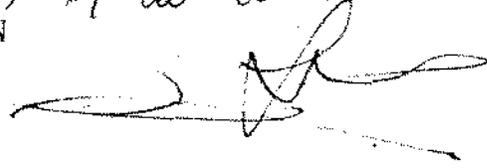


Este exemplar corresponde a redação  
final da tese defendida por Lídia  
Goldenstein.

Cambridge, 11 de outubro de 1985  
LÍDIA GOLDENSTEIN



DA HETERODOXIA AO FMI  
- A POLÍTICA ECONÔMICA DE 1979 A 1982 -

Dissertação de Mestrado apresentada  
ao Instituto de Economia da UNICAMP

Setembro de 1985

À tia Léa  
in memoriam

Ao pai Chain, Léa (minha mãe),  
Hélio, Stela e Pedro,  
onde tudo começou,  
porto seguro para onde eu sempre  
volto.

Este trabalho é fruto de minha experiência profissional nos últimos anos, nos quais acompanhei as idas e vindas da política econômica. Tive a companhia de vários colegas, cuja convivência foi decisiva para a discussão e compreensão do emaranhado em que se transformou a economia brasileira.

Meu primeiro contato com o mundo da política econômica foi no Fórum Gazeta Mercantil, com Luiz Gonzaga Belluzzo, João Manoel Cardoso de Mello e Henri Philippe Reichstul. Muito do que aqui se encontra é resultado de nosso trabalho na elaboração de informes mensais, de circulação entre os empresários eleitos pela Gazeta Mercantil.

No Grupo de Conjuntura do CEBRAP com Antonio Kandir, Gesner de Oliveira Filho, Monica Baer, Plínio Sampaio Junior, Rui Afonso e Pablo Rieznik continuei aprofundando a discussão sobre a política econômica, em uma agradável e rica troca intelectual, que vem tomando o cotidiano do trabalho uma fonte de amizade e de prazer.

Luiz Carlos Mendonça de Barros, consultor do Grupo de Conjuntura do CEBRAP, com sua experiência no mercado financeiro, vem tirando dúvidas e colocando questões sobre a conjuntura econômica brasileira, sem o que estaria muito longe (se é que ainda não estou) da sua compreensão.

José Roberto Mendonça de Barros, também consultor do Grupo de Conjuntura do CEBRAP, com seu conhecimento e capacidade de análise, leu os originais e os enriqueceu com comentários.

Carlos Lessa, professor e orientador, com suas críticas valiosas muito me ajudou, contribuindo para a consistência e integração do trabalho.

José Serra, idealizador do Grupo de Conjuntura do CEBRAP, orientador constante e sobretudo amigo, cujo incentivo e apoio têm sido decisivos na minha vida profissional, leu e comentou os originais sugerindo, criticando e contribuindo com sugestões, muitas das quais foram incorporadas, outras, por falha minha, fiquei devendo.

Paulo Davidoff, cuja amizade e "força" foram incomensuráveis, leu e releu os originais, comentando e contribuindo em todas as etapas da elaboração deste trabalho. Mais do que tudo, dando um apoio moral decisivo.

Agradeço à Dayse Gonçalves, que além da datilografia deu apoio e amizade; à Beatriz Vampré Léfèvre, pela elaboração da maior parte das tabelas e a Fernando Sampaio que, na reta final, leu, corrigiu, fez tabelas, reviu, tudo com a maior eficiência e simpatia.

Quero ainda lembrar com carinho:

Roberto e Liani Bielawski e Carolina Leme, pela sua amizade, sem a qual nada teria sido possível e nada teria sentido.

As meninas Caty Koltai, Laís Abramo, Helena Albuquerque, Veroca Paiva e Yeda Areias pela cumplicidade.

Fernando Jacon, pelo prazer de uma contradança.

Amazonas, pelo nosso trabalho, sem o qual este teria sido impossível.

## Índice

	Página
INTRODUÇÃO	01
CAPÍTULO I - ANTECEDENTES: 1976 a 1978	07
1. As principais Medidas de Política Econômica	
2. Avaliação: As Contradições da Política Econômica	
CAPÍTULO II - SIMONSEN AMEAÇA COM A RECESSÃO	30
1. O Discurso Oficial	
2. As Principais Medidas de Política Econômica do Período	
3. As Razões do Fracasso	
CAPÍTULO III - DELFIM HETERODOXO	51
1. O Novo Discurso	
2. As Principais Medidas de Política Econômica	
3. As Contradições	
4. O Caminho de Volta	
CAPÍTULO IV - DELFIM E A RECESSÃO	104
1. A Adaptação do Discurso	
2. As Principais Medidas de Política Econômica	
3. As Razões do Fracasso	
CONCLUSÃO	128
ANEXO - OS INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETÁRIA	139

## Índice de Tabelas

1. PIB - Taxas Reais de Variação Anual - Por Setores
2. Taxas Implícitas de Crescimento dos Componentes da Formação Bruta de Capital
3. Reservas, Balança Comercial e Balanço de Pagamentos - Trimestral e Anual
4. Dados Básicos Sobre o Endividamento Externo
5. Coeficientes de Exportação e Importação e Índice de Relação de Troca
6. Brasil: Decomposição das Variações do Déficit em Conta Corrente entre Cada Ano no Período 1979/1983 e o Ano Base de 1978
7. Base Monetária e Meios de Pagamento Real - Variação no Trimestre e no Ano
- 8A. Indicadores de Moeda e Preços - Variação no Trimestre e no Ano
- 8B. Inflação Acumulada em 12 Meses
9. Índice de Preços do Comércio Exterior Brasileiro - Importações
10. Índice de Preços do Comércio Exterior Brasileiro - Exportações
11. Dimensão Bruta e Líquida do Euromercado
12. Haveres Financeiros
13. Dimensões Relativas dos Subsídios - Estimativas
14. Crescimento Real dos Subsídios e da Receita Tributária - Estimativas
15. Composição Percentual dos Subsídios - Estimativas
16. Taxas de Depósito no Euromercado
17. Dívida Pública e seu Serviço
18. Preço do Petróleo e Seus Derivados
19. Tesouro Nacional - Receita e Despesa (Cr\$ milhões de 1977)
20. Tesouro Nacional - Receita e Despesa - Variação Percentual Sobre o Período Anterior
21. Indicador da Produção Física - Indústria Geral - Índice Mensal

- 22A. Depósitos Registrados em Moeda Estrangeira no Banco Central
- 22B. Proporção entre os Depósitos em Moeda Estrangeira e a Base Monetária
- 23. Preços Correntes dos Derivados de Petróleo 1979 - Variação no Ano
- 24. Participação do Banco do Brasil nos Empréstimos do Sistema Financeiro ao Setor Privado
- 25. Índice da Produção Física - Indústria Geral - Variação Sobre Igual Período do Ano Anterior

## INTRODUÇÃO

Desde 1976 os problemas da inflação e do Balanço de Pagamentos passaram a ser a preocupação dominante da política econômica no Brasil, especialmente a partir de 1979, quando três diferentes tentativas de controle do Balanço de Pagamentos e da inflação foram implementadas. A primeira, no início do governo Figueiredo, teve curta duração. O ministro Mário Henrique Simonsen assumiu a Secretaria do Planejamento preconizando uma profunda reordenação dos instrumentos de política econômica e a desaceleração do crescimento da economia, fundamentais, segundo seu diagnóstico, para controlar a inflação e melhorar a situação do Balanço de Pagamentos. Sem apoio político para implementar sua estratégia, o ministro Simonsen foi substituído por Antonio Delfim Neto, em agosto de 1979, que anunciou uma estratégia de política econômica heterodoxa. Para Delfim, o enfrentamento dos problemas do Balanço de Pagamentos e da inflação deveria dar-se concomitantemente ao crescimento da economia. A existência de capacidade ociosa e a possibilidade de ampliar as exportações e a produção agrícola eram apresentadas como a garantia da exequibilidade de seu projeto.

Entretanto, esta foi uma curta e desastrada tentativa. Com a aceleração da inflação e a deterioração das contas externas, já a partir de abril de 1980 o ministro Delfim Neto começou a caminhada de volta à opção recessiva de seu antecessor. Em novembro de 1980, finalmente, foi lançado um conjunto de medidas de caráter nitidamente recessivo. Esta "terceira tentativa" também veio a fracassar. Não obstante a recessão, a inflação manteve-se em aceleração e as contas externas pioraram a um ponto tal que o país foi obrigado, em fins de 1982, a submeter-se a um acordo com o Fundo Monetário Internacional e a pedir uma negociação especial com seus credores internacionais.

Neste trabalho procuramos, em primeiro lugar, fazer um re

trato do discurso oficial que procurava justificar, à época, cada uma das fases da política econômica. Em segundo lugar, fazemos uma retrospectiva das principais medidas de política econômica implementadas em cada período. Este mapeamento da política de curto prazo é fundamental, por um lado, para averiguar até que ponto as autoridades econômicas foram coerentes com seu discurso e, se não, quais as dificuldades para a implementação de suas estratégias iniciais. Por outro lado, retratando a política econômica a cada passo teremos maior facilidade para, na terceira etapa do trabalho, analisarmos as contradições da política econômica.

Na "primeira tentativa" com Simonsen, por exemplo, a contradição entre uma política monetária contracionista e o incentivo ao endividamento externo que ampliava a liquidez interna, comprometendo as metas de expansão monetária. Ou a contradição entre uma política dita anti-inflacionária e a manutenção de um elevado patamar de taxas de juros internas, como forma de incentivar a tomada de recursos externos. Outro exemplo seria a contradição entre a política de juros internos elevados e a retirada dos subsídios. Enfim, inúmeras são as incoerências das políticas econômicas implementadas entre 1979 e 1982. Analisaremos cada uma delas para, finalmente, realizar um balanço final do período. Neste ponto, discutiremos as razões do fracasso das três diferentes tentativas.

A hipótese de trabalho é que existe um aspecto em comum nas três tentativas que é crucial para o entendimento dos seus fracassos. Tanto Simonsen no primeiro semestre de 1979, quanto Delfim, em suas fases heterodoxa e ortodoxa, encontraram limites claros de atuação que os impediram de implementar as reformas estruturais necessárias para melhorar a situação do Balanço de Pagamentos e controlar o processo inflacionário sob condições de choque externo. Da

dos os compromissos políticos do governo e a necessidade de manutenção do arcabouço institucional montado desde 1964, ficava comprometida a possibilidade de enfrentar os desequilíbrios da economia na profundidade necessária. Sem uma renegociação efetiva da dívida externa, uma reforma tributária, uma reforma financeira, uma reorientação profunda na política agrícola, enfim, sem romper com a estrutura institucional pré-existente, os marcos de atuação estreitaram-se cada vez mais e, dadas as pressões internacionais crescentes, obrigaram a uma caminhada recessiva que, por sua vez, não só não resolveu os problemas como, em larga medida, aprofundou-os.

O balanço final do período, após as "três diferentes tentativas", revela que tanto em relação às contas externas quanto em relação à inflação os desequilíbrios ampliaram-se. E, paralelamente ao fracasso quanto aos objetivos centrais relativos às contas externas e à inflação, as políticas implementadas no período tiveram forte impacto sobre o comportamento do produto. Com exceção do curto interregno correspondente à experiência heterodoxa de 1980, quando o PIB cresceu 7,2%, as políticas de ajuste traziam implícita a desativação do crescimento, o que efetivamente foi logrado.

Na verdade, em 1979, apesar da tentativa do ministro Simonsen de implementar uma política recessiva, a economia ainda cresceu a uma taxa razoável. O Produto Interno Bruto apresentou uma variação positiva de 6,4% (ver tabela 1). Neste ano, a política de corte nos gastos atingiu violentamente o setor governo, mas a entrada de recursos externos permitiu que as empresas públicas continuassem investindo, o que contrabalançou também a desaceleração dos investimentos do setor privado (ver tabela 2).

Já em 1981, a política recessiva resultou em uma variação

do Produto Interno Bruto de -1,6%, com a indústria tendo um crescimento negativo de 5,5% e a agricultura um incremento de 6,4%. Em 1982, a economia permaneceu praticamente estagnada, com o PIB crescendo apenas 0,9% como resultado do medíocre desempenho da indústria, que cresceu 0,6%, e do péssimo desempenho da agricultura, que caiu 2,5%.

Enquanto isso, a dívida externa bruta passou de US\$ 49,9 bilhões em 1979 para US\$ 70,2 bilhões em 1982, enquanto as reservas caíram de US\$ 9,7 bilhões para US\$ 4 bilhões<sup>(1)</sup>. Neste mesmo período o serviço da dívida passou de US\$ 11,7 bilhões para US\$ 19,5 bilhões, e a relação entre os juros e o déficit em conta corrente pulou de 0,39 para 0,7. O caráter financeiro da dívida acentuava-se com o crescimento da necessidade de recursos para pagamento dos juros líquidos, que quase triplicou entre 1979 e 1982, passando de US\$ 4,19 bilhões para US\$ 11,35 bilhões (ver tabelas 3 e 4). Frente a este volume de recursos necessários para pagamento dos juros e a crescente dificuldade de obtenção de recursos novos no mercado financeiro internacional, restava a alternativa de buscar a realização de superávits comerciais elevados. Mas, apesar das exportações terem crescido bastante no período, a profunda deterioração das relações de troca, que caíram de um índice de 78,9 em 1979 para 53,7 em 1982, impediu maiores superávits (ver tabela 5). A evolução da Balança Comercial, que passou de um déficit de US\$ 2,8 bilhões em 1979 para um superávit de US\$ 778 milhões em 1982, foi possível graças à queda das importações. Portanto, maiores superávits comerciais dependeriam de uma queda maior das importações que, por sua vez, dependeria de um agravamento da recessão ou de uma política mais agressiva de investimentos em substituição de importações<sup>(2)</sup>.

