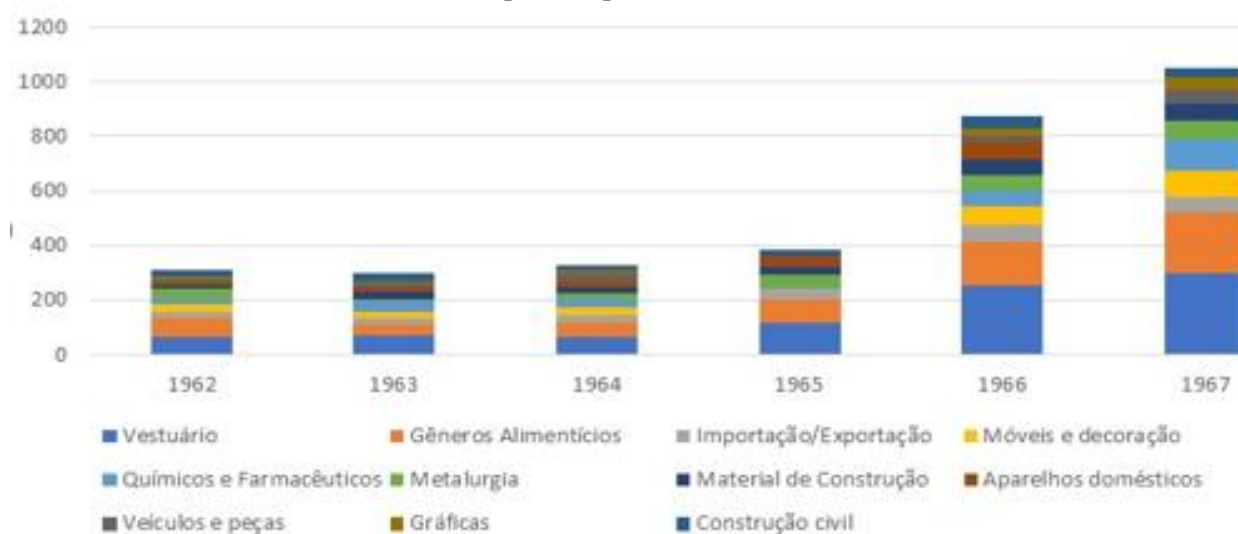
Ano / trimestre	Base monetária	Componentes de variação da base					Crédito Total	M1	
		Déficit de caixa	Títulos	Emprést. do BB ao s. privado	Reservas externas	Demais itens			
1962	1º	45,1	31,7	-0,2	22,2	7,8	-16,4	57,7	45,0
	2º	56,5	35,0	-0,2	22,7	6,4	-7,1	52,6	54,0
	3º	64,8	37,9	-0,4	23,8	-8,0	4,2	53,7	60,7
	4º	62,6	39,1	-3,8	29,1	-4,9	3,2	54,4	64,1
1963	1º	68,7	46,2	-3,9	28,6	-0,3	-1,9	50,4	59,3
	2º	67,7	43,2	-5,4	30,1	-8,3	8,2	48,9	58,5
	3º	64,7	44,2	-8,3	25,2	-4,9	8,4	51,7	57,5
	4º	70,3	49,0	-5,6	21,0	-1,5	7,3	61,1	64,6
1964	1º	88,1	62,6	-6,1	26,5	-4,0	9,1	73,0	77,7
	2º	97,7	67,7	-1,5	30,8	-1,2	1,9	87,1	91,8
	3º	93,1	65,6	4,2	31,4	5,7	-13,7	103,8	91,1
	4º	88,7	42,3	2,9	31,6	13,2	-2,9	87,5	81,6
1965	1º	79,7	37,3	1,5	26,8	21,4	-7,2	80,3	81,9
	2º	81,6	32,3	-1,6	20,8	27,5	2,6	87,7	82,5
	3º	81,9	24,4	-5,6	15,1	26,0	21,8	72,7	85,8
	4º	67,5	18,4	-10,1	10,1	21,2	14,5	63,0	79,5
1966	1º	60,0	13,6	-12,4	9,9	-0,8	49,9	51,7	57,2
	2º	45,8	10,1	-15,4	12,6	-6,3	42,7	38,7	40,1
	3º	30,0	11,5	-13,1	12,1	-8,4	27,9	31,1	23,1
	4º	21,6	10,6	-9,40	15,5	-11,3	16,2	27,2	13,8
1967	1º	27,4	19,4	-12,4	14,2	-1,2	7,7	34,2	24,8
	2º	27,9	24,1	-8,8	12,1	-6,1	6,5	39,0	36,8
	3º	31,2	21,6	-13,2	14,5	-8,0	16,2	39,4	45,2
	4º	26,4	19,8	-11,7	14,9	-8,2	11,5	39,7	45,7
1968	1º	36,0	21,4	-6,4	18,6	-2,7	5,1	30,2	50,4
	2º	34,0	15,5	-2,6	22,4	-2,2	-2,0	31,9	40,0
	3º	30,7	14,0	1,7	24,9	1,3	-11,2	36,9	38,3
	4º	43,5	14,0	-1,8	26,0	2,4	2,1	39,9	39,0
1969	1º	26,4	5,6	-1,7	21,0	0,1	1,3	49,2	35,5
	2º	26,2	6,1	-11,9	21,5	6,5	4,1	40,1	32,7
	3º	25,8	1,7	-18,3	20,0	10,	11,5	30,9	29,5
	4º	26,7	6,4	-15,1	20,8	14,1	0,6	34,2	32,5
1970	1º	20,8	3,5	-22,7	23,4	19,9	-2,5	29,2	26,5
	2º	24,9	5,1	-18,7	20,7	19,8	-4,6	34,9	31,1
	3º	21,2	5,0	-15,4	22,6	13,5	-2,7	33,1	27,0
	4º	18,3	5,5	-13,3	19,6	11,0	-3,2	34,4	25,8

Fonte: Pastore e Pinotti (2007) e IBGE – Estatística do Século XX.

No final de 1965, o crescimento da base monetária recuou junto com o déficit e o crédito (gráfico 2). “Em 1966, Campos manteve obstinadamente uma política restritiva em todas as dimensões. Não obstante, os preços subiram a mais do dobro do índice de expansão monetária, mesmo quando a produção industrial real entrou em severo declínio” (FISHLOW, 1974). Caiu o crescimento do M1 para 13,8% no final de 1966 contra 79,5% no último trimestre de 1965.

Os resultados do Paeg foram consideráveis, embora a totalidade de suas metas não tenham sido atingidas. Os preços ao consumidor recuaram de 91,8% em 1964 para 22% em 1967 com 4% de crescimento econômico anual médio entre 1964 e 1967. Na abordagem austríaca, tal interrupção da expansão monetária gera custos na forma de realocações de capital. A disparada das falências após 1965 (gráfico 3) mostra claramente as realocações, sobretudo na indústria de bens finais.

Gráfico 3 – Falências e concordatas requeridas por atividade (Rio de Janeiro e São Paulo) – 1962/67



Fonte: Resende (1982). Elaboração dos autores.

A opção pelo gradualismo conduziu à adoção da correção monetária para contornar a Lei de Usura que fixava os juros anuais máximos em 12% (PASTORE; PINOTTI, 2007). No entanto, a correção da economia poderia ter sido mais dolorosa com obstáculos ao reajustamento dos preços. Rothbard (2009), por exemplo, enfatiza o papel da rigidez salarial no agravamento de crises. Ao quebrar a rigidez salarial, o Paeg pode ter contribuído para um cenário com menos inflação. Fossem os preços da mão de obra rigidamente reajustados de acordo com a inflação passada, o resultado da redução do ritmo inflacionário poderia ter sido marcado por recessão e por um nível maior de desemprego.

As reformas do Paeg foram muito mais vastas do que sua política anti-inflacionária. E, ao contrário desta, que não sobreviveu à mudança de governo, outras, como a correção monetária, por exemplo, mostraram-se mais resilientes. A indexação fortaleceu a intermediação financeira, a poupança e o financiamento inflacionário da dívida pública, permitindo que os governos seguintes fossem mais tolerantes com a inflação. Tal convivência também se tornou possível devido à insuficiência da reforma do sistema monetário realizada pelo Paeg (PASTORE; PINOTTI, 2007). As criações do Banco Central e do Conselho Monetário Nacional para substituir a Sumoc e seu Conselho não foram capazes de impor maior disciplina monetária aos governos pós-1967. A política monetária permaneceu subordinada aos interesses políticos do governo sem conseguir eliminar o papel do Banco do Brasil como autoridade monetária e permitindo que a estabilidade da moeda fosse negligenciada após 1967 (CYSNE, 1993; PASTORE; PINOTTI, 2007).