(1) Na verdade, estes US\$ 3,994 milhões não representavam quase nada, pois incluíam papéis não transacionáveis no mercado internacional.

(2) Uma tentativa de quantificação da responsabilidade dos choques externos na deterioração das contas externas brasileiras é feita por Edmar Bacha em artigo publicado na Revista PPE nº 14 (3), Dezembro/1984 (ver tabela 6).

Quanto à inflação, os dados básicos do período também apontam para o fracasso das estratégias implementadas. Apesar da liquidez real ter decrescido fortemente em praticamente todo o período, a inflação saltou de 77,2% em 1979 para 99,7% em 1982 e, o que é pior, já revelava estar em um processo de aceleração que a levou a um patamar de 200% em 1983 (ver tabela 7). Isto significa que as políticas monetárias implementadas no período estiveram longe de dar conta do processo inflacionário em curso. A comparação entre o crescimento da base monetária e dos meios de pagamento e a evolução do Índice Geral de Preços (ver tabela 8) mostra claramente que se a inflação não arrefeceu não foi por falta de uma política monetária contracionista.

Na verdade, fatores estruturais não contemplados por aquelas políticas de curto prazo, como os desequilíbrios na produção agrícola e o grau de oligopolização do setor industrial, foram fundamentais para a aceleração inflacionária do período. Em 1979 e principalmente 1980 é nítida a especial contribuição da agricultura para a aceleração inflacionária. Já em 1981 e 1982, anos em que a política recessiva foi definitivamente implementada, os índices de preços por atacado da indústria correram à frente, puxando a inflação. Sem dúvida, isto deve-se ao grau de oligopolização do setor industrial, que, com a queda em suas vendas, tem poderes para remarcar seus preços de forma a manter sua margem de lucro.

Também contribuiu significativamente para a aceleração inflacionária o choque provocado pela elevação dos preços das importações brasileiras, destacando-se o petróleo. O Índice Geral de Preços das importações brasileiras mostra fortes aumentos entre 1979 e 1981 (24,96% em 1979, 27,97% em 1980 e 11,12% em 1981); apenas o preço do petróleo, produto com grande impacto no Índice Geral de

Preços do país, saltou 34% em 1979, 67% em 1980 e 19% em 1981. Outro produto relevante, cujos preços de importação subiram precisamente quando as autoridades econômicas brasileiras tentavam retirar o subsídio ao seu consumo interno, foi o trigo (ver tabelas 9 e 10).

Ignorando estes dados, a política anti-inflacionária do período, juntamente com a política de incentivo à obtenção de superávits comerciais crescentes e de "bom comportamento" frente aos banqueiros internacionais, estava baseada na desaceleração da economia.

O balanço final do período mostra que com a recessão aprofundaram-se os problemas estruturais para os quais ela era considerada solução. A inflação e o descontrole das contas externas ampliaram-se. O país teve que entrar em negociações com seus credores internacionais e o Fundo Monetário Internacional com sua economia extremamente fragilizada, depois de alguns anos de uma política de stop and go e dois anos de recessão profunda.

OBS: Para uma descrição dos principais instrumentos de política monetária utilizados no período ver ANEXO, página 139.

CAPÍTULO I

ANTECEDENTES - 1976 a 1978

Será útil para a análise da política econômica do período entre 1979 e 1982 o exame do período imediatamente anterior, a partir de 1976. Isto porque neste ano ocorreu uma importante inflexão da política econômica, que representou o abandono de um projeto de transformação estrutural da economia frente à crise, expresso no II PND, e a opção por uma política de estabilização de corte ortodoxo onde prevalecem medidas de curto prazo, de caráter predominantemente monetário. Desde então, a busca do equilíbrio do Balanço de Pagamentos, via eliminação do déficit comercial e via aprofundamento do endividamento externo, passou a representar o objetivo principal da política econômica. Secundariamente, e com base nos mesmos instrumentos de política econômica, tentava-se promover o combate à inflação. Foi neste período que tomaram corpo os problemas que estariam no centro das tentativas de controle dos desequilíbrios da economia implementadas entre 1979 e 1982.

O país vinha de dois anos consecutivos de dificuldades no setor externo, com perdas de reservas<sup>(1)</sup> na medida em que aumentavam as necessidades de recursos para pagamento de juros e amortizações, e pioravam tanto as condições de liquidez no mercado financeiro internacional como as contas da Balança Comercial (ver tabelas 3 e 11). Dadas a precariedade da situação das contas externas e a pressão dos banqueiros internacionais, as autoridades econômicas brasileiras passaram a empenhar-se a fundo para a obtenção de superávits na Balança Comercial e a elevação das reservas, subordinando a esse propósito qualquer outro objetivo de política econômica.

Através de políticas monetária e fiscal restritivas, as autoridades econômicas visavam promover a desaceleração da ativida-

---

(1) O conceito de reservas utilizado é o do Banco Central: "Reservas Líquidas Externas", que inclui haveres em moedas conversíveis e inconversíveis.

de econômica e, assim, por um lado, desaquecer a demanda por importações, melhorando o saldo da Balança Comercial e, por outro, aliviar as pressões inflacionárias, graças à contração da demanda interna. Além disso, as políticas restritivas tinham também o papel fundamental de encarecer o crédito doméstico para estimular a tomada dos recursos no exterior, viabilizando o fechamento do Balanço de Pagamentos<sup>(2)</sup>.

Esta proposta de política econômica, aparentemente simples e coerente, ao ser implementada revelou-se plena de incoerências. Na verdade, do ponto de vista do objetivo de acumulação de reservas internacionais, no período de 1976 a 1978 a política foi bem sucedida, tendo o montante de reservas se elevado três vezes entre meados de 1976 e dezembro de 1978 (ver tabela 3). Entretanto, este "sucesso" na condução da política econômica em relação ao setor externo implicou em um elevado custo, não só do ponto de vista da contrapartida de problemas a nível interno que acarretou, como do ponto de vista do próprio setor externo, cuja vulnerabilidade a choques externos foi amplificada no período. Porém, o problema cambial, apesar de latente, só revelaria sua verdadeira dimensão em 1979, com o novo choque provocado pela elevação dos preços do petróleo e com a subida das taxas de juros internacionais<sup>(3)</sup>.

Já as contradições a nível interno foram surgindo durante todo o período, como decorrência da própria estratégia adotada, e se avolumando na medida em que seu enfrentamento comprometeria a

(2) Ver pronunciamento de Simonsen na Comissão de Economia da Câmara dos Deputados, Abril/1976.

(3) Não se está aqui querendo negar os inúmeros trabalhos que, à época, já denunciavam os problemas embutidos na política de endividamento externo. O que se pretende ressaltar é que os problemas em si, apesar de já denunciados há muito tempo, começam a exigir providências imediatas apenas em 1979, sob ameaça de déficits insustentáveis no Balanço de Pagamentos.

opção fundamental de controle do setor externo através do endividamento crescente.

A política de incentivo à tomada de recursos externos via elevação das taxas de juros tinha um impacto inflacionário que anulava os possíveis efeitos positivos que a política de corte na demanda interna pudesse ter sobre a inflação. Aparentemente consistentes, a política de incentivo à tomada de recursos no exterior e a política de desaceleração da demanda, ambas através da elevação dos juros internos, revelavam-se inconsistentes. A formação de reservas internacionais decorrente desta política tinha como contrapartida uma expansão monetária superior à desejada para manter estreita a liquidez interna e fomentar a busca por recursos externos, o que exigia novas medidas para enxugar a liquidez. O resultado era a elevação das taxas de juros internas, com impacto inflacionário, e o surgimento da necessidade de se ampliar os subsídios aos mais diferentes setores. O governo captava caro para contrair a liquidez que ele mesmo voltava a ampliar, emprestando barato. Além disso, a utilização das empresas estatais para a obtenção de recursos externos implicava na necessidade da realização de grandes projetos de investimento, aumentando o gasto e impedindo o corte desejado na demanda geral.

O caminho seguido foi o da implementação de sucessivas medidas de curto fôlego que, contraditoriamente, agravavam os antigos problemas e criavam novos ao mesmo tempo em que iam estreitando as possibilidades de atuação da política econômica dentro dos marcos propostos.

O balanço final do período — 1976/1978 — revela um gradativo aumento da vulnerabilidade das contas externas brasileiras, a aceleração da inflação e, como se verá adiante, uma crescente per

da de eficácia dos instrumentos de política econômica. É a partir deste quadro que, no primeiro semestre de 1979, ao assumir o Ministério do Planejamento, Mário Henrique Simonsen procurou implementar o que denominamos "a primeira tentativa" de reordenamento dos instrumentos de política econômica. Contudo, antes de analisá-la, é fundamental examinar com maior cuidado a execução e as contradições da política ensaiada entre 1976 e 1978.

### 1. As principais medidas de política econômica

A nova estratégia de política econômica, fundada no fomento à captação de recursos no exterior via ampliação do diferencial do custo do dinheiro através do encarecimento do crédito interno<sup>(4)</sup>, começou a ser implementada logo nos primeiros meses de 1976 e perdeu durante todo o período. Mesmo em momentos de melhora de liquidez no mercado financeiro internacional não foram feitas modificações substanciais na estratégia de incentivo ao endividamento externo. Os únicos ajustes foram sempre efetuados no sentido de adaptar a política econômica interna à entrada dos recursos externos ou na busca da atenuação dos problemas causados pela estratégia de endividamento.

Os alicerces desta política foram plantados no pacote econômico de abril de 1976, quando inúmeras medidas foram tomadas no sentido de elevar o custo do dinheiro no mercado interno e, desta forma, desaquecer a demanda global e simultaneamente tornar mais atrativo o mercado internacional de crédito:

- . liberação das taxas de aplicação e captação das financeiras e bancos de investimento (Resolução nº 367 do BACEN);

(4) Até então, com a política expansionista em vigor, a preocupação era com o barateamento do crédito externo, o que acabava contribuindo para uma queda no patamar geral de juros da economia.

- . elevação dos recolhimentos compulsórios de 27% para 33% sobre os depósitos à vista a que estavam sujeitos os estabelecimentos bancários e aumento da pena pecuniária devida pelos bancos comerciais, no caso de deficiências relativas ao recolhimento compulsório, para um percentual único de 31% a.a. pelo prazo em que ocorresse a deficiência (Resolução n° 375);
- . aumento de 18% para 22% da taxa de juros de redesconto de liquidez no Banco Central.

Ainda na perspectiva de encarecer o crédito interno, em maio foi efetuado novo aumento na taxa de juros de redesconto de liquidez do Banco Central, que passa de 22% para 28%, chegando a 30% o redesconto punitivo. No mesmo momento foram tomadas medidas acelerando o ajuste dos depósitos sujeitos a compulsório ao novo nível estabelecido em abril. Em julho, o recolhimento compulsório sobre depósitos à vista sofreu nova elevação, passando de 33% para 35% (Resolução n° 382).

Em setembro de 1976, novo e mais rigoroso aperto monetário foi anunciado:

- . revogação das resoluções anteriores que permitiam a liberação de 8% do depósito compulsório dos estabelecimentos bancários para aplicação em financiamento de capital de giro a pequenas e médias empresas. Estas aplicações, obrigatoriamente de 12% do total de depósitos sujeitos a recolhimento compulsório, passaram a ser feitas exclusivamente com recursos próprios (Resolução n° 388);
- . liberação das taxas de juros das operações dos bancos comerciais, o que, face a liberação em abril das taxas das financeiras e bancos de investimento, significava o fim do tabelamento para todo o mercado financeiro (Resolução n° 389);

proibição da conversão dos acréscimos de recolhimentos compulsórios dos bancos comerciais em LTN e ORTN, mantendo-se, portanto, os níveis nominais em títulos federais na data desta resolução: os 35% sobre o total dos novos depósitos à vista que os bancos comerciais recolhiam compulsoriamente ao Banco Central passaram a ser devidos integralmente em dinheiro a partir desse mês (Resolução nº 390).

Ao fim de 1976, o país conseguiu acrescentar US\$ 2,5 bilhões às suas reservas. Segundo as autoridades econômicas de então, graças à política restritiva implementada. Segundo análises menos comprometidas com esta política econômica, graças à "*mudança de sinal verificada no mercado bancário internacional*"<sup>(5)</sup>.

Em 1977, apesar da recuperação das reservas, do bom desempenho comercial observado logo no primeiro semestre e, principalmente, da melhora de liquidez no mercado financeiro internacional, a política econômica, implementada em função da "asfixia cambial" do período anterior, não mudou. Persistiu o fomento à tomada de recursos no exterior, agora com a justificativa de melhorar o perfil da dívida externa e fortalecer as reservas internacionais. Em julho desse ano, com o intuito de alongar o perfil da dívida, e aproveitando as condições mais favoráveis do crédito internacional, o Conselho Monetário Nacional elevou o prazo de carência dos empréstimos contratados no exterior de seis para trinta e seis meses, mesmo às custas de spreads mais elevados, jogando para a década de oitenta o início do pagamento das amortizações das dívidas contratadas a partir de então.

Entretanto, a própria política de indução à captação de

---

(5) Ver Cruz, Paulo Davidoff - "Dívida Externa, Política Econômica e Padrões de Financiamento: A Experiência Brasileira nos Anos Setenta", 1984, Ed. Brasiliense.

recursos externos, na medida em que contribuía para a desaceleração da economia, como será visto a seguir, e, conseqüentemente, provocava uma retração relativa na demanda geral por crédito, obrigava à implementação de sucessivas medidas de incentivo à busca de dólares no mercado internacional.

Neste sentido são tomadas duas importantes medidas no segundo semestre de 1977. A primeira, em julho, é a Resolução nº 432, que permitiu aos mutuários de empréstimos externos via Lei nº 4.131 (que regula os empréstimos recebidos por empresas) a realização de depósitos em moeda estrangeira junto ao Banco Central, que passou a assumir tanto a desvalorização verificada durante o depósito (o risco cambial) como os encargos da dívida (juros e outras taxas). Com esta medida, que já existia para os empréstimos externos tomados via Resolução nº 63<sup>(6)</sup>, as autoridades econômicas visavam dar segurança aos tomadores de recursos externos face a possíveis incertezas da política cambial. Frente a qualquer expectativa de mudança nesta política, os empréstimos externos poderiam ser depositados no Banco Central e após trinta dias retirados, acrescidos da desvalorização do câmbio correspondente ao período em que estiveram depositados.

A segunda medida, implementada em setembro, limitava o atendimento de empresas ou entidades controladas direta ou indiretamente pelo poder público a um máximo de 8% sobre o total das aplicações dos bancos de investimento em operações de empréstimos ou financiamento em moeda nacional (Resolução nº 445). Além disso, por resolução presidencial, os Ministérios foram proibidos de recorrer ao sistema financeiro privado interno (bancos comerciais e de investimento) para o financiamento dos programas de investimento dos ór-

---

(6) A Resolução nº 63 regulamenta a tomada de empréstimos externos em moeda com a intermediação dos bancos comerciais e de investimentos instalados no Brasil.

gãos e empresas a eles subordinados, sem autorização da Secretaria do Planejamento. Promovia-se, desta forma, um verdadeira cerco às empresas estatais, impedindo-as de ter acesso ao mercado interno de crédito. Simultaneamente, praticava-se uma política de preços e tarifas que, com o intuito de ajudar no combate à inflação, corroía sua capacidade de auto-financiamento. Assim, as empresas estatais foram literalmente empurradas ao mercado de crédito exterior, jogando importante papel na política de endividamento externo.

Mas, a partir de meados de 1977, quando o afluxo de recursos externos normalizou-se, a contradição básica da política econômica ganhou corpo. A liquidez interna, alimentada pelo crédito externo, tinha que ser esterilizada para garantir tanto a demanda por novos créditos como a política contracionista interna.

Foi por isso que, em outubro de 1977, na busca do controle da base monetária, foi elevado de 35% para 40% o recolhimento compulsório sobre depósitos à vista a que estão sujeitos os estabelecimentos bancários (Resolução nº 446). Através da mesma Resolução foi elevada de 43% para 47% ao ano a taxa referente à pena pecuniária prevista na Resolução nº 382 de 21.07.76, para os bancos que atrasassem o recolhimento compulsório. Pela Circular nº 357, o BACEN determinou que a contabilização das LTNs vinculadas aos depósitos compulsórios fosse realizada pelo valor da aquisição, e não pelo valor de face<sup>(7)</sup>, implicando, portanto, no aumento efetivo da participação de moeda no compulsório. Pela Circular nº 358 foram elevadas as taxas cobradas pelo Banco Central nas operações de empréstimo de liquidez, de 28% para 30%, no limite normal, e de 30%

(7) As LTNs são vendidas com deságio, o que significa que seu valor de face é maior que o de aquisição.

para 32% na faixa extra-limite<sup>(8)</sup>.

A nova elevação do depósito compulsório ultrapassou o limite máximo previsto por lei, de 35%, e precisou ser implementada através de Decreto-Lei. Este, talvez, tenha sido o primeiro sinal concreto dos limites desta política econômica. A partir de então, a utilização do depósito compulsório, um dos instrumentos mais clássicos para a contenção monetária, ficou comprometida. Isto porque, na época, os bancos comerciais eram obrigados a aplicar a juros subsidiados o equivalente a 12% do total de seus depósitos sujeitos a compulsório em operações de crédito agrícola, 15% em empréstimos às pequenas e médias empresas e 8% para seu encaixe, restando poucos recursos livres para aplicações dos bancos às taxas de mercado. Além disso, tanto devido à inflação como à obrigatoriedade de empréstimos vinculados com taxas de juros inferiores, os depósitos à vista foram perdendo importância em relação aos depósitos captados a prazo, através dos Certificados de Depósito Bancário (ver tabela 12).

De fato, segundo a Resolução nº 446, a elevação do depósito compulsório de 35% para 40% deveria vigorar somente até a segunda quinzena de dezembro de 1977. Ou seja, a medida visava conter a expansão da base monetária no último trimestre do ano e, desta forma, impedir o estouro das metas programadas no Orçamento Monetário<sup>(9)</sup>.

Em novembro, apesar destas medidas implementadas, a ex-

(8) Na verdade, a elevação das taxas de redesconto pode ser considerada um reajuste devido à inflação mais do que um novo aperto de liquidez.

(9) Segundo cálculos das autoridades econômicas de então, tal medida permitiria uma retirada de Cr\$ 7,5 bilhões do mercado, ou 4,5% da base monetária. Com a mesma finalidade, foi anunciado um corte de Cr\$ 5 bilhões nas operações do Banco do Brasil.

pansão dos meios de pagamento superou as previsões devido ao acúmulo de reservas acima do programado. Para contornar este problema o Banco Central estabeleceu, através da Resolução nº 449, que os empréstimos externos que ingressassem no país de 17.11.77 a 20.01.78 deveriam ter seu contravalor em cruzeiros transitoriamente destinado à constituição simultânea de depósito junto ao Banco Central. A liberação dos depósitos somente seria efetuada segundo tabela do Banco Central ou para amortização do principal e pagamento de encargos de empréstimos e financiamentos externos. Novamente buscava-se o controle da base monetária e dos meios de pagamento<sup>(10)</sup>.

Durante 1978, não foi necessário adotar nenhum incentivo adicional à tomada de recursos externos. A melhora de liquidez no mercado financeiro internacional e as medidas implementadas nos dois anos anteriores foram mais do que suficientes para manter um fluxo de entrada de dólares no país bastante superior às metas estabelecidas. Ao fim do ano, as reservas internacionais atingiram US\$ 11,9 bilhões, quando a meta era de US\$ 8 bilhões.

No Orçamento Monetário aprovado em janeiro de 1978 foram novamente projetados acréscimos de 25% para os meios de pagamento e para a base monetária. Para evitar uma expansão maior da oferta de moeda, as autoridades monetárias procuraram conter ao máximo suas operações ativas, principalmente os empréstimos do Banco do Brasil ao setor privado.

Entretanto, já em abril, o Conselho Monetário Nacional decidiu dar uma ajuda financeira aos produtores agrícolas atingidos pela seca. Para contrabalançar o reflexo desta assistência especial na expansão monetária, o CMN, através da Resolução nº 471, adiou, por prazo indeterminado, a devolução do recolhimento compulsório

---

(10) A base monetária cresceu 50,6% no ano e os meios de pagamento 37,5%, quando a projeção era de que crescessem ambos 25% (ver tabela 8).

rio adicional de 5% sobre os depósitos à vista que havia sido instituído nos meses de novembro e dezembro de 1977.

A partir de junho, o quadro complicou-se, pois a elevada captação de recursos externos levou a um aumento no nível das reservas muito superior ao programado e incompatível com as metas de expansão monetária estabelecidas<sup>(11)</sup>. Adotou-se então uma nova série de medidas que visavam impedir a expansão da base monetária e dos meios de pagamento:

- . congelamento dos recursos externos entrados no país a partir de 21 de junho em uma conta no Banco Central (Resolução nº 479 de 20.06.78). Num primeiro momento foi estabelecido prazo de 30 dias para a liberação destes depósitos. Em 14 de julho, o prazo foi estendido para 120 dias e em 14 de agosto o prazo foi novamente estendido, agora para 150 dias;
- . majoração das taxas de assistência financeira de liquidez prestada pelo Banco Central aos bancos comerciais de 30% e 32% ao ano para 33% e 36% ao ano nas faixas intra e extra-limite, respectivamente. A pena pecuniária foi elevada de 43% para 49% ao ano para os bancos comerciais que não observassem os limites de utilização dos depósitos à vista sujeitos ao recolhimento compulsório (Circular nº 388 de 28.07.78).

Ao findar 1978, em novembro, em uma última tentativa de limitar a expansão monetária, foi estabelecido novo cronograma para a liberação dos recursos referentes aos empréstimos externos retidos com base na Resolução nº 479, de junho. Ao vencerem os prazos de recolhimento dos recursos no Banco Central, somente 20% seriam libe

(11) Os meios de pagamento cresceram 10,8% no primeiro semestre, quando a estimativa do Orçamento Monetário era de um aumento de 6,6%.

rados. Outros 40% seriam liberados trinta dias após e os 40% restantes, sessenta dias após. Foram ainda anunciados cortes nas linhas de crédito do Banco do Brasil e a elevação de 8 para 10 anos do prazo mínimo de amortização de empréstimos externos que podiam beneficiar-se de isenções fiscais.

## 2. Avaliação: as incongruências da política econômica

A avaliação da política econômica do período revela uma profunda incongruência: quanto mais restritiva era a política, maiores eram as pressões expansionistas. E a impotência das autoridades econômicas frente a estas pressões levava-as a acentuar o caráter contraditório da política econômica, implementando medidas expansionistas que tinham que ser compensadas por novas medidas restritivas.

O exemplo mais contundente foi o da política de manutenção de elevadas taxas de juros internas para, através do diferencial em relação às taxas internacionais, estimular o endividamento externo, que teve como contrapartida altas taxas de expansão das aplicações das Autoridades Monetárias. Isso porque as altas taxas de juros praticadas no mercado eram proibitivas para certos setores mais debilitados da economia, obrigando o Banco do Brasil a assumir, de forma crescente, o crédito para estes setores a uma taxa inferior. Este crédito subsidiado para as atividades agrícolas, para pequenas e médias empresas e para os setores exportadores passou a exigir um volume crescente de recursos que eram financiados de diferentes formas.

Existiam, fundamentalmente, três tipos de subsídios. Os subsídios diretos se concentravam no setor agropecuário e se dirigiam para o trigo e, dependendo de problemas conjunturais, para o ca-

fê, o cacau e para a política de manutenção de preços mínimos. Estes subsídios são mais fáceis de serem estimados, pois representam um desembolso sem retorno. Os subsídios creditícios eram em grande parte destinados ao setor agropecuário (50%) e ao setor exportador de manufaturados; sua estimativa é muito difícil, como veremos adiante (ver tabelas 13, 14 e 15). Na verdade, este subsídio só se tornava explícito nas contas do governo quando, no ano seguinte, se constatava que o volume de crédito "novo" a ser canalizado para os setores prioritários era mais elevado do que o retorno dos empréstimos anteriores acrescido dos juros. No caso, uma das maneiras de avaliar o subsídio seria pela diferença do custo de captação dos recursos e a inflação.

O terceiro tipo de subsídio era destinado principalmente ao setor industrial: eram os incentivos fiscais e as isenções tributárias (ICM, IPI, Imposto de Importação, abatimento no Imposto de Renda Físico e Jurídico)<sup>(12)</sup>. O ônus deste subsídio recaía no Orçamento da União, diminuindo a possibilidade de transferência de recursos deste orçamento para o Orçamento Monetário, obrigando, portanto, à criação de outras fontes de recursos no Orçamento Monetário.

Um dos setores mais beneficiados por esta modalidade de subsídio foi o setor exportador. A necessidade de superávits comerciais exigia uma política cambial mais agressiva que, no entanto, não era possível de ser implementada porque prejudicaria a tomada de empréstimos externos elevando seu custo. Compensatoriamente, ampliou-se o leque de subsídios para o setor exportador, o que, por sua vez, era fator de pressão monetária, configurando-se assim uma óbvia contradição nos objetivos da política econômica.

---

(12) Na verdade, tratava-se de uma redução da carga tributária.

Paralelamente, a necessidade de combater a inflação exigia o controle de alguns preços básicos da economia com a ampliação dos subsídios diretos (trigo), e o controle dos preços de alguns serviços de utilidade pública (eletricidade, transporte). Esta política gerava déficit corrente em certas empresas estatais, obrigando o governo a subsidiar suas atividades através de transferências do Orçamento Fiscal ou Monetário.

Ampliava-se assim o leque de subsídios e transferências, comprometendo a política contracionista, dificultando a continuidade deste processo. No limite esgotavam-se as fontes de recursos não-monetários, tornando inevitáveis os estouros das metas monetárias.