2.2 Governos de Costa e Silva e de Médici: início e auge do ciclo

Os governos de Costa e Silva e de Médici têm em comum Delfim Netto à frente do Ministério da Fazenda, a inflação em patamar constante, política monetária expansionista, crescente intervenção do estado na economia e progressiva aceleração do crescimento econômico.

Os impressionantes resultados econômicos do período estão expostos na tabela 3. O crescimento médio do PIB atingiu 11% anuais entre 1968 a 1973. A indústria liderou o processo com crescimento médio anual da ordem de 13%, enquanto o da agricultura ficou em cerca de 4,5%. A Formação Bruta de Capital Fixo passou de 16% em 1966-1967 para mais de 20% em 1972-1973. Apesar de uma política monetária expansionista, a inflação permaneceu sob controle até 1973. No entanto, os índices de preços já não correspondiam fielmente à realidade dado o crescente recurso a controles de preços. O governo deveria lidar com os efeitos da política monetária folgada adotada desde 1967, e o fez com crescentes intervenções na economia. A preocupação em manter os índices de preços sob controle contrastava com a disposição em expandir o crédito bancário, cujo ritmo de crescimento acelerou-se progressivamente nos anos finais do “milagre”.

Tabela 3 – Taxas anuais de crescimento do PIB, PIBs setoriais, IPC (%), e FBCF (1966-74) (% do PIB)

Ano	PIB	Produto Industrial	Produto Agrícola	Produto Serviços	Preços ao Consumidor	Formação Bruta de Capital Fixo
1966	6,7	11,7	-1,7	6,6	43,3	15,9
1967	4,2	2,2	5,7	5,2	22,0	16,2
1968	9,8	14,2	1,4	9,7	22,6	18,7
1969	9,5	11,2	6,0	9,9	22,3	19,1
1970	10,4	11,9	5,6	11,4	22,3	18,8
1971	11,3	11,8	10,2	11,2	20,2	19,9
1972	11,9	14,2	4,0	12,4	16,6	20,3
1973	14,0	17,0	0,1	15,6	12,7	20,4
1974	8,2	8,5	1,3	10,6	27,6	21,8

Fonte: Abreu (2014).

Quando a nova equipe econômica (Delfim Netto na Fazenda e Hélio Beltrão no Planejamento) assumiu, encontrou situação muito mais favorável que a enfrentada pela anterior. A austeridade monetária e fiscal e a postura pró-capital externo haviam fortalecido a reputação do país no exterior, refletindo em um ingresso crescente de capitais estrangeiros. A inflação, que chegara perto de ultrapassar os 100% em 1964 (tabela 1), caíra para menos de 40% e, com a baixa expansão monetária, continuaria em queda nos trimestres seguintes. A atividade econômica encontrava-se em um baixo nível de capacidade utilizada (MALAN; BONELLI, 1977). Na perspectiva que estamos adotando, pode-se entender que à medida que o capital aplicado em atividades anti-econômicas fosse realocado sob bases mais sólidas, refletindo a melhoria do cálculo econômico em uma economia mais estável, haveria espaço para uma aceleração do crescimento. No entanto, a nova equipe econômica apresentou um diagnóstico muito distinto acerca da natureza da inflação daquela expressa pelos autores do Paeg. Delfim Netto e sua equipe:

[...] fizeram uma nova análise da inflação brasileira e concluíram que ela não era induzida pela demanda e sim pelos custos. E o custo mais importante era o crédito, comprimido ainda mais em 1966-67. Propunham ... uma reviravolta na política de crédito dos ministros Campos e Bulhões: a orientação agora era estimular a demanda pelo afrouxamento do crédito. Delfim sustentava que se podia alcançar “rápido desenvolvimento sem aumento da inflação”, por causa do excesso de capacidade (SKIDMORE, 1988, p. 143-144).

A conclusão, inusitada de um ponto de vista ortodoxo, serviu de base retórica para o fim do programa de estabilização em curso e a retomada de uma política monetária expansionista. Os resultados podem ser verificados na tabela 4. Em 1967, o crédito e os meios de pagamento voltam a expandir com uma inflação declinante. Longe de ser uma prova da deficiência da modelagem austríaca, vários fatores explicam o fenômeno, como a queda na velocidade-renda da moeda, o reduzido nível de liquidez real do início de 1967, a preocupação em conter a elevação de custos e as safras excepcionais (LAGO, 1989). Em suma, a queda do nível de preços em 1967 era um reflexo defasado das políticas contracionistas do Paeg. A “mudança de terapêutica – através de uma expansão monetária superior a 40% no biênio 1967-68 – logrou estabilizar não os preços e sim a taxa de inflação, ao nível aproximado de 25% ao ano” (CAMPOS, 1994, p. 880).

Entre 1968 e 1970 a expansão dos meios de pagamento foi reduzida (tabela 4). O crédito ao setor privado apresentou expansão, mas foi compensado; o crédito ao setor público apresentou crescimento negativo em praticamente todos os trimestres a partir de 1968, só voltando a um crescimento nominal em 1972, quando já era menos de 5% do crédito total (tabela 4). Como um todo, a expansão do crédito no período 1967-1970 permaneceu em um ritmo entre 30% e 40% anuais com um expressivo aumento do crédito ao setor privado. O crescimento econômico permaneceu entre 9% e 10% entre 1968-1970, com a expansão da indústria superando os 11% anuais. Os principais índices apontavam uma estabilização dos preços em cerca de 20% anuais.

A equipe econômica fez um amplo uso de controle das taxas de juros no mercado de crédito. Estas, em termos reais, haviam permanecido em muitos casos negativas entre 1964 e 1966, tornando-se positivas com a estabilização do índice inflacionário em 1967. Enquanto fornecia crédito subsidiado a setores prioritários, via bancos públicos, o governo tentava controlar os juros privados (LAGO, 1989; PASTORE; PINOTTI, 2007). Após 1968, foi posta em prática uma política de estímulos financeiros aos bancos comerciais que respeitassem tetos para as taxas nominais; tetos estes regularmente reduzidos, à medida que a inflação cedia, e quase sempre burlados pelos bancos que recebiam os benefícios (SYVRUD, 1972, p. 134-135).

Tabela 4 – Taxas anuais de expansão do crédito, do M1, do IGP-DI e do Crédito (1966-73)

Ano / trimestre		Crédito ao Setor Público (% a.a.)	Crédito ao Setor Privado (% a.a.)	Crédito Total (% a.a.)	Meios de Pagamento (% a.a.)	IGP-DI (% a.a.)	Crédito ao Set. Privado / Créd. Total
1966	1º	52,8	50,6	51,7	57,2	33,2	55,8
	2º	27,8	48,8	38,7	40,1	38,0	56,4
	3º	21,4	39,7	31,1	23,1	40,7	57,0
	4º	19,7	33,6	27,2	13,8	39,1	54,0
1967	1º	33,5	34,7	34,2	24,8	33,9	56,6
	2º	36,4	41,1	39,0	36,8	28,5	61,8
	3º	22,3	52,6	39,4	45,2	25,1	64,2
	4º	16,3	57,3	39,7	45,7	25,0	75,7
1968	1º	-31,2	82,5	30,2	50,3	23,3	76,7
	2º	-29,2	78,6	31,9	40,0	25,4	78,3
	3º	-22,3	73,5	36,9	38,2	24,6	80,0
	4º	-21,7	74,1	39,9	39,0	25,5	80,7
1969	1º	18,5	59,1	49,2	35,5	20,5	84,2
	2º	-4,8	53,8	40,1	32,7	18,4	88,1
	3º	-27,9	47,3	30,9	29,5	20,4	86,6
	4º	-10,5	45,4	34,2	32,5	19,3	89,8
1970	1º	-31,9	43,8	29,2	26,5	20,4	90,4
	2º	-18,0	44,9	34,9	31,1	19,9	91,5
	3º	-5,3	38,3	33,1	27,0	19,7	89,7
	4º	3,1	39,3	34,4	25,8	19,3	93,7
1971	1º	-18,4	38,4	32,6	24,8	19,9	94,4
	2º	-22,8	39,5	33,5	28,3	22,0	95,6
	3º	-29,2	44,4	38,1	35,3	19,4	94,5
	4º	-26,1	45,8	38,4	32,3	19,5	94,5
1972	1º	28,4	46,4	45,3	35,7	19,6	95,3
	2º	24,2	46,9	45,6	31,5	16,3	95,2
	3º	61,0	44,1	44,8	28,6	16,4	94,9
	4º	34,6	46,0	45,4	38,3	15,7	95,1
1973	1º	30,0	47,6	46,6	37,6	14,6	95,4
	2º	45,0	50,1	49,9	48,2	15,1	95,4
	3º	45,8	54,0	53,6	52,8	14,1	95,3
	4º	37,2	47,6	47,1	47,0	15,6	95,1

Fonte: IBGE - Estatísticas Históricas do Brasil (1990) e Estatísticas do Século XX.