Ao se analisar os custos reais destes subsídios para as autoridades monetárias, dois erros fundamentais e opostos são frequentes. De um lado, alguns analistas vinculam as entradas de recursos do Passivo Não-Monetário ao financiamento dos subsídios, concluindo que o custo do subsídio é dado pelo custo do dinheiro arrecadado via dívida pública. De outro, estão os que consideram que são os recursos do Passivo Monetário que financiam os subsídios, concluindo que os subsídios tinham custo zero. A realidade é que, como o Orçamento Monetário é uma "caixa preta", a saída de recursos (os gastos) não está vinculada à entrada de recursos e, portanto, o custo real dos subsídios é uma média de todos os custos dos recursos captados pelas Autoridades Monetárias, quer via Passivo Monetário quer via Passivo Não-Monetário, cujo custo é muito superior.

Na medida em que a política econômica se apoiava na contração da base monetária (Passivo Monetário), tanto para o combate à inflação como para o incentivo à captação de recursos externos, a opção foi por financiar a expansão das aplicações das Autoridades

Monetárias com recursos do Passivo Não-Monetário. O uso crescente de recursos do Passivo Não-Monetário foi viabilizado pela criação de sucessivos fundos e programas sob a administração do Banco Central, alimentados com recursos internos e externos; pela arrecadação de recursos para-fiscais como, por exemplo, a quota de contribuição sobre exportação de café; pelos recolhimentos restituíveis sobre importações, viagens ao exterior, óleo combustível e sobre os recursos externos; pela emissão maciça de títulos públicos.

Assistiu-se assim a um perigoso processo de inchaço do Passivo Não-Monetário, com a criação de fontes de recursos segundo as necessidades imediatas, que rapidamente se aproximavam de um ponto de saturamento, tornando-se incapazes de gerar recursos líquidos e obrigando à criação de novas fontes, num processo cumulativo e desgastante. Como exemplo cabe lembrar a criação dos depósitos provenientes da contrapartida em cruzeiros de empréstimos externos, com o objetivo de controle monetário, para evitar que a enorme quantidade de recursos externos que afluíam ao país nos últimos anos tivessem um impacto expansivo na liquidez da economia. Vencidos os prazos de retenção, esses recursos passaram a ser liberados, criando pressões sobre a base monetária. Mais ainda, tais recursos tinham um custo, correspondente ao período em que estavam congelados, dado pela desvalorização cambial e pelo pagamento dos juros contratados no exterior, que eram arcados pelo Banco Central, pressionando as operações ativas das Autoridades Monetárias. De igual maneira, os depósitos prévios restituíveis, sobre as importações, criados com o objetivo de encarecer as contas externas e melhorar o saldo comercial, exerciam pressões expansionistas quando da sua liberação.

Em resumo, a estratégia contracionista levava o governo

a enxugar a liquidez da economia captando recursos de custo elevado que eram novamente injetados na economia através dos subsídios, obtendo um spread negativo.

A dívida pública, que teoricamente seria a principal fonte de recursos do Passivo Não-Monetário, refletiu o resultado mais gritante desta política. Em lugar de cumprir o papel de instrumento fiscal (fonte de arrecadação de recursos para financiamento das contas ativas das Autoridades Monetárias) e de instrumento de controle monetário (para regular a liquidez da economia alimentada pela dívida externa) atuava crescentemente como fator desestabilizador.

A agressiva política de dívida pública teve como contrapartida uma elevação geral das taxas de juros internas, muito acima do nível que seria suficiente para diferenciá-las das taxas de juros externas<sup>(13)</sup>. Isso porque a venda maciça de títulos públicos só poderia ser absorvida pelo mercado mediante uma rentabilidade crescente e estes papéis funcionam como piso para as demais taxas do mercado. Segundo as próprias autoridades da época: "*como as LTNs têm enorme liquidez, curto prazo e absoluta garantia, é impossível captar depósitos a prazo a taxas menores. Acresce que os depósitos a prazo e letras de câmbio recolhem uma percentagem de imposto de renda na fonte que não incide sobre as LTNs. Tabelar os juros, por conseguinte, só é possível tabelando depósitos a prazo; tabelar depósitos a prazo, por sua vez, depende de tabelar as LTNs. E tabelando LTNs é impossível controlar a expansão monetária, pois um de seus instrumentos essenciais, a política de open-*

---

(13) Neste período as taxas de juros internacionais encontravam-se em níveis reais significativamente baixos (ver tabela 16).

*market, torna-se inteiramente passiva*"(14).

A manutenção de altas taxas de juros internas era, portanto, uma opção de política econômica destinada a viabilizar a captação de recursos externos e, ao mesmo tempo, impedir o excesso de liquidez na economia, auxiliando no combate à inflação.

Entretanto, elevadas taxas de juros engordavam o custo da dívida pública, o que obrigava a novas emissões de títulos para cobrir o próprio serviço da dívida. A dívida pública ia ficando cada vez mais distante de sua capacidade de prestar-se a instrumento fiscal, pois o seu crescimento representava, praticamente, o levantamento de recursos para pagar o seu serviço, sobrando poucos recursos para o financiamento das contas ativas das autoridades monetárias(15). Ao mesmo tempo, dado o peso de outras contas do Passivo Não-Monetário, ela perdia agilidade para a função de instrumento monetário. Por exemplo a Resolução nº 432, cujos recursos depositados podiam ser retirados a qualquer momento, expandindo a base monetária, chegou a ter um volume de recursos significativos em relação à própria base (ver tabela 22).

Esta política acabou desencadeando um processo, conhecido à época por "ciranda financeira", que comprometia toda a política econômica. As altas taxas de juros e o processo de desaceleração da economia já em andamento amplificavam as dificuldades dos setores econômicos mais frágeis, obrigando as autoridades econômicas a manter, em contrapartida, crescente o volume de crédito subsidiado, o que, dada a política de controle da base monetária e expansão de reservas, implicava na necessidade de recriar fontes de financia

---

(14) Simonson, M.H. - "Moeda, Juros e Inflação" - Palestra proferida no BACEN em outubro de 1978.

(15) Em 1978, 93,3% da colocação total da dívida interna no ano destinou-se ao pagamento do serviço da própria dívida (ver tabela 17).

mento para os subsídios, quer através da aceleração da colocação líquida de títulos públicos, cada vez mais difícil, quer através da criação de novos depósitos compulsórios. Este processo constituiu-se em um vigoroso mecanismo de realimentação inflacionária que, por sua vez, ampliava as necessidades de subsídios, aumentava o peso do serviço da dívida pública e comprometia ainda mais a política monetária.

Na verdade, já a partir de 1973, assistia-se a uma retomada do processo inflacionário (ver tabela 8), em razão dos desequilíbrios acumulados durante o ciclo expansivo de 1967-1973. Entre os focos de tensão inflacionária destacavam-se: a queda de 3% na produção de alimentos para o mercado interno, entre 1966/67 e 1972/73, provocada pelo crescimento das culturas para exportação; a inflação mundial, internalizada tanto via importações como via exportações de matérias-primas e alimentos (ver tabelas 9 e 10); bem como a primeira elevação abrupta dos preços internacionais do petróleo em fins de 1973<sup>(16)</sup> (ver tabela 18).

Em 1974, a inflação recebeu novo impulso com a implantação de um recolhimento restituível, por seis meses, correspondente a 100% do valor FOB, em cruzeiros, das mercadorias importadas<sup>(17)</sup>. E, a partir de 1976, contribuiu decisivamente para a mudança do patamar inflacionário a política de elevação das taxas de juros domésticas.

(16) Ver Serra, J. - "Ciclos e Mudanças Estruturais na Economia Brasileira do Pós-Guerra" in Revista de Economia Política, Vol. 2/2, nº 6, abr-jun/1982.

(17) O depósito prévio sobre importações foi criado em julho de 1975 (Resolução nº 351), era exigido somente para importações consideradas não essenciais e o prazo para restituição da importância depositada pelos importadores era de seis meses. Em dezembro de 1975, a Resolução nº 354 estendeu a exigência às importações em geral, ressalvados alguns casos especiais (como petróleo, fertilizantes, medicamentos e máquinas e equipamentos com financiamento acima de cinco anos) e o prazo de depósito prévio foi estendido por um ano.

A tendência à elevação do grau de endividamento das empresas privadas no período 1969/75<sup>(18)</sup> e a desaceleração da economia tornavam mais premente para tais empresas o repasse dos seus elevados custos financeiros aos preços de suas mercadorias. No caso das empresas estatais, o maior controle dos seus preços e tarifas a partir de 1976, como já foi dito, levou à deterioração de sua capacidade financeira e à necessidade de maiores transferências do Orçamento Fiscal para estas empresas<sup>(19)</sup>. O comprometimento de recursos do Orçamento Fiscal diminuía a disponibilidade de recursos a serem transferidos para o Orçamento Monetário, obrigando à emissão de mais títulos públicos, ou à utilização de outros mecanismos de financiamento, tais como os depósitos compulsórios, que, por sua vez, contribuíam para a elevação das taxas de juros e da inflação, amplificando todo o processo.

Outro fator importante para a aceleração inflacionária pós-1976 era dado pela agricultura, cujos Índices de Preços por Atacado ficaram permanentemente acima dos IPAs industriais, com exceção de 1977, quando foi praticamente igual (ver tabela 8), e cuja produção apresentou taxas reais de crescimento muito aquém do resto da economia (novamente com exceção de 1977), chegando mesmo a sofrer uma queda de 2,6% em 1978 (ver tabela 1).

Outros desdobramentos das contradições da política econômica ocorreram na política de crédito, demonstrando a impossibilidade do governo implantar uma estratégia contencionista consistente. As fortes pressões, às quais as autoridades econômicas não conse-

(18) Ver Calabi, A.S.; Reiss, G.D.; Levy, P.M. - "Geração de Poupanças e Estrutura de Capital das Empresas no Brasil" - FIPE - 1979.

(19) Em maio de 1977, o CDE, através de decreto, deu poderes para o Ministério da Fazenda determinar reajustes de preços dos órgãos ou entidades de administração federal, direta ou indireta.

guiam resistir, terminavam, de fato, por esterilizar as medidas implementadas, ou por abrir brechas tais na legislação que o caráter contracionista ficava diluído.

As primeiras restrições ao crédito foram impostas em julho de 1976, quando os prazos máximos de crédito direto ao consumidor foram encurtados e a participação mínima dos mutuários nas operações de financiamento praticadas pelas sociedades de crédito, financiamento e investimento foram ampliadas (Resolução nº 383). Simultaneamente, foram impostas restrições ao crédito imobiliário, vedando-se às instituições financeiras não integrantes do sistema financeiro de habitação a realização de empréstimos vinculados por qualquer forma à aquisição de terrenos que não se destinassem ao uso próprio e à produção de unidades habitacionais (Resolução nº 386). Em outubro, determinou-se que os bancos de investimento somente poderiam realizar operações de crédito para produção e comercialização de empreendimentos imobiliários que não se destinassem à urbanização, loteamento ou empreendimentos com finalidade residenciais (Circular nº 311).

Em junho de 1977, nova medida de restrição de crédito ao consumo foi adotada, com a redução dos limites de operação das financeiras no crédito aos consumidores de 12 para 8 vezes seu capital mais reservas. Contudo, já em novembro, nova resolução veio afrouxar o crédito direto ao consumidor, com a autorização para as sociedades de crédito, financiamento e investimento dispensarem a alienação fiduciária em garantia quando o bem financiado fosse de valor igual ou inferior a 20 vezes o maior valor de referência (Resolução nº 450). Também o crédito para as empresas foi aliviado, com a autorização para os Bancos de Investimento prestarem garantias ou concederem empréstimos destinados a financiamento de capi

tal de giro, independentemente da constituição de direitos reais de garantia (Resolução nº 453).

Com relação à política fiscal, as idas e vindas não eram menos frequentes. No caso do imposto sobre exportação de soja, o recuo mediante pressões foi típico. Em março de 1977, foi estabelecida uma quota de 7% ad valorem sobre os preços FOB de exportação de soja em grão, óleo, farelo e torta de soja (Resolução nº 421); em maio, a quota foi elevada de 7% para 12% (Resolução nº 426); em junho, a quota foi reduzida novamente para 7% (Resolução nº 434) e em julho para 4% (Resolução nº 440); em agosto o imposto ad valorem foi suspenso (Resolução nº 441) e, em novembro, o imposto foi restabelecido com uma quota de 3% (Resolução nº 456).

A dificuldade para implementar uma política fiscal mais agressiva pode ser constatada em uma análise do Orçamento Fiscal, que mostra a opção efetivamente assumida pela contenção dos gastos públicos ao invés de uma maior arrecadação. Enquanto a receita da União cresceu em termos reais 14,4% entre 1974 e 1976, seu crescimento foi de apenas 7,5% entre 1976 e 1978 (ver tabelas 19 e 20). Neste último período, apesar do fraco crescimento da arrecadação, o superávit fiscal cresceu em 489%, devido a uma forte queda na taxa de expansão do gasto público que, por sua vez, ao contribuir para a desaceleração do crescimento da economia, levava a menor arrecadação.

Se, de um lado, estas contradições na política econômica levavam à perda de eficácia de seus instrumentos e à amplificação dos desequilíbrios inaugurados na fase expansiva anterior (inflação e dívida externa), de outro, elas amorteciam a própria política recessiva, não impedindo, porém atenuando a desaceleração do investimento e do produto industrial (ver tabelas 2 e 21).