A partir de 1971, ocorreu uma nova mudança na política monetária. Todos os agregados cresceram com mais força, como foram os casos do M1, do crédito total e do crédito ao setor privado (tabela 4). No “segundo semestre de 1972, a utilização da capacidade instalada da indústria tendia a alcançar um máximo e a política monetária passou a se tornar muito expansionista” (LAGO, 1989, p. 34). À medida que a capacidade instalada impunha investimentos adicionais, o governo parece ter tentado promovê-lo com mais expansão do crédito às empresas.

A despeito da política monetária inflacionária, os índices de preços continuaram a cair nos anos do “milagre”, com o IGP-DI atingindo 15,5% em 1973 e o IPC 12,7% (tabelas 3 e 4). Na prática, esses números já pouco diziam sobre a inflação dado o intenso uso do tabelamento de preços, que havia sido institucionalizado com a criação do Conselho Interministerial de Preços, em 1968. Em 1973, particularmente, “o tabelamento de preços a níveis irreais levou ao surgimento de 'mercados paralelos' para diversos produtos cujos preços se pretendia controlar. Assim, a aceleração efetiva da inflação em 1974 [...] teria sido na realidade muito menos acentuada, e já teria ocorrido em 1973” (LAGO, 1989, p. 35).

Se a política monetária do governo Costa e Silva impediu a estabilização de preços, à política monetária de Médici coube a responsabilidade pela aceleração inflacionária verificada no início do governo Geisel. A expansão do crédito ao final do “milagre” se mostrava incompatível com a estabilidade dos preços. As tentativas de omitir seu caráter inflacionário derivou distorções adicionais nos mecanismos de preços. O expansionismo contribuiu para inflar os números espetaculares do “milagre” (MALAN, 1977; LAGO, 1989). O rápido crescimento do comércio internacional e dos fluxos de capital foram fundamentais, mas não explicam os resultados alcançados entre 1968 e 1973. A expansão do crédito dos governos de Costa e Silva e de Médici encontrou uma economia relativamente estabilizada e com considerável capacidade ociosa a ser realocada sob bases mais sólidas, resultantes da política contracionista do Paeg. O cenário externo favorável pôde ser aproveitado em função da mudança de postura em relação ao comércio exterior e aos capitais externos – expressos sobretudo no abandono do câmbio sobrevalorizado e na flexibilização das remessas de lucros dos anos Castelo Branco (VELOSO *et al.*, 2008).

O comércio externo quase quadruplicou em termos correntes entre 1967 e 1973, com as exportações e importações crescendo em dólares nominais a um ritmo médio anual de 24% e 27%, respectivamente (tabela 5). Para este desempenho contribuiu a continuidade, até 1972, de minidesvalorizações cambiais e incentivos às exportações (LAGO, 1989, p. 95). Porém, estímulos à exportação e a protecionismo sugerem que a taxa cambial ainda estaria sobrevalorizada. O recurso a subsídios às exportações em lugar de um câmbio mais adequado, além das distorções ocasionadas aos mecanismos de preços, era ainda mais problemático por contrariar acordos internacionais (PASTORE; PINOTTI, 2007). Do lado das importações, no fim do governo Castelo Branco reduzira-se linearmente as tarifas, que caíram, em média, de 47% em 1966 para 20% em

1967, e, no caso da indústria de transformação, de 58% para 30% (LAGO, 1989).

A pauta de exportações cresceu significativamente nos anos do “milagre”, impulsionada sobretudo pelos manufaturados, cuja participação no total de exportações saltou de 16,8% em 1966 para 31,3% em 1973 (LAGO, 1989). Contribuiu para este resultado, além dos estímulos citados, a atuação das multinacionais “nos setores de maior crescimento, de maior conteúdo tecnológico e de maiores *'linkages'* (efeitos de arrasto para frente e para trás) com os demais setores da economia” (DOELLINGER; CAVALCANTI, 1975, *apud* LAGO, 1989, p. 111). Conforme a penúltima coluna da tabela 5, o investimento direto cresceu rapidamente após 1968, direcionadas, sobretudo, à indústria de transformação. Apesar da liberalidade reestabelecida da remessa de lucros, que possibilitava remeter anualmente até 12% do capital registrado, as remessas no período 1970-1973 permaneceram na modesta média de 5,9% (Lago, 1989).

Tabela 5 – Itens do balanço de pagamentos, 1965-73 (milhões de US\$)

Ano	Exportações (FOB)	Importações (FOB)	Saldo Comercial	Investimento Direto	Conta Capital e Financeira
1965	1.596	941	+ 655	154	- 35
1966	1.741	1.303	+ 438	159	+ 47
1967	1.654	1.441	+ 213	115	+ 49
1968	1.881	1.855	+ 26	135	+ 680
1969	2.311	1.993	+ 318	207	+ 936
1970	2.739	2.507	+ 232	378	+ 1.281
1971	2.904	3.247	- 343	448	+ 2.173
1972	3.991	4.232	- 241	441	+ 3.792
1973	6.199	6.192	+ 7	1.148	+ 4.111

Fonte: Abreu (2014).

O coeficiente de abertura da economia brasileira aumentou. As exportações passaram de 5,8% do PIB em 1967-68 para 7,8% em 1972-73 e as importações saltaram de 6,2% para 9,2%. Números muito baixos em termos mundiais (Lago, 1989), mas essa maior abertura ao comércio externo e aos capitais teve papel importante na expansão econômica ao garantir os recursos financeiros e materiais necessários para um crescente nível de investimento.

Como apontou Lago (1989, p. 94), ainda que não se verificasse significativa expansão da atuação direta do Estado como agente econômico, que caracterizaria a era Geisel,

Acentuava-se [...] a dependência do setor privado de subsídios governamentais, notadamente, no caso dos setores exportador e agrícola, que permaneceriam um fator duradouro de expansão monetária quanto o esforço de investimento das estatais, ao exigir recursos externos em volume crescente, iniciava um processo de endividamento para com o exterior que se agravaria em anos futuros.

O intervencionismo cresceu com a manipulação das políticas monetária, fiscal e creditícia e tentativas de controle de preços. Em 1973, sobretudo, junto ao tabelamento de preços da CIP, o governo chegou a recorrer à restrição de algumas exportações na tentativa de impedir aumentos de preços internos. O câmbio também passou claramente a ser utilizado como instrumento para segurar o ritmo inflacionário. “Com efeito, de 1969 a 1971, a desvalorização cambial anual situou-se em nível pouco superior a 13%, declinando em 1972 para 10,3%. Já no ano de 1973, a desvalorização anual foi inferior a 0,1%, violando o critério da paridade qualquer que fosse o índice de inflação considerado” (MACARINI, 2005, p. 88).

Com a desvalorização cambial aquém da real perda de valor da moeda, ocasionada pela expansão monetária, o excesso de demanda criado por esta, em um cenário de capacidade ociosa esgotada, jogava sobre o setor externo a responsabilidade de suprir o consumo e o investimento não atendidos localmente. Wells (1979, p. 233-234) assim sintetizou os desequilíbrios gerados pela política expansionista do final do “milagre”:

By 1972-3, the industrial sector was clearly showing signs of intense overheating, under the pressure of excessive monetary expansion (fuelled by foreign currency inflows), rapidly growing consumption expenditures and buoyant investment expectations. Widespread shortages of many industrial inputs and components began to appear, due to the lack of balance between the expansion of capacity in the durable consumer goods sectors and in those producing intermediate inputs. [...] The shortages ensuing from the creative tension induced by unbalanced growth in excess of the economy's maximum potential rate of growth could be met by foreign resources and the momentum could possibly have been sustained, but only if the economy had access to virtually unlimited foreign savings - a theoretical fantasy which was certainly entertained by Brazilian policy-makers in 1973, but which has no place in reality.

Ao lado das distorções monetárias e cambiais, logo se tornaria um problema o lento crescimento da produção interna de petróleo que, sob monopólio da Petrobras, havia expandido medíocres 10% entre os biênios de 1967-68 e 1972-73 (Lago, 1989). Com a quadruplicação dos preços da *commodity*, em 1973, vários dos desequilíbrios apontados foram materializados, no ano seguinte, em um gigantesco déficit externo e em uma duplicação do patamar inflacionário.

2.3 Governo Geisel: continuidade do ciclo com endividamento externo

No campo econômico, o forte crescimento de 1973 representava, sob vários aspectos, uma herança negativa. A aceleração econômica, à luz da teoria que rege este trabalho, carregava um componente de artificialidade, requerendo contínuas doses de expansão creditícia para que os investimentos iniciados em meio à euforia de 1973 tivessem prosseguimento. Porém, a política monetária expansionista em um contexto de capacidade ociosa esgotada resultou em pressões inflacionárias. Contudo, as necessidades de legitimar o regime e criar um ambiente adequado à planejada liberalização política influenciaram a recusa do novo governo a aceitar as restrições impostas pelo choque do petróleo (SKIDMORE, 1988; HERMANN, 2005; MACARINI, 2008b).

[...] havia, internamente, uma pressão para a adoção de um modelo de ajuste não recessivo em 1974. O crescimento dos primeiros anos do “milagre” foi facilitado pela utilização da capacidade ociosa então existente, mas, a partir de 1971, a demanda agregada em expansão estimulou novos investimentos privados. Em 1974, grande parte desses investimentos estava incompleta, ou tinha sido recentemente concluída. Uma forte desaceleração econômica naquele momento implicaria riscos e custos elevados para as empresas e investidores, bem como para os bancos envolvidos nos financiamentos dos novos empreendimentos (HERMANN, 2005, p. 101).

Dois elementos do cenário internacional viriam a condicionar as opções tomadas pelo governo Geisel: a quadruplicação dos preços do petróleo e a rápida expansão do mercado de eurodólares, alimentada pela frouxa política monetária norte-americana (PASTORE; PINOTTI, 2007) e pelos superávits dos países da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP). A expansão do crédito internacional permitiu a continuidade do crescimento econômico sem a necessidade de um maior crescimento do crédito interno, evitando, dado o ritmo verificado em 1973, uma hiperinflação.

Os resultados do período são apresentados na tabela 6. Entre 1974 e 1978 o ritmo médio de crescimento do PIB, bem abaixo do período anterior, foi bastante expressivo em termos internacionais. Longe de representar um “direito adquirido”³, o crescimento explosivo de 1973 criou distorções que requereriam uma política monetária contracionista.

³ O termo foi utilizado por Campos (1994) para descrever a forma como o governo passou a encarar o crescimento acelerado dos anos do “milagre”. Como apontou Macarini (2008b, p. 13) sobre o otimismo exacerbado de 1973-1974, “numa clara extrapolação das taxas de crescimento do “milagre”, o II PND externou sua aposta num crescimento do PIB da ordem de 10% a.a. até 1979 (e no caso da indústria de transformação, eixo dinâmico da economia, um *mínimo de 12% a.a.*). Tenha-se em conta que, até então, jamais a política econômica ousara se expor dessa forma”.

Tabela 6 - Taxas anuais de crescimento do PIB e do IPC, FBCF e Indicadores de Comércio e Endividamento Externos (1973-79)

Ano	PIB (% a.a.)	IPC (% a.a.)	FBCF (% do PIB)	Balança Comercial + Serviços não fatores (milhões US\$)	Saldo em Conta Corrente (milhões US\$)	Dívida Externa Bruta Total (milhões US\$)	Dívida / Exportações
1973	14,0	12,7	20,4	- 1.020	-2.085	14.857	1,88
1974	8,2	27,6	21,8	- 6.231	- 7.504	20.032	1,99
1975	5,2	28,9	23,3	- 4.991	- 7.000	25.115	2,25
1976	10,3	41,9	22,4	- 3.843	- 6.426	32.145	2,39
1977	4,9	43,6	21,3	- 1.596	- 4.286	37.950	2,46
1978	5,0	38,8	22,3	- 2.793	- 6.983	52.186	3,19
1979	6,8	52,7	23,4	- 5.160	- 10.708	55.802	2,99

Fonte: Abreu (2014).

A inflação, medida pelo IPC, saltou de 12,7% em 1973 para 27,6% em 1974. Novo salto ocorreu em 1976, quando atingiu os 40%, faixa em que permaneceu até o fim do governo Geisel. A Formação Bruta de Capital Fixo, alimentada pelos empréstimos em moeda estrangeira, elevou-se dos cerca de 20% do auge do “milagre” para a faixa de 21-24% entre 1974 e 1979, os níveis mais elevados registrados na história do país.

A deterioração das contas externas do país, que pode ser verificado nas três últimas colunas da tabela 6, não eclipsaram os resultados favoráveis do crescimento econômico e do aumento do investimento. O déficit em conta corrente saltou de US\$ 2 bilhões em 1973 para mais de US\$ 7 bilhões em 1974, permanecendo negativo nos anos seguintes. Esse resultado foi puxado por expressivos déficits na balança comercial, refletindo as mudanças dos termos de troca após o choque do petróleo (CARNEIRO, 2014; FISHLOW, 1986). Refletia, igualmente, a necessidade de manter os projetos ambiciosos iniciados no “milagre”.

Como apontou Castro e Souza (2004, p. 35): “encontrava-se em curso, em 1974 – recém-iniciados, a meio caminho, ou em fase de conclusão – um volume sem precedentes de investimentos, decididos a partir do galopante crescimento do mercado interno, ocorrido nos anos anteriores”. De acordo com a interpretação que defendemos, a “safra do milagre” (CASTRO; SOUZA, 2004) refletia o crescimento do mercado interno, mas, sobretudo, a superestimação da disponibilidade real de recursos para investimento, em razão da expansão monetária entre 1971-1973. A oferta de dólares financiou os balanços de pagamentos deficitários. Convém pontuar que, havendo interesse do resto do mundo em financiar o hiato de recursos do país, não há nada de errado em incorrer-se em déficits em conta corrente. Como aponta Osterfeld (1994, p. 201-205):

“The problem is not so much an external accounts debt [...]. After all, every developed country except England became developed only by importing capital from abroad. In fact, [...] the United States in the nineteenth century was, relative to its GDP, even more in debt in terms of capital flows, than countries such as Brazil and Mexico were in the mid-1980s. The difference, however, is twofold: (1) the flow of capital was primarily in the form of equity rather than bank loans, and (2) the flow of capital was primarily to private investors rather than to governments.”

Em síntese, o governo empossado em 1974 buscava equilibrar objetivos de difícil conciliação: conter a aceleração da inflação com uma política monetária menos descontrolada e manter a continuidade do ciclo de investimentos iniciado no “milagre” para manter as elevadas taxas de crescimento evitando o “um processo cumulativo de retração” (CASTRO; SOUZA, 2004, p. 36). Para Coutinho (1981, *apud* BOARATI, 2003, p. 91):

Entre 1974 e 1978 a política econômica estiolou-se na tentativa de conjugar objetivos irreconciliáveis. Na primeira fase, entre 1974 e 1976, projetou-se (II PND) um novo padrão de expansão, objetivando-se, de um lado, sustentar as elevadas taxas de crescimento e, de outro lado, reverter a aceleração da inflação e conter o déficit do balanço de pagamentos. Havia, portanto, uma contradição inequívoca entre a política de gasto e investimento público, ambiciosa e expansionista, e a política de crédito e financiamento que deveria perseguir objetivos contencionistas.

A opção simultânea por duas políticas contraditórias foi possibilitada pela abundância de eurodólares. Cabia ao balanço de pagamentos sustentar o crescimento econômico e à política monetária uma maior atenção com o crescimento dos meios de pagamento, mas não a ponto de promover um ajuste desinflacionário. A gestão macroeconômica teve um padrão *stop-go*, relaxando diante de sinais recessivos e contraindo quando os preços aceleravam (WELLS, 1979). Entre 1974 e 1978 podem ser identificadas ao menos quatro expressivas mudanças de rumo, todas reagindo às flutuações dos preços e da atividade industrial. Nos primeiros meses da administração Geisel, o objetivo central da política monetária passou a visar os desajustes herdados de 1973.

“Fortes pressões inflacionárias foram criadas em 1973, quando M1 foi expandido em 47%, o produto cresceu muito acima de sua tendência e a OPEP quadruplicou os preços do petróleo. No entanto, o Governo Médici estava fortemente comprometido com o teto de 12% para a inflação e, com maciços controles de preços e subsídios, o índice geral de preços ficou reprimido em 15,7%.” (SIMONSEN, 1984, *apud* FISHLOW, 1986, p. 514).

Nesse cenário, o governo buscou uma descompressão dos preços represados e um maior controle sobre o crescimento dos agregados monetários. Os principais resultados estão expostos na tabela 7. Houve uma redução da expansão dos meios de pagamentos de 47% em 1973 para 33,5% ao fim de 1974, enquanto o nível de preços (IGP-DI) saltou de 15,6% para 34,5% em razão da liberação dos preços reprimidos do ano anterior. O objetivo inicial da nova equipe econômica era de impor uma política monetária ainda mais rígida, que acabou, no entanto, parcialmente frustrada:

Não há dúvida de que as autoridades monetárias foram um pouco prejudicadas em suas atividades restritivas pelo estado superexposto e ilíquido de algumas das instituições financeiras mais aventureiras, e algumas grandes falências produziram uma contração indesejável na liquidez dos bancos comerciais que forçou as autoridades moderar sua política e fornecer facilidades especiais de redesconto (WELLS, 1979, p. 250).