Assim, em 1976, primeiro ano da política contracionista, o crescimento do Produto Interno Bruto ainda se manteve elevado, com uma taxa de 9,7%. Porém, em 1977 a taxa caiu para 5,7%, devido principalmente à forte queda da taxa de crescimento do produto industrial, que passou de 12,4% em 1976 para 3,9% em 1977. Neste ano, foi a extraordinária expansão da agricultura, da ordem de 11,8%, que impediu a queda ainda mais abrupta do ritmo de crescimento do PIB. Já em 1978, o desempenho industrial sustentou a taxa de crescimento de 5% do PIB, posto que a agricultura teve um péssimo ano, com uma taxa negativa de 2,6% (ver tabela 1).

Vista sob a ótica do investimento, a desaceleração não foi maior graças ao desempenho do setor público e, dentro deste, especificamente do Setor Produtivo Estatal, cujo investimento continuou crescendo a taxas significativamente elevadas<sup>(20)</sup>. As taxas de crescimento da Formação Bruta de Capital do Setor Produtivo Estatal (ver tabela 2) conseguiram suavizar o impacto da desaceleração do investimento do setor privado, da administração direta do governo e das empresas públicas não diretamente ligadas à produção (transporte, telecomunicações, etc).

A desaceleração do investimento privado foi a primeira a ocorrer, ainda em 1975, devendo-se muito mais a fatores ligados ao esgotamento do ciclo expansivo do que à política de contenção da atividade econômica que só seria deslançada no ano seguinte. Já a abrupta queda na taxa de crescimento da FBCF da administração direta do governo (11,9% em 1976 para 0,0% em 1977 e 2,4% em 1978) pode ser atribuída à política de corte de gastos governamentais na busca do aperto fiscal e monetário.

---

(20) Coutinho, L.G. e Reichstul, H.P. - "Investimento Estatal - 1974 a 1980: Ciclo e Crise" in Desenvolvimento Capitalista no Brasil nº 2 - Ensaios Sobre a Crise - Ed. Brasiliense.

Tendo, portanto, fracassado em sua tentativa de implementar uma política econômica contracionista para combater a inflação e melhorar o Balanço de Pagamentos, o ministro Mário Henrique Simonsen conseguiu, entretanto, alcançar uma crescente perda de eficácia nos instrumentos de política econômica e deixar o Brasil mais vulnerável que nunca aos azares da economia internacional. Ao final de 1978, seu próprio diagnóstico apontava a necessidade de um reordenamento desses instrumentos, objetivo que ele iria perseguir em sua nova gestão, em 1979, à frente do Ministério do Planejamento.

CAPÍTULO II

SIMONSEN AMEAÇA COM A RECESSÃO

Em março de 1979, tomou posse o novo governo, presidido pelo General João Baptista de Oliveira Figueiredo. O quadro econômico herdado foi bastante problemático: inflação em ascensão; elevado nível das taxas de juros reais internas; um serviço da dívida externa (juros e amortizações) equivalente a cerca de dois terços do valor das exportações e com inevitável tendência à elevação; uma dívida interna que, somada aos depósitos em moeda estrangeira no Banco Central (Resolução nº 432 e Circular nº 230) e combinada em seus efeitos aos subsídios (às pequenas e médias empresas, aos setores agrícola e exportador e ao trigo) e às transferências para as empresas estatais — descapitalizadas pela política de preços e tarifas e de endividamento externo —, compunha um quadro de desordem financeira crescente, cuja administração, sob qualquer hipótese de receituário de política econômica, tornar-se-ia cada vez mais difícil.

O agravamento do processo inflacionário amplificava a necessidade de subsídios e o custo do serviço da dívida interna. Além disso, gerava insegurança quanto à política cambial, implicando no crescimento dos depósitos na Resolução nº 432, em relação aos quais as autoridades econômicas tinham um controle restrito, pois bancos e empresas podiam depositar ou retirar seu dinheiro sem outras restrições além do prazo mínimo de depósito de trinta dias<sup>(1)</sup>.

Mais ainda, a existência de uma massa substancial de subsídios funcionando como uma fonte inesgotável de recursos, alargando a liquidez da economia, da Resolução nº 432, de déficits crescentes nas empresas estatais, resultados da própria política restritiva implementada nos três anos anteriores, tornavam esta política autofágica.

---

(1) Estimava-se que no início de 1979 cerca de US\$1,53 bilhões estavam depositados na Resolução nº 432, 12,9% da base monetária à época. (ver tabela 22).

Foi nesse contexto que tomou posse o novo governo, o que, ao nível das diretrizes gerais da política econômica, não significou nenhuma alteração. O até então ministro da Fazenda, Mario Henrique Simonsen, foi deslocado para o Ministério do Planejamento, de onde passou a assumir o controle geral da política econômica. Mas, mantendo o seu diagnóstico sobre os problemas econômicos do país e a defesa da desaceleração como meio de enfrentá-los, o ministro Mário Henrique Simonsen passou a tentar municiar a política econômica dos instrumentos necessários para efetivar a desaceleração<sup>(2)</sup>.

Iniciou-se assim, a primeira tentativa de reordenamento dos instrumentos de política econômica que, da mesma forma que as seguintes, estava fadada ao fracasso, antes de mais nada porque a concepção teórica que a sustentava era semelhante à do período anterior, a qual já revelara-se inconsistente e ineficaz. Além disso, como nas tentativas seguintes, os limites de atuação eram claros e dados pela estrutura institucional montada desde 1964. Ou seja, na medida em que a atuação restringia-se a questões operativas, os desequilíbrios estruturais não só não eram atacados, como iam se aprofundando.

Além disso, esta "primeira tentativa" frustrou-se até mesmo em seu objetivo de desaceleração da economia. O ministro Mário Henrique Simonsen foi destituído no momento em que ameaçava provocar um choque recessivo. Politicamente, naquele momento não existiam condições para uma verdadeira política recessiva e, economicamente, ainda havia condições para uma "segunda tentativa" que não

---

(2) Em reunião com a imprensa no dia 12.03.1979, onde explicou as diretrizes do Ministério do Planejamento, Simonsen afirmou que não haveria recessão, mas que o gradualismo na política de combate à inflação estaria condicionado à velocidade da resposta que a sociedade brasileira desse ao esforço contencioso do governo.

fosse recessiva, pois a pressão externa era contornável.

### 1. O discurso oficial

Nas entrevistas e documentos lançados imediatamente após a posse do novo governo, o titular do Ministério do Planejamento imputava o fracasso de sua gestão anterior no Ministério da Fazenda no combate à inflação, à falta de um comando único da política econômica e aos problemas institucionais e administrativos existentes no país. Agora, a efetividade da política econômica seria restaurada a partir da centralização, na SEPLAN, da coordenação do CMN e da execução do Orçamento Monetário, além da função de controle do gasto e do investimento público.

Desta forma, a Secretaria do Planejamento parecia concentrar o poder sobre todos os instrumentos de política econômica, permitindo um comando único na condução da estratégia delineada. É curioso notar que nem nos períodos mais autoritários pós-1964 houve tamanha concentração de poder de decisão em relação à área econômica.

A partir da centralização do comando econômico, a nova gestão propunha-se a "sanear" as contas públicas de tal forma que fosse retomado o controle dos instrumentos de política econômica. Num documento lançado em março de 1979 sobre as "diretrizes do Ministério do Planejamento" foi estabelecido que "*O Orçamento da União ajustar-se-á gradativamente ao princípio da unicidade, de modo a nele se incluírem todas as fontes de recursos e responsabilidade da União*"<sup>(3)</sup>. Segundo o documento, tal ajustamento far-se-ia em

---

(3) Ver o documento "As Diretrizes do Planejamento", publicado na íntegra pela Gazeta Mercantil de 11.03.1979.

três etapas, de tal forma que, em 1979 e 1980, o excesso de arrecadação, devido a uma previsão de receita deliberadamente conservadora, fosse esterilizado através da sua destinação à cobertura de encargos da dívida pública federal. Em 1981, considerado a terceira e tapa da política monetária, seriam retiradas as atividades de fomento do Banco Central e mudado o sistema de administração da dívida pública: *"serão incluídas na despesa orçamentária todos os subsídios (inclusive a juros e abastecimento), bem como os encargos da dívida federal ..."*. O documento reconhecia que *"com a perda de elasticidade as operações de mercado aberto limitaram-se praticamente ao giro da dívida"*, preconizando que a partir de 1º de junho de 1981 haveria as seguintes modificações:

- *"será vedado ao Banco Central repassar fundos a qualquer instituição financeira (inclusive ao Banco do Brasil) a taxa de juros inferior a do redesconto de liquidez que, por sua vez, não será inferior à taxa de colocação de títulos públicos no mercado;*
- *"os depósitos dos bancos junto às Autoridades Monetárias serão considerados recursos do Banco Central, e não do Banco do Brasil";*
- *"o Banco do Brasil receberá subsídios do Orçamento da União, e não do Banco Central, deixando de ser classificado como Autoridade Monetária";*
- *"o saldo da dívida pública só poderá crescer em termos nominais para cobrir eventuais déficits no Orçamento da União ou por encargos equivalentes à correção monetária, não incluídos como despesa da União".*

Entre 1979 e 1980, enquanto o Banco Central ainda continuasse a desempenhar atividades de fomento e a dívida pública não estivesse saneada, o documento propunha controle do crédito, dimi-

nuição dos subsídios a juros e redução em termos reais da dívida interna federal (com a utilização de folgas de recursos a serem geradas no Orçamento da União), o que permitiria "*favorecer a queda da taxa de juros nos segmentos livres do mercado de crédito*".

Portanto, afóra a centralização do poder de condução da política econômica na Secretaria do Planejamento e as mudanças nas atribuições do Banco do Brasil e Banco Central anunciadas para 1981, a política econômica anunciada para o novo governo não diferia, em essência, da implementada desde 1976, variando, isto sim, o grau de intensidade pretendido. Como o controle da base monetária através da expansão do Passivo Não-Monetário já havia sido utilizado até a exaustão, não restando outras fontes de recursos para as Autoridades Monetárias, a solução proposta mais uma vez era a diminuição das operações ativas (diminuição dos subsídios e do crédito) e a contenção das despesas do Orçamento Fiscal, ampliando o seu superávit e transferindo-o para o Orçamento Monetário.

## 2. As principais medidas de política econômica do período

Já nos primeiros dois meses do ano, ainda como ministro da Fazenda, Simonsen havia implementado uma série de medidas coerentes com seu diagnóstico sobre os problemas econômicos do país e com sua receita de desaquecimento da demanda global:

- em janeiro foi reduzido de 24 para 18 meses o prazo máximo de financiamento, pelas sociedades de crédito, de veículos fabricados no país (Resolução nº 510 do Banco Central). A mesma resolução estabeleceu o prazo de 24 meses para o financiamento de máquinas e equipamentos, ônibus, caminhões, tratores e aviões, de produção nacional, quando usados, mantendo em 36 meses o financiamento desses bens quando novos. A medida visava provocar a desaceleração

da indústria automobilística, que havia crescido 15,6% no ano anterior;

- em fevereiro foi estabelecido um programa de contenção de despesas públicas baseado em três itens: (a) corte de 20% nos programas financiados com receitas orçamentárias vinculadas; (b) corte de 5% em outros custeios e capital; (c) esterilização do superávit e dos excedentes de receita e reduções reais no volume de financiamentos de investimento a cargo do BNDE. Além disso, o orçamento de despesas de capital das entidades do Governo Federal foi cortado em 7,9% em relação aos níveis aprovados em dezembro de 1978 (Decreto-Lei nº 1.678).

Os cortes no gasto público e nos orçamentos dos Ministérios deveriam desafogar o Orçamento da União e, conseqüentemente, liberar recursos para cobrir parte das contas do Orçamento Monetário, o que reduziria a necessidade de colocação de títulos públicos e abriria espaço para a queda dos juros internos<sup>(4)</sup>. Ao mesmo tempo, a redução no orçamento das empresas estatais, juntamente com a desaceleração do setor privado, segundo Simonsen, conteria naturalmente a demanda de bens e serviços, contribuindo para a queda da inflação.

Em março, mais medidas restritivas foram implantadas: visando agora o setor de eletrodomésticos, foram alterados os prazos máximos fixados para as operações de financiamento ao consumidor realizadas pelas sociedades de crédito, financiamento e investimento, sendo reduzido de 18 para 12 meses o prazo máximo para operarem seus financiamentos para aquisição de bens de produção nacio

---

(4) Pela primeira vez falou-se na queda das taxas de juros internas. Isto porque o acúmulo de reservas internacionais, em 1978, permitiu uma certa "folga cambial".

nal cujo valor fosse superior a 20 MVR vigente no país, excetuando-se os itens: máquinas, equipamentos e veículos automotores de fabricação nacional (cujos prazos já haviam sido reduzidos em janeiro); e de 12 para 9 meses no caso de operações de financiamento de compra de outros bens e serviços, inclusive as operações de crédito direto sem alienação fiduciária (Resolução nº 522). E visando impedir que as empresas estatais compensassem a restrição de recursos de origem orçamentária através do endividamento interno, foi limitada a disponibilidade de crédito dos bancos comerciais a empresas públicas: 50% do valor global das operações de crédito dos bancos comerciais e de investimento deveriam ser obrigatoriamente direcionados para empresas privadas nacionais e 50% para empresas estatais e estrangeiras (Resolução nº 521).