À insolvência de algumas instituições bancárias levou à desaceleração econômica, principalmente da produção industrial (última coluna da tabela 7), que caiu de 15% ao fim do Milagre para 2% no 2º trimestre de 1974. O fraco ritmo da atividade industrial prosseguiu até o 1º trimestre de 1975, quando teve fim a tentativa de estabilização inflacionária. O IGP-DI chegou a cair de 34% ao fim de 1974 para 24% no 2º trimestre de 1975, mas o relaxamento da política monetária permitiu que voltasse a subir. A expansão do M1, que chegara a 24% no início de 1975, voltou a crescer atingindo 42% no fim do ano. Assim, a recuperação econômica foi acompanhada de um salto inflacionário em 1976 estimulando uma política monetária mais restritiva em 1977:

[...] the authorities resorted to freeing interest rates throughout the whole financial system (as a means of discouraging the growth of credit), increased commercial bank's compulsory deposits (from 35 per cent to 40 per cent) and raised Central Bank discount rates. Raising interest rates, however, was a double-edged weapon, since it increased foreign capital inflow and made government debt less attractive (WELLS, 1979, p. 256).

Tabela 7 – Taxas anuais de crescimento do crédito, do M1, do IGP-DI e da Produção Industrial (1973-79)

Ano/ Trimestre		Crédito (% a.a.)	M1 (% a.a.)	IGP-DI (% a.a.)	Produção Industrial (% a.a.)
1973	1º	46,6 %	37,6 %	14,6 %	11 %
	2º	49,9 %	48,2 %	15,1 %	16 %
	3º	53,6 %	52,8 %	14,1 %	18 %
	4º	47,1 %	47,0 %	15,6 %	16 %
1974	1º	48,9 %	50,5 %	22,3 %	17 %
	2º	45,8 %	37,0 %	31,2 %	2 %
	3º	47,4 %	30,1 %	32,6 %	6 %
	4º	57,3 %	33,5 %	34,5 %	-2 %
1975	1º	54,0 %	24,2 %	29,4 %	0 %
	2º	79,2 %	32,0 %	23,9 %	10 %
	3º	80,3 %	38,9 %	27,7 %	6 %
	4º	76,1 %	42,8 %	29,3 %	8 %
1976	1º	79,5 %	42,4 %	38,0 %	17 %
	2º	64,6 %	44,8 %	40,6 %	13 %
	3º	61,9 %	36,6 %	46,3 %	11 %
	4º	58,9 %	37,2 %	46,3 %	12 %
1977	1º	60,2 %	36,2 %	43,8 %	9 %
	2º	53,2 %	35,1 %	46,1 %	4 %
	3º	50,6 %	41,2 %	37,6 %	0 %
	4º	51,0 %	37,5 %	38,8 %	1 %
1978	1º	48,7 %	41,4 %	36,4 %	3 %
	2º	45,0 %	38,3 %	37,3 %	6 %
	3º	47,4 %	41,1 %	41,2 %	9 %
	4º	49,3 %	42,3 %	40,7 %	8 %
1979	1º	52,7 %	45,2 %	46,8 %	7 %
	2º	52,5 %	49,4 %	45,2 %	7 %
	3º	57,6 %	54,0 %	59,5 %	3 %
	4º	68,6 %	73,6 %	77,3 %	3 %

Fonte: IBGE - Estatísticas Históricas do Brasil (1990) e Estatística do Século XX.

Na tabela 7 podemos ver que os anos do governo Geisel (1974-78) foram marcados por uma manutenção do ritmo de expansão da moeda (M1) e dos preços (IGP-DI). A captação do crédito externo alimentava o ciclo econômico em meio ao temor do impacto da desvalorização cambial sobre o nível de preços após o choque do petróleo (WELLS, 1979; FISHLOW, 1986). Ademais, enquanto a política monetária de Simonsen tentava reduzir os desequilíbrios herdados do "milagre", era gestado, no Ministério do Planejamento, o ambicioso Segundo Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND, 1975-79).

O II PND pretendia impulsionar um vasto conjunto de investimentos, ser contracíclico e encorajar os emprestadores internacionais a financiar o déficit externo (MARTONE, 2011). Assim, aos objetivos de curto prazo (manter o crescimento econômico e controlar a inflação) foi acrescida

uma diretriz com maior prazo de maturação. O governo pretendia modificar a estrutura produtiva com vultosos investimentos em infraestrutura e na substituição de importação de insumos industriais básicos e bens de capital, setores considerados estratégicos. Para esse fim, a intervenção do Estado chegaria muito além do verificado durante o “milagre”, especialmente quanto à atuação direta como agente econômico via empresas estatais.

Esta importante questão [...] chegou a ser explicitada por Velloso, para quem: 'se você quiser atuar inteiramente através do sistema de mercado, nas condições atuais da economia brasileira, [...] não vai ter o setor privado atuando em siderurgia, em fertilizantes, em petroquímica, em metais não ferrosos, etc. Ao que acrescenta, 'a maneira de fazer com que o setor privado opere nesses setores é através do governo. É tendo incentivo fiscal ou financeiro, ou os dois'. Em seu cerne, a questão reside, pois, em como fazer que os recursos existentes sejam 'aplicados nos setores que hoje são vitais para o desenvolvimento econômico do Brasil e para resolver o déficit da balança de comércio'. E a resposta apresentada pelo governo é inequívoca: 'Para fazer funcionar setores pesados de rentabilidade direta baixa e de prazo de maturação longo, você precisa de incentivos governamentais'" (CASTRO; SOUZA, 2004, p. 31-32).

A estratégia do II PND parecia ter duas crenças principais: de um lado, a capacidade do Estado conduzir o processo de desenvolvimento econômico; de outro, a de que a continuidade do baixo custo internacional do crédito viabilizaria os ambiciosos projetos.

Obviamente que o planejamento estatal, para ser economicamente racional, deveria tomar por base as mesmas informações transmitidas pelos preços de mercados em que se baseiam os agentes privados. O Estado, no entanto, não está sujeito aos mesmos incentivos e penalidades a que estão os agentes privados. A justificativa da ação estatal na economia baseia-se, justamente, na necessidade de não seguir as informações transmitidas pelo sistema de preços (locais ou externos), como mostra o discurso de Reis Veloso acima.

On the real side, past capital accumulation took the form of long maturity, capital-intensive public investment projects. Some of these projects were justified on non-economic grounds, such as national security, self-sufficiency, and the like. [...] However, a subset of these projects was socially and economically viable under the conditions that prevailed when they were undertaken. The rise in world interest rates, the increasing scarcity of funds after 1979 (which led to delays in project implementation and to higher investment costs), and discrepancies between project gestation periods and loan maturities substantially reduced the present net value of these projects (MARTONE, 1987, p. 26).

A taxa real de juros internacional permaneceu em um patamar bastante baixo, ou mesmo negativo na década de 1970 (tabela 8). Endividar-se para investir, em um contexto de juro baixo, é normalmente uma opção racional. No entanto, como demonstra a TACE, se a baixa taxa de juros não resulta da abundância de recursos, mas de distorções monetárias, os agentes são induzidos a

alocar recursos de forma insustentável, o que só torna evidente quando a inflação de preços torna a continuidade do processo de expansão monetária inviável. A consequente alta da taxa de juros modifica a valoração relativa dos investimentos de longo prazo, expondo a sua inviabilidade. Foi esse cenário que se materializou com a designação de Paul Volcker para a presidência do Federal Reserve (FED) em 1979. Os Estados Unidos interromperam a política de expansão monetária. Como vemos na tabela 10, entre 1978 e 1981, a taxa nominal de juros norte-americana dobrou.

Tabela 8 – Taxa de Juros Externos (LIBOR) – 1974-79 (% a.a.)

Ano	LIBOR Nominal (1)	IPA - EUA	Deflator do PNB - EUA	LIBOR Real (2)	LIBOR Real II (3)
1974	10,41	19,0	8,8	-7,2	1,5
1975	9,81	9,2	9,3	0,6	0,5
1976	7,23	4,6	5,2	2,5	1,9
1977	5,92	6,2	5,8	0,3	0,1
1978	7,52	7,7	7,4	-0,2	0,1
1979	10,72	12,6	8,6	-2,7	2,0

Fonte: elaboração própria.

(1) Média das taxas mensais de julho do ano anterior a junho do ano corrente. (2) Deflacionada pelo IPA dos EUA.

(3) Deflacionada pelo Deflator Implícito do PNB dos EUA. Fonte: Castro e Souza (2004).

Com a reversão do cenário externo, o país precisou enfrentar o fim do ciclo econômico; atrasado em alguns anos pelo desenvolvimentismo de Geisel. Agora, porém, com dois sérios agravantes adicionais: um expressivo endividamento externo em meio a uma disparada dos juros internacionais e uma estrutura econômica mais desconectada dos preços de mercado (em razão da distorção dos preços internos e do maior fechamento econômico).

Entre 1973 e 1978 a dívida externa líquida saltara de US\$ 6 bilhões para US\$ 32 bilhões e a relação dívida/exportações de 1,88 para 3,19 (tabela 10). O endividamento exigia superávits crescentes nos anos 1980, o que, diante da reduzida competitividade da superprotegida indústria nacional, resultou em um empobrecimento do país. Ao contrário da explosão de exportações com valorização cambial nos anos do “milagre”, o salto das exportações na década de 1980 só ocorreu após uma expressiva desvalorização da moeda e uma brutal redução das importações.

An overextended economy was hit by the oil shock of the early 1970s. This time it was the need to legitimize through short-term economic success a statist authoritarian regime that determined a renewed emphasis on heavy ISI, financed by sharp external debt accumulation. This unfortunate course of action led the relative price of investment to increase by 30% and the productivity of capital to decline by 21% from 1974 to 1984. Technical “regress” rather than progress was the characteristic of this period (BACHA; BONELLI, 2004, p. 24).

No início de 1979, o país entrou em um novo quadro. “O segundo choque do petróleo, a explosão das taxas de juros internacionais em 1979/80, a recessão mundial do triênio 1980/82 e a brusca contração do mercado internacional de crédito a partir do terceiro trimestre de 1982 configuram uma nova fase de dificuldades que levariam a economia brasileira um quase colapso cambial” (MALAN, 1983, p. 20). Os grandes projetos que precisavam ser concluídos no governo Figueiredo exigiam investimento adicional de mais de US\$ 100 bilhões (CARNEIRO, 1987, p. 34).

2.4 Governo Figueiredo: o inevitável colapso do ciclo econômico

Em 1979 Figueiredo encontrou uma situação econômica muito mais delicada do que seus predecessores. A política monetária norte-americana impôs um choque de realidade mundial. Coube ao governo enfrentar o inevitável colapso econômico e os impactos do expansionismo monetário do “milagre”. Sob a liderança de Delfim Neto, entretanto, o governo arriscaria uma nova rodada de expansão do crédito na derradeira tentativa de prolongar o crescimento econômico.

Tabela 9 – Formação Bruta de Capital Fixo e taxas anuais de crescimento do PIB, da produção industrial e de agregados monetários 1979 e 1985

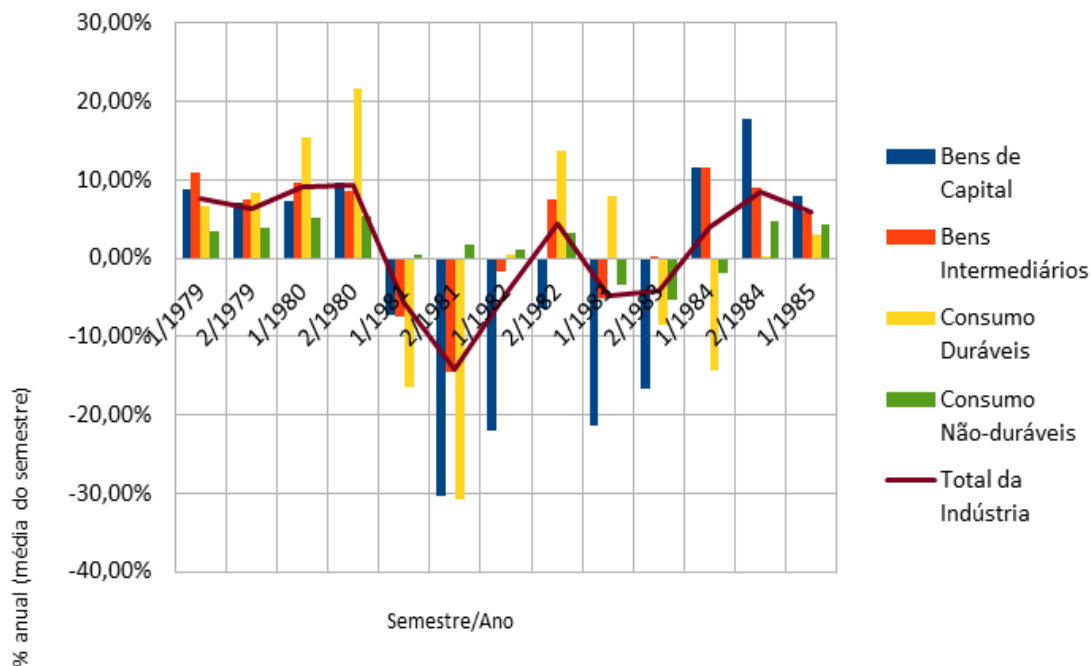
Ano / Semestre		FBCF (% PIB)	PIB	Produção Industrial	Crédito	M1	IGP
1979	1º	23,4	6,8	7,7	52,6	47,4	45,2
	2º			6,3	63,5	64,6	77,3
1980	1º	23,6	9,2	9,0	82,1	97,4	99,2
	2º			9,4	79,1	88,9	110,2
1981	1º	24,3	-4,3	- 5,7	77,3	57,3	117,73
	2º			- 14,2	96,9	75,8	95,2
1982	1º	23	0,8	- 4,4	102,7	87,1	97,6
	2º			4,4	101,1	75,3	99,7
1983	1º	19,9	-2,9	- 4,8	124,6	80,3	127,2
	2º			- 4,2	148,8	94,7	211,0
1984	1º	18,9	5,4	4,1	165,6	119,1	226,5
	2º			8,4	198,0	183,0	223,8
1985	1º	18	7,9	5,8	235,6	227,3	221,4

Fonte: Abreu (2014) e IBGE – Estatísticas Históricas do Brasil (1990).

No primeiro semestre a política econômica não apresentou grandes rupturas. Simonsen trocou o Ministério da Fazenda pelo Planejamento. Com mais poder intensificou o combate à inflação (FISHLOW, 1986; CARNEIRO, 2014). Ao fim do primeiro semestre, o M1 cresceu 47% em termos anualizados e o IGP subiu 45% (tabela 9). Porém, sem apoio para uma política monetária mais ortodoxa e sob protestos de políticos e de empresários contra o nível das taxas internas de juros, Simonsen foi substituído por Delfim Netto (CARNEIRO, 1987).

Delfim alterou os rumos dos agregados monetários a partir do segundo semestre de 1979 (tabela 9). Pretendendo um retorno do “milagre”, implantou no início de seu mandato uma agenda heterodoxa. Macarini (2008a) sintetizou as mudanças mais significativas dessa fase: 1) corte de 10% nas taxas nominais de juros cobradas pelas instituições financeiras; 2) mais rigidez no controle de preços; 3) reajustes semestrais de salários; 4) reajustes de preços públicos; 5) maxidesvalorização na ordem de 30%; 6) a retirada de vários subsídios às exportações.

Gráfico 4 – Taxa de crescimento da produção industrial (1979-85)



Fonte: IBGE, Estatísticas Históricas do Brasil (1990). Elaboração dos autores.

A política monetária ficou mais expansionista, com o crescimento anualizado do M1 dobrando entre o fim do primeiro semestre de 1979 e do primeiro semestre de 1980 (tabela 9). O PIB expandiu 9% em 1980, assim como a produção industrial, liderada pelos duráveis e pelos bens de capital (gráfico 3). Associada à maxidesvalorização, porém, a nova política monetária elevou o IGP de 77% no fim de 1979 para mais de 100% ao fim de 1980.

On the domestic scene, the economic policy meant cheap credit for consumption expenditures and working capital, negative real rates of return on personal savings, and a windfall subsidy granted to mortgages, the Development Bank's debtors and other debtors. The net result was a sharp increase in the sale of durable consumption goods, a fall in financial assets (in real terms) by 13.2 per cent following a drop by the same amount in non-monetary assets, and a fall in government disposable income of about 1 per cent of GDP (CARNEIRO, 1987, p. 39).

O endividamento externo continuou a crescer. Com a explosão dos juros internacionais, a conta de juros no balanço de pagamentos saltou de US\$ 2,7 bilhões em 1978 para US\$ 6,3 bilhões em 1980 (tabela 10). Apesar da política inflacionária e buscando influenciar as expectativas do mercado, o governo prefixou as correções monetária e cambial de 1980 abaixo de 50%, (FISHLOW, 1986). A pretensão logo mostrou-se inatingível e, no decorrer de 1980, o governo lançou medidas para frear o descontrole monetário em curso. Para Carneiro (1987) os ingredientes da política macroeconômica do final de 1980 foram: 1) corte dos investimentos das estatais para reduzir o déficit público e as importações; 2) limitação da expansão do crédito ao setor privado; 3) limitação da expansão dos meios de pagamento e da base monetária; 4) liberação das taxas de juros, exceto para o setor agrícola e exportações; 5) incentivos tributários às exportações.