Entretanto, findo o primeiro trimestre do ano, e não apesar mas devido às medidas adotadas em fins de 1978 e início de 1979, os velhos problemas da economia mostravam-se agravados: a inflação mensal de março chegou a 5,8% e a acumulada no ano a 13,8%, contra 9,6% de 1978; e a expansão monetária mostrava-se novamente fora de controle. Em quatro meses já havia ingressado no país 85% do volume limite de US\$ 2 bilhões previsto para as empresas privadas. Além disso, começou a ser liberada a contrapartida em cruzeiros dos empréstimos externos em moeda captados ao longo do segundo semestre de 1978 e retidos pelo Banco Central. A avalanche de recursos externos novos, juntamente com a liberação dos empréstimos antigos, acarretava uma expansão indesejada da base monetária. Mais uma vez surgia a contradição entre a política monetária desejada, a política de fomento ao endividamento externo e a política anti-inflacionária.

A inflação registrada em março assustou as autoridades econômicas que, em nota oficial distribuída pelo Palácio do Planal-

to após a reunião do Conselho de Desenvolvimento Econômico, afirmaram que o índice deste mês "*demonstra grave tendência de recrudescimento do processo inflacionário*", justificando assim o "*elenco de providências*" que estavam tomando, "*de ação imediata e grande eficácia*". Novo pacote econômico foi implementado visando, segundo o ministro Simonsen, a "*um maior resfriamento das atividades econômicas e a redução da taxa de juros, via redução das taxas de LTNs e não através do tabelamento das taxas de juros*"<sup>(5)</sup>.

Foi proibida a emissão de Certificados de Depósito Bancário (CDBs) pelos bancos comerciais, que só poderiam renovar depósitos a prazo com certificados recebidos anteriormente, por prazo não inferior a 360 dias. Para os bancos de investimento ou desenvolvimento o prazo mínimo para recebimento de depósitos a prazo, com ou sem emissão de certificado, também não poderia ser inferior a 360 dias (Resolução nº 530). Limitando uma das mais importantes fontes de recursos dos bancos comerciais, as autoridades econômicas visavam restringir a capacidade de expansão de crédito bancário, o que contribuiria para a contração da liquidez geral da economia, favoreceria o almejado "*resfriamento das atividades*" e, conseqüentemente, conteria a aceleração da inflação graças ao desaquecimento do ritmo de crescimento da demanda agregada. Por outro lado, ao limitar a emissão de CDBs as autoridades econômicas procuravam garantir maior espaço para a colocação de títulos públicos. O volume do giro da dívida pública interna exigia substancial colocação de títulos cujos prazos estavam encurtando e cujas remunerações estavam se elevando. Teoricamente, sem a concorrência de papéis privados no mercado os títulos públicos poderiam ser vendidos a taxas menores e, na medida

---

(5) Ver Gazeta Mercantil de 19.04.1979.

em que a remuneração desses títulos representa o patamar mínimo do mercado, sua queda implicaria na redução geral do nível de juros da economia.

Com o mesmo objetivo de contribuir para a queda das taxas de juros foram implementadas novas restrições às vendas a crédito: as sociedades de crédito, financiamento e investimento passaram a ter que fazer constar, destacadamente, em seus contratos de financiamento a taxa de juros efetiva e o valor total a ser pago pelo mutuário (Resolução nº 535); as operações de financiamento de bens de consumo pelo crédito direto não poderiam ultrapassar 30% do valor à vista (Resolução nº 102 do CIP).

Em geral, as outras medidas restringiam-se a aumentar o poder de controle do Conselho Interministerial de Preços, cujas dificuldades de atuação já haviam sido comprovadas no decorrer dos últimos anos. De imediato, porém com eficácia duvidosa, foi aprovada a redução no aumento já em vigor das tarifas de energia elétrica residenciais de 50% para 40%<sup>(6)</sup>.

Para evitar que a entrada de recursos externos, superior à meta embutida no Orçamento Monetário, continuasse pressionando a base monetária, foi decidido o congelamento de 50% da contrapartida em cruzeiros dos novos empréstimos em moeda estrangeira. Os recursos seriam compulsoriamente depositados no Banco Central, que só assumiria a correção cambial até a data das amortizações. Os 50% restantes também seriam congelados, de acordo com o esquema anteriormente implantado: depois de 150 dias haveria uma liberação parcelada de 20%, 40% e 40%, respectivamente em 30, 60 e 90 dias.

---

(6) Na medida em que já tinha sido anunciado, é óbvio que os agentes econômicos já haviam incorporado este aumento em seus preços ou, se não, que o incorporariam na expectativa de que breve ele seria novamente implementado.

Em maio, outra série de medidas foi adotada dentro da mesma linha que orientava os pacotes anteriores. A promessa de novos cortes no gasto público e nas empresas estatais foi uma vez mais reiterada, sendo definidas mais restrições à tomada de crédito por parte das empresas estatais, à exceção dos casos de antecipação da receita orçamentária, renovação de operação de crédito ou operação previamente aprovada pelo Conselho Monetário Nacional (Resolução nº 539). O prazo de financiamento para aquisição de automóveis de passeio foi reduzido de 18 para 12 meses, exceto os movidos a álcool, cujo prazo manteve-se em 36 meses (Resolução nº 538). Assim, através de apertos sucessivos, tentava-se caminhar para a desaceleração do crescimento econômico.

Ainda em maio, em discurso proferido no Senado, o ministro Mário Henrique Simonsen procurou fazer um histórico da inflação brasileira, apontando os principais fatores que, em sua opinião, realimentavam a inflação; ao mesmo tempo, fez um balanço da política econômica que procurava implementar<sup>(7)</sup>. Tanto em suas considerações teóricas como em sua descrição sobre o recrudescimento do processo inflacionário brasileiro após 1973, o ministro Simonsen apontou fatores que até então nunca aceitara: escassez da oferta agrícola, choque de custos provocado pela política de contenção de consumo de combustível, aumento dos juros domésticos — ou seja, fatores decorrentes da sua própria política econômica de ajuste do Balanço de Pagamentos. Entretanto, a conclusão do ministro, que permeou todo o discurso, foi a de que *"fortes quedas no ritmo da inflação costumam ocorrer nos anos em que se conjugam dois fatores: altas taxas de crescimento do produto agrícola e baixas taxas de crescimento do produto*

---

(7) Ver "A Inflação Brasileira e a Atual Política Anti-Inflacionária". Discurso de Mário Henrique Simonsen proferido no Senado em 31.05.1979.

industrial por desaquecimento da procura". Leia-se: desaceleração da economia como instrumento de combate à inflação. Ou seja, no limite retomava-se sempre à tese central de "excesso de demanda".

"Atingimos o pico da inflação em doze meses, ou estamos num processo mais uma vez ascendente de alta de preços? Embora os futurólogos tenham caído muito de prestígio após a crise do petróleo, parece que a pior fase já foi superada.

Primeiro, porque os índices de preços dos primeiros meses deste ano incorporaram novas componentes de expectativas inflacionárias, ora alimentadas pelas greves, ora por uma falsa apreciação dos reflexos econômicos da abertura política. Os 46,7% de aumento do Índice Geral de Preços de abril de 1978 a abril de 1979 foram inchados com uma componente psicológica, frequentemente observada nas transições de governo, e que superestimam a verdadeira taxa inflacionária, mesmo em fases de azares climáticos.

Segundo, porque após os alarmantes 5,8% de inflação em março, o Governo respondeu prontamente. Não só com o chamado pacote anti-inflacionário de abril. Mas com sucessivas medidas, que já tinham sido antecipadas pelo presidente Geisel, e que obedecem a um princípio de continuidade e constante vigilância na administração do presidente Figueiredo. Numa economia indexada, a inflação não se combate com pacotes episódicos, mas com diária luta corpo a corpo.

Essa luta está sendo empreendida pelo atual governo. O combate à alta de preços não apenas é um capítulo prioritário das diretrizes do presidente da República. Mas, ele está instrumentado de acordo com as bem sucedidas experiências de 1965, 1967 e 1977: o ritmo de expansão dos preços só se modera quando se conjugam a

*austeridade na administração da demanda com o alargamento da oferta agrícola.*

*Um único mês não assegura uma tendência. Mas, pode servir como um bom indício. A inflação de maio não apenas será a menor, até agora, deste ano. Será também muito inferior à de maio de 1978, invertendo o crescimento das taxas acumuladas em doze meses. Para os que apostam na inflação, um castigo. Para os que pensam no Brasil, um alento"<sup>(8)</sup>.*

No mesmo documento, Simonsen fez uma análise extensa das relações entre inflação e juros, rebatendo indiretamente as críticas ao seu diagnóstico sobre a inflação brasileira e à sua política econômica. Apesar de definir a inflação brasileira como híbrida, encerrando componentes tanto de natureza de demanda como de custos, o ministro acabou ignorando o papel dos juros como sinalizador para a formação de outros preços ao considerar que "juros altos costumam ser mais efeito do que causa da inflação", "não podem ser juros altos um foco de inflação de custos, apenas juros em ascensão", pois "inflação é sinônimo de subida de preços e não de preços altos"<sup>(9)</sup>. Além disso, considerou que "o segmento do mercado que funciona a taxas livres de juros é bastante pequeno, correspondendo à quinta parte do total dos empréstimos do país", insinuando que o impacto dos juros sobre os custos em geral era menor do que o que lhe era imputado. Para Simonsen seria impossível tabelar as taxas deste segmento livre do mercado, mesmo ele sendo pequeno, devido à necessidade de controlar a oferta monetária, o que elevava o piso imposto pelos títulos públicos para as taxas de juros na captação de depósitos a prazo e letras de câmbio.

(8) Simonsen, M.H. Idem.

(9) Idem.

Enumerando os fatores que influem na oferta e procura de crédito (que, para ele, determinam a taxa de juros no segmento livre do mercado), Simonsen tenta justificar e garantir a operacionalidade das medidas por ele implementadas até então que, buscando frear o gasto público e reduzir o crédito ao consumidor, permitiriam menor pressão sobre o crédito e facilitariam a queda das taxas de juros.

*"Várias medidas tomadas desde o início do ano visam à conciliação do combate à inflação com o declínio das taxas de juros. Essa conciliação não costuma ser possível quando o combate à inflação é apenas instrumentado pela maior contenção monetária, pois aí o primeiro impacto costuma ser exatamente a elevação das taxas nominais de juros. Só após incômoda defasagem é que cai a inflação e aí a taxa de juros. Contudo, se ao lado das medidas monetárias adotam-se providências fiscais e de seleção do crédito, é possível abreviar as defasagens, quer no que diz respeito à queda das taxas de inflação, quer no que toca ao declínio das taxas de juros"*(10).

Entretanto, o otimismo deste discurso contrastou com a taxa de inflação de junho, que subiu para 3,5% depois de ter caído de 5,8% em março para 3,8% em abril e 2,3% em maio.

### 3. As razões do fracasso

Em meados de 1979 a insatisfação com a condução da política econômica generalizou-se e o próprio ministro Mário Henrique Simonsen, em análise para o Conselho Monetário Nacional feita em 18 de julho, reconheceu o fracasso de sua política.

---

(10) Idem.

Em primeiro lugar, atribuiu a aceleração inflacionária aos aumentos de preços de bens de produção, especialmente materiais de construção, a uma "brusca oscilação" nos preços dos produtos agrícolas, e a "expressivos" aumentos dos itens alimentação e habitação. Em seguida, apontou o recente aumento nos preços do petróleo e o término do acordo de congelamento de preços firmado entre o governo e os supermercados como fatores que poderiam prejudicar "os esforços do governo no sentido de se conseguir, nos próximos meses, redução significativa no ritmo inflacionário".

Depois de dar alguns dados sobre a condução da política monetária<sup>(11)</sup> o ministro afirmava:

"Ao final do semestre, a expansão em período de 12 meses atingiu 48,8%, sendo a maior taxa verificada, em final do primeiro semestre, desde 1965. Com esses resultados, para que a meta de 30% seja cumprida, torna-se necessário que a oferta de moeda se expanda em apenas 12,2% no segundo semestre, o que é bastante problemático, se for levada em consideração a expansão que os meios de pagamento apresentam apenas em cada mês de dezembro (média de 9,2% nos últimos cinco anos).

A margem de crescimento de 12,2% ainda existente, bem inferior ao observado nos últimos anos, implicaria uma sensível redução na liquidez real do sistema nos próximos meses — dadas as perspectivas pouco favoráveis de reduções significativas nas taxas mensais de crescimento dos índices de preços em geral —, justamente num período em que mais se acentua a demanda por moeda e crédito pelos agentes econômicos.

(11) A expansão da oferta de moeda no primeiro semestre foi de 15,5%, contra 11,6% do ano anterior, e o saldo dos meios de pagamento havia superado em 7% o valor projetado no Orçamento Monetário.

Diante deste panorama, reduzir-se a expansão anual dos meios de pagamento e dos empréstimos dos bancos comerciais dos níveis de 48,7% e 59,6%, respectivamente, atingidos ao final de junho (período de 12 meses), para os percentuais previstos no Orçamento Monetário de 30% e 40%, em cada caso, até o final do ano, torna-se tarefa bastante problemática e incerta, ainda que realizados os cortes necessários nas aplicações das Autoridades Monetárias"<sup>(12)</sup>.

Quanto ao setor externo, o documento não é menos pessimista, deixando claro que também neste campo as metas assumidas no início do ano pelas autoridades econômicas estavam comprometidas.

"Quanto à Balança Comercial, conhecidos os dados acumulados de janeiro-maio/1979 das importações: US\$ 6,216 milhões (valores preliminares) e o das exportações: US\$ 5,626 milhões, verifica-se que o déficit comercial nos cinco primeiros meses deste ano já se eleva a US\$ 590 milhões (+ 37%) em comparação a US\$ 431 milhões de igual período do ano passado. Em maio último, o déficit provável foi de US\$ 147 milhões, enquanto para o mesmo mês de 1978 foi de apenas US\$ 24 milhões.

Em relação ao item 'serviços', os resultados apurados indicam déficit de US\$ 1,674 milhões, no primeiro trimestre do ano em curso, superando em 48,4% o saldo negativo registrado no mesmo período de 1978.

Os recursos externos, captados neste primeiro semestre, totalizaram US\$ 4,653 milhões, um pouco menos, portanto,

(12) "Brasil-Análise Econômico-Financeira do Primeiro Semestre de 1979. Perspectivas de Política Monetária para o Segundo Semestre de 1979". Documento apresentado ao CMN em 18.07.1979 pelo ministro do Planejamento.

que em igual período do ano anterior (US\$ 4,834 milhões).

As reservas internacionais — conceito de liquidez do FMI — atingiram US\$ 9.853,1 milhões no final do primeiro semestre, indicando uma redução de US\$ 2,042 milhões em relação à posição de dezembro último<sup>(13)</sup>.

O fracasso na obtenção das metas monetárias, de inflação e relativas ao setor externo foi claramente (embora não explicitamente) atribuído à manutenção da expansão da atividade econômica em níveis elevados.

"Apesar das medidas contracionistas adotadas pelo governo com o intuito de arrefecer o ímpeto de crescimento do produto nacional, o panorama econômico mostra ainda franco desenvolvimento da atividade econômica ...

De fato, ao final de maio (último dado disponível), o produto industrial mostrava taxa de crescimento de 9,3%, com o que a taxa média dos cinco primeiros meses do ano se situou em 8,7%. Esse comportamento pode ser atribuído à demora da resposta da indústria às medidas adotadas, devido ao acúmulo dos pedidos em carteira.

Somente para os bens de consumo duráveis — setor que é mais rapidamente afetado por uma política de desaquecimento econômico, por ser sensível a variações conjunturais — é que se nota certo arrefecimento, com a taxa anual de expansão reduzindo-se de 15,6% em janeiro para 12,5% em maio, embora esta continue elevada, se considerada à luz do arrefecimento que se espera para a atividade econômica<sup>(14)</sup>.

---

(13) Idem.

(14) Idem.

Assim, a alternativa para o segundo semestre era o aprofundamento da política recessiva, o que, aliás, o ministro Simonsen já havia ameaçado em pronunciamento feito em abril, quando afirmou que se as medidas implementadas naquele mês não surtisses os efeitos desejados a solução seria "*aplicar a mesma dosagem que foi aplicada em 1965, quando o produto industrial caiu 5%*"<sup>(15)</sup>.

Foi-lhe, entretanto, impossível cumprir sua ameaça, pois a inflação em ascensão e a perspectiva de um tratamento de choque levaram a um acúmulo de pressões contra a política econômica que resultaram na renúncia do ministro do Planejamento. Os aplausos pela substituição de Simonsen foram unânimes: políticos, empresários e trabalhadores aliaram-se para comemorar o afastamento da recessão como alternativa de política econômica<sup>(16)</sup>.

Em sua carta de demissão Simonsen deixa claro que faltou-lhe força inclusive para funcionar como coordenador de sua estratégia frente aos outros Ministérios: "*como Secretaria (do Planejamento), trata-se de simples órgão de assessoramento do presidente em assuntos econômicos. E, ao contrário do que muitos presumem, faltam-lhe estrutura e poderes legais para atuar como um Ministério de coordenação econômica*"<sup>(17)</sup>. Mais uma vez o discurso oficial atribuía a ineficácia da política econômica a problemas de dosagem e de natureza operacional. Simonsen reiterava assim o argumento que utilizara quando assumira a SEPLAN para justificar a frustração de sua gestão anterior no Ministério da Fazenda no combate à inflação e no ajuste do Balanço de Pagamentos: o problema não residia no

(15) Simonsen, M.H. Pronunciamento no Encontro Nacional Empresa-Governo promovido pela Revista Exame, Abril/1979.

(16) Segundo pesquisa realizada pela Revista Exame em Julho de 1979, 19,29% dos executivos entrevistados consideravam o prestígio do ministro entre bom e excelente; 40,8% regular e 40,1% entre ruim e péssimo.

(17) Simonsen, M.H. Carta de demissão entregue ao presidente da República. Ago/1979.

seu diagnóstico ou na sua política econômica, mas na fraqueza institucional que o impedia de implementar plenamente seu receituário.

De fato, apesar da centralização de poder na Secretaria do Planejamento efetivada no início de sua gestão, as pressões de outros Ministérios eram fortes. Talvez a maior tenha vindo do Ministério da Agricultura, cujo peso devia-se tanto ao seu impacto na economia e no Orçamento Monetário como à força política do então ocupante da pasta, Delfim Neto.

A importância atribuída à agricultura no início do governo Figueiredo deveu-se à preocupação com o seu péssimo desempenho nos anos anteriores, especialmente em 1978, que contribuiu decisivamente para empurrar a inflação (ver tabelas 1 e 8). Porém, a concessão de prioridades ao setor agropecuário era incompatível com a perseguição de rígidas metas monetárias. Foi o próprio Simonsen quem admitiu, no mesmo documento em que fez um balanço do primeiro semestre, que as providências tomadas em relação à agricultura<sup>(18)</sup> "se, por um lado, vieram ratificar a prioridade dada pelo governo à produção agropecuária introduziram, por outro, pressões adicionais sobre a expansão da moeda". A disputa por recursos prometia intensificar-se no segundo semestre.

Outro foco de resistência à política econômica veio dos

(18) As principais medidas foram: "a consideração do custeio agrícola como conta extra-limite no orçamento monetário; a reclassificação dos produtores segundo o valor bruto de sua produção e não mais em função de sua capacidade de endividamento (Resolução nº 540); a adoção de uma tabela progressiva de juros para investimentos rurais, com os produtores que entrassem com maior contrapartida de recursos próprios beneficiando-se de juros menores (Resolução nº 547); a elevação de 15% para 17% do percentual sobre depósitos que os estabelecimentos bancários são obrigados a aplicar em operações típicas de crédito rural (a diferença de 2% obrigatoriamente deveria ser aplicada em custeio) (Resolução nº 556); aprovação de novos critérios para a fixação de valores de financiamento do custeio — que passou a cobrir a totalidade dos desembolsos dos produtores — desvinculando-se do prelo mínimo (Resolução nº 557). Relatório BACEN, 1979.

exportadores, insatisfeitos com a política cambial e a retirada, ainda que gradual, dos incentivos fiscais às exportações de manufaturados. A retirada dos incentivos havia sido uma imposição do GATT e do governo americano, que, após inúmeras pressões e ameaças de retaliação, obrigaram o governo brasileiro a programar a sua extinção gradual nos três anos seguintes. Como compensação ao setor exportador, as autoridades econômicas haviam decidido que a desvalorização cambial deveria exceder a inflação em 4,5% ao ano até 1983. Em junho, entretanto, a inflação já atingia uma taxa acumulada de 25%, enquanto a desvalorização cambial atingia apenas 22,6%.

De outro lado, os tomadores de recursos externos também mostravam-se insatisfeitos ante a ameaça da aceleração das desvalorizações cambiais. Os que conseguiam de algum modo, quer via endividamento em cruzeiros, quer através de recursos próprios, recorriam à Resolução nº 432, ficando a salvo do risco cambial, criando porém um fator de séria instabilidade na política econômica.

O crescimento dos depósitos na Resolução nº 432 e na Circular nº 230 (ver tabela 22) no curto prazo contribuía para contrair a liquidez da economia, porém, no momento em que o risco cambial passasse, haveria uma retirada dos depósitos com consequente expansão descontrolada da base monetária. Criava-se assim um cenário fácil para a especulação, do qual estavam excluídas as empresas endividadas em dólares e sem condições financeiras de entrar no jogo.

Ao mesmo tempo, afugentava-se eventuais novos tomadores de recursos externos num momento em que o quadro internacional tornava-se rapidamente mais difícil. As taxas de juros e o preço do petróleo elevavam-se com reflexos negativos imediatos sobre a Balan

ça Comercial e a de serviços, levando a uma perda de reservas de US\$ 1,8 bilhões somente no primeiro semestre de 1979.

O balanço desse primeiro semestre deixa claro que, dentro dos marcos em que procurava-se mover a política econômica, seria inevitável uma tentativa mais forte de promover a recessão no segundo semestre, o que poucos aceitavam. Esta circunstância, em última análise, levou à renúncia do ministro Simonsen. As reformas nos instrumentos de política econômica por ele propostas e que, à época, passaram a ser consideradas sinônimo de recessão, eram, inequivocamente, fundamentais para a retomada do controle da política econômica. Porém, por si sós, insuficientes e, caso não acompanhadas por uma reforma tributária e por uma política monetária "folgada" ou "neutra", de natureza recessiva.

A unificação dos Orçamentos Monetário e Fiscal, única maneira das contas governamentais tornarem-se transparentes à sociedade, da forma proposta por Simonsen só seria viável com drástico corte nos gastos de maneira a liberar recursos para o pagamento de subsídios e do serviço da dívida. Isto porque, através de uma mudança aparentemente formal, Simonsen tentava eliminar os mecanismos existentes que permitiam a criação de moeda, entre os quais destaca-se a "conta movimento" (ver anexo). Colocando os orçamentos em uma camisa de força, tirava-se o raio de manobra da política econômica na medida em que não se criavam fontes alternativas de recursos. Tentava-se assim sanear todo o passivo criado com as políticas econômicas anteriores, de uma maneira aparentemente equânime, cortando os gastos do governo, sem tocar na estrutura de tributação pré-existente e sem rever a estrutura de gastos.

Ou seja, sem mudanças estruturais mais profundas impu-

na-se uma caminhada recessiva. Sem renegociação da dívida externa, revisão da estrutura de subsídios, reordenação do mercado financeiro interno que permitisse à dívida pública cumprir outro papel, enfim, sem romper os limites institucionais e políticos existentes, só restava o corte acentuado nos gastos e o aperto do crédito e, portanto, a recessão.

A ineficácia e o custo social desta alternativa será examinada na abordagem do período pós-1980, quando, finalmente, foi implementada.

CAPÍTULO III

DELFIM HETERODOXO

Com a queda de Mário Henrique Simonsen, Delfim Neto assumiu o Ministério do Planejamento revestido de plenos poderes. Tanto devido à sua capacidade de articulação política como à sua fama de realizador do "milagre econômico brasileiro" e, mais ainda, devido ao clima geral de insatisfação com relação à proposta recessiva a qual ele supostamente vinha afastar, Delfim Neto pôde centralizar ainda mais na Secretaria do Planejamento o comando da economia. Tal centralização fomentou a ilusão de que agora sim estavam dadas as condições para o reordenamento dos instrumentos de política econômica. Mais uma vez prevalecia a velha tese de que os desequilíbrios da economia brasileira decorriam da manipulação deficiente desses instrumentos e que bastariam decisão e força para eliminar o déficit público, combater a inflação e ajustar o Balanço de Pagamentos.

O ministro Delfim Neto tentou caminhar nesta direção, promoveu uma série de medidas visando recuperar os instrumentos de política econômica mas, inevitavelmente, perdeu-se neste processo e caminhou de volta para a opção recessiva. Inevitavelmente, pois os limites estruturais para a recuperação dos instrumentos de política econômica eram claros e se impuseram.

Delfim tentou combater a inflação e os desajustes do Balanço de Pagamentos mantendo o crescimento econômico. Sua idéia era ampliar a oferta agrícola e de energia, garantindo, através destes dois setores, a expansão da economia com o equilíbrio no Balanço de Pagamentos. Com relação à oferta de energia, principalmente petróleo, sua política foi eficaz, pelo menos no curto prazo, na medida em que permitiu um crescimento da oferta interna, aliviando a Balan

ça Comercial. Já em relação à oferta agrícola, apesar do seu crescimento, ela ficou longe de cumprir o papel que lhe havia sido designado. A política agrícola continuou presa ao velho dilema entre a necessidade de contrair a base monetária e a necessidade de expansão do crédito para viabilizar o incremento da oferta. Mais uma vez a atuação dentro da estrutura institucional pré-existente mostrava seus limites.

Sem reformas na estrutura fundiária, na estrutura creditícia, nas fontes de recursos governamentais, era impossível contar com a agricultura para o seu projeto. Além disso, por melhor desempenho que tivesse, era impossível que a agricultura dessa conta do ajuste externo, principalmente devido aos novos choques externos que estavam ocorrendo e Delfim ignorava. Os problemas avolumaram-se e, novamente, a opção recessiva impôs-se, agora de maneira mais forte devido à pressão internacional.

### 1. O novo discurso

A entrada de Delfim Neto no Ministério do Planejamento foi retumbante!