A inflação, os juros e o endividamento externos passaram a receber mais atenção de Delfim Neto. O aperto monetário radical pode ser notado pela expansão do M1 (tabela 9), que caiu de 97% no primeiro semestre de 1980 para 57% no primeiro semestre de 1981. A taxa de juros real nos empréstimos bancários superou os 30% (CARNEIRO, 1987), puxada pela política monetária restritiva, pelo controle do crédito e pelo crescente déficit público. A consequente recessão pode ser observada no gráfico 3. A produção industrial caiu 5% no primeiro semestre de 1981 e 14% no segundo. Bens de capital e duráveis sofreram, em 1981, uma redução de 30% na produção em relação ao ano anterior. O IGP, em alta contínua desde o início do governo, caiu de 117% para 95% entre o primeiro e o segundo semestre de 1981. Porém, a preocupação com a inflação assumiu posição secundária diante da necessidade de gerar excedentes exportáveis para fazer frente ao passivo externo. A inflação voltou a subir de 1982 em diante, puxada por uma nova maxidesvalorização de 30% e por uma política monetária mais folgada.

Tabela 10 – Contas externas, dívida externa e taxa de juros nos EUA (1978-85)

Ano	Exportações (milhões US\$)	Importações (milhões US\$)	Saldo Comercial (milhões US\$)	Dívida Externa Bruta (milhões US\$)	Pagamento líquido de juros (milhões US\$)	Taxa de juros EUA (% a.a.)
1978	12.659	13.683	- 1.026	52.186	2.696	9,06
1979	15.244	18.084	- 2.840	55.803	4.185	12,67
1980	20.132	22.955	- 2.822	64.260	6.311	15,26
1981	23.293	22.091	+ 1.202	73.963	9.161	18,87
1982	20.175	19.395	+ 780	85.488	11.353	14,85
1983	21.899	15.429	+ 6.470	93.745	9.555	10,79
1984	27.005	13.916	+ 13.089	102.127	10.202	12,04
1985	25.639	13.154	+ 12.485	105.171	9.660	9,93

Fonte: Abreu (2014) e IBGE – Estatísticas Históricas do Brasil (1990).

No lado externo, o endividamento continuou a subir com novos empréstimos voltados apenas para rolar a dívida. Em 1982, a moratória mexicana reduziu os empréstimos aos países endividados, apesar da redução das taxas nominais dos EUA (tabela 10), levando o Brasil a recorrer ao FMI (FISHLOW, 1986). A partir de 1983, o crescimento da dívida externa foi combatido por enormes superávits comerciais (tabela 10) obtidos pelo aumento das exportações e por uma redução drástica nas importações obtida pela desvalorização cambial e por controles diretos de importações.

A recessão foi contida em 1984 com o melhor cenário externo e o relaxamento monetário. Porém, ao contrário do Paeg que estabilizara a economia, o combate à recessão de 1981/83 não resultou em reajuste duradouro. No início de 1985, o regime militar chegou ao fim com uma inflação anual superior a 200%, muita mais elevada que a que contribuiria para o seu início.

3 Conclusão

Este trabalho descreveu, a partir da teoria austríaca dos ciclos econômicos, as linhas gerais do ciclo brasileiro durante o regime militar. Entre 1964 e 1967, o Paeg pôs sob controle o processo inflacionário herdado do governo Goulart, reduzindo os índices de inflação ao patamar de 20%, no qual permaneceriam até o fim do governo Médici. Graças à implementação de políticas que facilitaram o realinhamento voluntário dos preços conseguiu estabilizar a economia sem a necessidade de levá-la a uma recessão. Ao mesmo tempo, as reformas institucionais liberalizantes, aperfeiçoando os mercados financeiros e de capitais e a abertura externa lançaram as bases para a prosperidade do país nos anos do “milagre”.

Entre 1967 e 1973, como resultado do Paeg, ocorreu um aumento da poupança, do investimento, do fluxo de capitais externos, do comércio exterior e do crescimento econômico. Os governos de Costa e Silva e de Médici tiraram proveito do cenário externo propício mantendo uma postura favorável ao investimento privado e ao capital estrangeiro. Porém, a busca por taxas elevadas de crescimento no curto prazo motivou a adoção de uma política monetária expansionista que prejudicou a estabilidade alcançada pelo governo anterior.

Em 1973, a expansão do crédito e o controle de preços produziram escassez em diversos setores refletindo o descasamento entre a quantidade de moeda e de crédito e a real disponibilidade de recursos no sistema. Geisel, para evitar um reajuste econômico e uma hiperinflação, recorreu ao financiamento externo a fim de equilibrar a escassez gerada pela política inflacionária. A estratégia operou enquanto duraram as condições favoráveis do mercado de crédito internacional na década.

Ao contrário dos anos do Paeg, a gestão macroeconômica de 1981-83 pode ser descrita como uma recessão sem reajuste. O equilíbrio das contas externas não se mostrou favorável à prosperidade econômica. Esta somente voltaria com a abertura comercial e a estabilização gerada pelo Plano Real na década seguinte.

A teoria austríaca dos ciclos econômicos fornece uma explicação adequada para o ciclo econômico, no qual o país embarcou ao longo do regime militar. A manipulação do crédito e das taxas de juros internas por parte dos governos militares gerou um ciclo econômico. Obviamente que a TACE é insuficiente para explicar rigorosamente todos os aspectos do período analisado. A realidade é muito complexa para ser captada em sua totalidade por uma modelagem explicativa. A intervenção governamental também foi muito além da manipulação do crédito bancário; aspecto central da teoria de Mises. Porém, a concepção segundo a qual as intervenções do Estado na economia distorcem os preços de mercado – falseiam as informações levando os agentes ao mau investimento – pode ser vislumbrada ao longo do período abordado.

A análise que procurou este trabalho poderia ajudar a explicar outras questões acerca da história econômica do país como a inflação persistente, a falta de competitividade do sistema produtivo e as disparidades regionais e de renda, pontos evidentes de crítica ao desenvolvimentismo do regime militar. Outra importante lição é a de que a tentativa de gerar desenvolvimento com manipulação monetária é contraproducente. Crescimento econômico não pode ser obtido por política monetária, mas, pode ser facilitado pela estabilidade da moeda e pelo respeito à economia de mercado e liberdade dos indivíduos.

Referências

- ABREU, M. P. (Org.). **A Ordem do Progresso: Cem Anos de Política Econômica Republicana**. 2ª edição. Rio de Janeiro: Editora Elsevier, 2014.
- BACHA, E. L.; BONELLI, Regis. *Accounting for Brazil's Growth Experience – 1940-2002*. Rio de Janeiro: IPEA. 2004.
- BAER, W. **A Economia Brasileira**. 3ª edição. São Paulo: Nobel, 2011.
- BARROS, A.; STAMM, C.; CYPRIANO, L. A. A Economia Brasileira sob o Enfoque da Teoria Austríaca dos Ciclos Econômicos (2004 a 2019). **Revista de Economia Mackenzie**, v. 18, n. 1, p. 192-219, 2021.
- BASTIAN, E. F. O Paeg e o Plano Trienal: Uma análise Comparativa de suas Políticas de Estabilização de Curto Prazo. **Estudos Econômicos**, v. 43, n. 1, p. 139-166, 2013.
- BERNARDO, M. P. *The Austrian School of Economics and the Mainstream: a proposal for a dialogue through the DSGE model*. **MISES: Interdisciplinary Journal of Philosophy, Law and Economics**, São Paulo, v. 8., 2019 Nov. 29.
- BOARATI, V. **A discussão entre os economistas na década de 1970 sobre a estratégia de desenvolvimento econômico II PND: motivações, custos e resultados**. 109 f. Dissertação (Mestrado em Economia). São Paulo, FEA/USP, 2003.
- BOETKE, P. *Elgar Companion to Austrian Economics*. Cheltenham: E. Publishing, 1994.
- BOETKE, P. (Org.). *Handbook on Contemporary Austrian Economics*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, Inc., 2010.
- BÖHM-BAWERK, E. V. *The Positive Theory of Capital*. New York: G. E. S. & Co., 1930.
- CAMPOS, R. O. **A Lanterna na popa: memórias**. Rio de Janeiro: Topbooks, 1994.
- CARNEIRO, D. D.; MODIANO, E. Ajuste externo e desequilíbrio interno: 1980-1984. **In**: ABREU, M. P. (Org.). **A Ordem do Progresso: Cem Anos de Política Econômica Republicana**. 2ª edição. Rio de Janeiro: Editora Elsevier, 2014, p. 263-280.
- CARNEIRO, D. D. Crise e Esperança: 1974-1980. **In**: ABREU, M. P. (Org.). **A Ordem do Progresso: Cem Anos de Política Econômica Republicana**. 2ª edição. Rio de Janeiro: Editora Elsevier, 2014, p. 241-262.
- CARNEIRO, D. D. *Long-run Adjustment, the Debt Crisis and the Changing Role of Stabilisation Policies in the Recent Brazilian Experience*. **In**: THORP, R.; WHITEHEAD, L. (Orgs.). *Latin America Debt and the Adjustment Crisis*. London: The Macmillan Press Ltd., 1987, p. 28-67.
- CARNEIRO, D. D.; MODIANO, E. Ajuste externo e desequilíbrio interno: 1980-1984. **In**: ABREU, M. P. (Org.). **A Ordem do Progresso: Cem Anos de Política Econômica Republicana**. 2ª edição. Rio de Janeiro: Editora Elsevier, 2014, p. 263-280.

- CASTRO, A. B.; SOUZA, F. E. P. **A Economia Brasileira em Marcha Forçada**. 4ª edição. São Paulo: Paz e Terra, 2004.
- COUTINHO, L. Inflexões e crise da política econômica: 1974-1980. **Revista de Economia Política**, v. 1, n. 1, p. 77-100, jan./mar. 1981.
- CYSNE, R. P. A Economia Brasileira no Período Militar. **Estudos Econômicos**, v. 23, n. 2, p. 185-226, mai./ago. 1993.
- DOELLINGER, C. V.; CAVALCANTI, L. C. Empresas Multinacionais na Indústria Brasileira. 1975. **In:** LAGO, L. A. C. Uma revisão do período do milagre. Política econômica e crescimento, 1967-1973. Departamento de Economia da PUC-RJ, dez. 1989, p. 55.
- FISHLOW, A. A economia política do ajustamento brasileiro aos choques do petróleo: uma nota sobre o período 1974/84. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, v. 16, n. 3, p. 507-550, dez. 1986.
- FISHLOW, A. Algumas reflexões sobre a política econômica brasileira após 1964. **Estudos Cebrap**, n. 4, p. 7-65, jan./mar. 1974.
- FRANCO, G. H. B. **O Desafio Brasileiro**: ensaios sobre desenvolvimento, globalização e moeda. São Paulo: Editora 34, 1999.
- GIAMBIAGI, Fábio *et al.* **Economia Brasileira Contemporânea**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.
- HAYEK, F. **Desemprego e Política Monetária**. 2ª edição. São Paulo: Instituto Ludwig von Mises Brasil. 2011.
- HAYEK, F. Inflação, má alocação da mão de obra e desemprego. Conferência pronunciada em 8 de fevereiro de 1975 no congresso *Convegno Internazionale*. **In:** HAYEK, F., 2011, p. 23-41.
- HAYEK, F. **Prices and Production**. *New York: Augustus M. Kelly Publishers, 1967.*
- HAYEK, F. **Profits, Interest and Investment**. *Clifton: Augustus M. Kelly Publishers, 1975.*
- HERMANN, J. Auge e Declínio do Modelo de Crescimento com Endividamento: O II PND e a Crise da Dívida Externa (1974-1984). **In:** GIAMBIAGI, Fábio *et al.* **Economia Brasileira Contemporânea**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 93-115.
- HORWITZ, S. **Microfoundations and Macroeconomics: an Austrian perspective**. *London: Routledge, 2000.*
- IBGE. **Estatísticas Históricas do Brasil**: Séries Econômicas, Demográficas e Sociais de 1550 a 1988. Rio de Janeiro, 1990.
- LACHMANN, L. M. **Capital and its structure**. *2nd edition. Kansas City: Sheed Andrews and McMeel Inc., 1978.*
- LAGO, L. A. C. **Uma revisão do período do milagre**. Política econômica e crescimento, 1967-1973. Departamento de Economia da PUC-RJ, dez. 1989.

LARA RESENDE, A. Estabilização e Reforma: 1964-1967. **In:** ABREU, M. P. (Org.). *A Ordem do Progresso: Cem Anos de Política Econômica Republicana*. 2ª edição. Rio de Janeiro: Editora Elsevier, 2014, p. 213-231.

LARA RESENDE, A. A política brasileira de estabilização 1963/68. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, v. 12, n. 3, p. 757-806, dez. 1982.

MACARINI, J. P. **Crise e política econômica**: o Governo Figueiredo (1979-1984). Texto para discussão n. 144. Campinas: IE/Unicamp, p. 1-54, 2008a.

MACARINI, J. P. **Governo Geisel**: transição político-econômica? Um ensaio de revisão. Texto para discussão n. 142. Campinas: IE/Unicamp, p. 1-31, 2008[b].

MACARINI, J. P. A política econômica do governo Médici: 1970-1973. **Nova Economia**, v. 15, n. 3, p. 53-92, 2005.

MALAN, P. S.; BONELLI, R. **Crescimento Econômico, Industrialização e Balanço de Pagamentos**. Textos para Discussão IPEA, n. 60. IPEA, 1983.

MALAN, P. S.; BONELLI, R. *The Brazilian Economy in the Seventies: Old and New Developments*. **World Development, Oxford**, v. 5, n. 1/2, p. 19-45, jan./fev. 1977.

MARTONE, C. L. **Macroeconomic Policies, Debt Accumulation, and Adjustment in Brazil, 1965-84**. *World Bank Discussion Paper n° 8*. Washington D.C., World Bank, March 1987.

MISES, L. von. **Ação Humana**: Um Tratado de Economia. 3ª ed. São Paulo: Instituto Ludwig von Mises Brasil, 2010.

MISES, L. von. *The Theory of Money and Credit*. New Haven: Yale University Press, 1953.

MORAES, P. B. O programa de estabilização de 1964: balizamento de preços com restrições ao crédito. **Revista Brasileira de Economia**, v. 41, n. 2, p. 137-157, 1987.

MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO E COORDENAÇÃO ECONÔMICA. **Programa de ação econômica do governo**: 1964-1966. Documentos IPEA, 1, Rio de Janeiro, nov. 1964.

MUELLER A. P. The Austrian Business Cycle Theory in the Perspective of the GSMS Model. **MISES: Interdisciplinary Journal of Philosophy, Law and Economics**, São Paulo, 2014 June 1st.

NORI, R. B., BERNARDO, M. P., MEYER, L. G. A Escola Austríaca de Economia na História do Pensamento Econômico. **MISES: Interdisciplinary Journal of Philosophy, Law and Economics**, São Paulo, v. 7, n. 1, p. 1-20, 2019.

OLIVEIRA, B. R. B. G. **Crescimento e Distribuição de renda nos anos do “Milagre econômico”**: uma releitura com base nos avanços teóricos na Macroeconomia da Demanda Efetiva, Econômica. Tese (Doutorado em Economia). 138f. Programa de Pós-Graduação em Economia da Indústria e da Tecnologia do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2020.

- OSTERFELD, D. *The World Bank and the IMF: Misbegotten Sisters*. **In:** BOETTKE, P. K. *The Collapse of Development Planning*. New York: N. Y. University Press, 1994. p. 185-209.
- PASTORE, A. C. A oferta de moeda no Brasil 1961/72. **Política e Planejamento Econômico**, v. 3, n. 4, p. 993-1044, dez. 1973.
- PASTORE, A. C.; PINOTTI, M. C. O Paeg e as políticas econômicas dos anos 1960 e 1970. **In:** MOURA (Org.). *Paeg e Real*, 2007, p. 19-79.
- ROTHBARD, M. N. *Man, Economy and State with Power and Market*. Scholar's Edition, 2nd edition. Auburn: Ludwig von Mises Institute, 2009.
- SIMONSEN, M. H. *Inflation and anti-inflationary policies in Brazil*. **Brazilian Economic Studies**, v. 8, n. 36, 1984.
- SKIDMORE, T. **Brasil: De Castelo a Tancredo, 1964-1985**. São Paulo: Paz e Terra, 1988.
- SOTO, J. H. **Moeda, Crédito Bancário e Ciclos Econômicos**. São Paulo: Instituto Ludwig von Mises. Brasil, 2012.
- SYVRUD, D. Estrutura e Política de Juros no Brasil – 1960/70. **Revista Brasileira de Economia**, v. 26, n. 1, p. 117-139, jan./mar. 1972.
- THORP, R.; WHITEHEAD, L. *Inflation and Stabilisation in Latin America*. London: The Macmillan Press Ltd., 1979.
- THORP, R.; WHITEHEAD, L. *Latin America Debt and the Adjustment Crisis*. London: The Macmillan Press Ltd., 1987.
- VELOSO, F.; VILLELA, A.; GIAMBIAGI, F. Determinantes do “Milagre” Econômico Brasileiro (1968-1973): Uma Análise Empírica. **Revista Brasileira de Economia**, v. 62, n. 2, p. 221-246, abr./jun. 2008.
- WELLS, J. R. Brazil and the post-1973 Crisis in the International Economy. **In:** THORP, R.; WHITEHEAD, L. *Inflation and Stabilisation in Latin America*. London: The Macmillan Press Ltd., 1979.