*"Senhores, preparem seus arados e suas máquinas: nós vamos crescer!" (calorosos aplausos).*

Estas foram as palavras do novo ministro aos empresários presentes à sua posse no Ministério do Planejamento:

*"Nós temos que pôr um fim nesta mania de ficarmos enrustidos dentro das dificuldades apresentando-as como desculpas para todos os problemas. Precisamos encarar as coisas com espírito diferente: temos que crescer muito para superar nossas dificuldades. Temos que produzir mais alimentos, mais manufaturados. Temos que dar emprego para todos, a fim de se esvaziarem as tensões sociais (...).*

*Nós vamos crescer aceleradamente ao mesmo tempo em que conseguiremos equilíbrio no nosso Balanço de Pagamentos e taxas de inflação decrescentes".*

*"Um país só enfrenta e supera uma crise econômica fazendo crescer sua produção" (1).*

O novo ministro do Planejamento recebeu apoio praticamente incondicional dos mais diferentes setores do país, até mesmo de alguns setores até então mais críticos que vinham questionando não só a política econômica de curto prazo mas todo o chamado "modelo" econômico brasileiro dos últimos dez anos.

A euforia passou a reinar entre os empresários, cujas declarações foram extremamente otimistas. A expectativa geral era de que o novo ministro do Planejamento conseguisse reeditar, ainda que em condições e graus diferentes, o "sucesso" obtido entre 1967 e 1973.

*"Com Delfim no comando da economia não há como pensar em recessão" (Gazeta Mercantil da época).*

*"A Nação voltou a respirar ... Até ontem o país era propriedade dos banqueiros; hoje a perspectiva é outra" (Antonio Ermírio de Moraes em reunião do Fórum Gazeta Mercantil).*

*"O ânimo da Nação mudou, e há consciência de que é preciso crescer aceleradamente" (Cláudio Bardella em reunião do Fórum Gazeta Mercantil).*

O alívio geral dado pela certeza de que o perigo da recessão havia acabado era baseado não só no passado do novo minis-

---

(1) Delfim Neto, A. - Discurso de posse - Ver Gazeta Mercantil, 16.08.79.

tro do Planejamento, mas nas suas declarações e entrevistas imediatamente após a posse no novo cargo.

*"Só há uma contradição entre combate à inflação e o crescimento se se partir de uma hipótese de que há pleno emprego. Basta olhar o Brasil para verificar que tal postulado não se verifica. Temos hoje uma sub-utilização brutal na agricultura e uma sub-utilização ainda maior na indústria (exemplo citado é a de bens de capital)"(2).*

Em longa entrevista ao O Estado de São Paulo de 25.09.79, Delfim Neto expôs mais amplamente suas idéias:

*"No Brasil de hoje há uma série de problemas para serem resolvidos ao mesmo tempo.*

*Temos o problema do Balanço de Pagamentos, o problema de energia, o problema da inflação, que está ligado também ao problema de Balanço de Pagamentos e, indiretamente, também ao problema de energia.*

*Vejamos qual a estratégia que se poderia adotar: uma solução, seria provocar a recessão, ou seja, parar tudo ou diminuir a produção, colocar o Caramuru para dirigir os índios e terminar tudo. Quer dizer, espera-se de novo e daqui há quatro séculos começamos tudo outra vez. Essa seria uma solução, uma solução possível que demora mas pode dar certo. Outra solução: é dar um salto qualitativo e passar para o outro estágio, e se este estágio funcionar teremos uma sociedade um pouco melhor, ajustada à situação. Que situação é essa?*

*Nós temos diante de nós, uma escassez física de alimen-*

(2) Ver Folha de São Paulo, 23.08.79.

tos; uma elevação do preço do petróleo sobre a qual não se tem controle; e um problema de Balanço de Pagamentos que já vem de uns cinco ou seis anos, porque nós usamos poupança externa para o consumo interno. Então, só havia um jeito: encontrar, se possível, setores com capacidade ociosa. Por que? Porque, fisicamente, como é que se paga a dívida? Só produzindo. Fisicamente, como é que se supera o problema de Balanço de Pagamentos? Só produzindo na direção correta, isto é, produzindo substituição de importação que exija o menor coeficiente de importação. E como se ataca o problema de inflação? A causa básica da inflação é o déficit do governo; a inflação não é nenhum mistério, a inflação brasileira é a mais primitiva que se pode imaginar. Ela é bem conhecida, é o déficit do governo que precisa ser controlado. Isso não estamos conseguindo. Ao lado então desse déficit há escassez feroz de alimentos; nós tivemos três anos de culturas muito difíceis, e hoje estamos enfrentando uma redução física. Basta ver que estamos importando arroz, feijão, milho, óleo de soja, etc. Quer dizer, estamos importando aquilo que não existe, que não conseguimos produzir suficientemente.

Então, só havia duas saídas: se existissem setores onde a capacidade é ociosa, então se poderia vislumbrar uma possibilidade de saída. Se não existissem esses setores então não haveria mesmo saída e teríamos que voltar atrás. Ou seja: se o Brasil estivesse a plena carga teríamos que voltar para trás. Não haveria outra saída. Mas, se olharmos para a agricultura veremos uma capacidade ociosa imensa.

O que se tinha de fazer era expandir violentamente a agricultura. É o que estamos tentando fazer. E expandir as exportações também violentamente, que é o que tentaremos fazer. Se conseguirmos sucesso nesses dois objetivos teremos um Brasil a plena car

ga. Teremos, assim, chances de começar a reduzir as tensões inflacionárias, se ao mesmo tempo estivermos controlando o déficit do governo. E poderemos assim resolver o problema do Balanço de Pagamentos"(3).

Ou seja, os dois principais problemas econômicos brasileiros — Balanço de Pagamentos e inflação — seriam equacionados mantendo o crescimento. Seu diagnóstico era de que as causas básicas da inflação eram o déficit público e a escassez de oferta agrícola. Baseado na premissa de que havia capacidade ociosa tanto na agricultura como na indústria e que a demanda externa por exportações era elástica, Delfim Neto propunha como estratégia um aumento da produção agrícola e industrial que permitisse um incremento tanto das exportações como da oferta de alimentos para o mercado interno. Paralelamente, sua estratégia previa um incremento da receita do setor público, através da recomposição de seus preços e tarifas e um corte nos subsídios que garantissem o controle do déficit público.

A idéia básica era realizar um ajuste dos preços relativos, elevando as tarifas, desvalorizando o câmbio, controlando os salários, de maneira a financiar o déficit público, incentivar a produção agrícola e as exportações e, assim, garantir o crescimento da economia.

"Hoje, temos um subsídio no trigo de um bilhão de dólares, é claro que não se poderá continuar com isso; na carne temos um subsídio de quase nove bilhões de cruzeiros; no leite de quase cinco bilhões. Estas coisas têm que acabar. Não há como manter um sistema funcionando com tais subsídios, a não ser que se decidisse

---

(3) Delfim Neto, A. - Entrevista ao Jornal O Estado de São Paulo, 25.09.79.

fazer um aumento enorme de tributação, e fazer uma transferência para pagar essas contas. Mas, é óbvio que a tributação vai ser em cima de nós mesmos. Isso é um volume de subsídios que nem o governo aguenta, muito menos a sociedade (...) A minha idéia é aproveitar esse aumento da produção e da produtividade para ir eliminando os subsídios (...)

Aconteceu que foi montado um sistema perverso: você financia tudo através do déficit e este déficit não aparece. Como estava com dificuldade para Balanço de Pagamentos, tinha de tomar muito dólar lá fora, etc. Assim o governo acabou facilitando. Você não ajusta a tarifa de energia elétrica mas toma empréstimo em dólar. Você não ajusta a tarifa da rede ferroviária mas toma empréstimo em dólar. Essa é uma forma primitiva de financiar o déficit"<sup>(4)</sup>.

A proposta de Delfim parecia extremamente atraente: recuperar os instrumentos de política concomitantemente à manutenção do crescimento econômico. Mais ainda, seu discurso enfatizava que era através do crescimento que a economia seria saneada e que os ajustes seriam feitos paulatinamente, de forma a não comprometer os setores mais frágeis, dependentes dos subsídios:

"Não se pode ajustar o Orçamento Monetário em cima da agricultura (...) É necessário primeiro um aumento de oferta. E vai-se ter que reduzir o subsídio mesmo. Se tivermos duas ou três safras boas ou uma boa safra agora, você deixa o cara se capitalizar"<sup>(5)</sup>.

Quanto à exportação, "negociou-se a transferência do crédito do prêmio do IPI, para a taxa de câmbio. Na medida em que se

---

(4) Idem.

(5) Idem.

conseguirá reduzir a inflação, é claro que os reajustamentos serão menores"<sup>(6)</sup>. Ou seja, internamente, através da política cambial e da capacidade ociosa existente, as exportações seriam estimuladas, liberando o país do constrangimento do Balanço de Pagamentos, sem pressionar o déficit público. Externamente, esta política seria viável dado o pequeno peso brasileiro no comércio internacional: "(...) o que queremos aumentar de exportação? É um infinitésimo; queremos aumentar 5 bilhões de dólares por ano, dos quais metade em produtos agrícolas e metade em produtos industriais. O comércio mundial está na ordem de 1 trilhão de dólares, e mesmo com recessão e tudo mais, cresce 3 a 4% ao ano fisicamente. E ainda existe mais uma inflação em cima disso. Então o que estamos querendo crescer é um infinitésimo. Já mostramos que temos capacidade para isso. Depende só de ajudar a política interna"<sup>(7)</sup>.

Além das exportações, o equilíbrio no Balanço de Pagamentos seria atingido pelo incentivo ao investimento externo direto e pelo controle do endividamento das empresas estatais:

"É que a legislação favorece o endividamento. Então você tem capital registrado como empréstimo. Se você criar uma condição adequada, um pedaço disso se transformará realmente em capital. Portanto, acho que temos chance de em dois ou três anos reduzir dramaticamente a taxa de crescimento da dívida externa"<sup>(8)</sup>.

O controle do endividamento externo das empresas estatais passaria a ser rigoroso, contribuindo também para o combate à inflação na medida em que diminuiria sua pressão sobre o déficit público. Para isso, as políticas tarifária e de preços destas empre-

---

(6) Idem.

(7) Idem.

(8) Idem.

sas seriam modificadas de forma a recompor a sua capacidade financeira e evitar que recorressem a empréstimos externos para financiar custeio.

Finalmente, com um déficit público decrescente, Delfim Neto propunha-se a sanear a dívida pública interna:

*"A dívida interna é o outro lado da moeda da dívida externa. O complemento deste déficit, como estava aqui, é a dívida interna. Um mercado de títulos como o Open, um mercado de títulos de LTN, que é um instrumento puramente monetário, acabou tendo certas utilizações de cunho fiscal. Isso é que desarrumou tudo (...) Nós vamos dar ao título de 5 anos as vantagens adequadas para que o sujeito compre esse papel. Essa dívida está uma loucura. Toda a dívida interna do Tesouro está girando totalmente a cada 1,7 dias ... É possível manter isso? (...) Há um aumento da taxa de juros, hoje, por causa de tudo isso que eu estou dizendo. Está tudo bloqueado dentro do mercado aberto. O sistema inteiro está entupido"*<sup>(9)</sup>.

Também no III PND, alterado rapidamente pela equipe do novo ministro do Planejamento, a opção pela resolução dos problemas econômicos através do crescimento é clara. O documento defende a *"necessidade de crescer para criar o maior número possível de empregos"* e argumenta que com as grandes vantagens comparativas que o país possui na área de energia e alimentos a possibilidade de crescimento acelerado é real<sup>(10)</sup>.

(9) Idem.

(10) A equipe de Mário Henrique Simonsen tinha um documento pronto do III Plano Nacional de Desenvolvimento quando deixou o Ministério do Planejamento. Este documento manifestava a preocupação com a manutenção de um *"dinamismo econômico excessivo"* e defendia a necessidade de *"reajustar o modelo redefinir certos traços fundamentais do modelo brasileiro de desenvolvimento recente"*.

Segundo o III PND do ministro Simonsen, *"não se deve propor um dinamismo econômico excessivo nas circunstâncias atuais, mesmo que fosse possível manter taxas muito elevadas de expansão, porque teriam custos inaceitáveis para a sociedade inclusive por agravarem os problemas das contas externas e da inflação e aumentar a dependência do exterior"*.

Entretanto, na realidade, uma análise mais apurada do III PND reescrito pela nova equipe que assumiu o Ministério do Planejamento mostra que este documento foi feito para cumprir uma formalidade e desanuviar tensões. Prometendo que a economia cresceria o *"máximo que for possível"* o documento serviu para que a nova equipe se diferenciasse da antiga, a qual, explicitamente, defendia a desaceleração do crescimento. O novo III PND, no entanto, não se comprometia com nenhuma meta ou mesmo algum plano para o crescimento. Auto-definindo-se como um *"documento qualitativo"* e defendendo a necessidade de não adotar metas rígidas, face às incertezas do momento, o III PND acabou sendo genérico o suficiente para não se comprometer com nenhuma política econômica definida e, muito menos, com um rumo definido para a economia.

Incorporando deturpadamente certas críticas feitas à megalomania das metas estabelecidas nos planos anteriores, o III PND não propõe meta quantitativa alguma. Na realidade, por trás da abertura que pretendeu demonstrar ao não fixar metas quantitativas e propor maior flexibilidade na condução da política econômica, encontra-se o vazio no conteúdo e o descompromisso das autoridades econômicas com relação a um programa concreto.

O III PND refletiu bem o momento político por que passava o país, com o governo assumindo bandeiras antes exclusivas das oposições. Em vários momentos do III PND encontramos uma preocupação com uma melhor distribuição de renda ou melhoria das condições de vida da população:

*"O rápido crescimento da economia pode e deve, portanto, ser conjugado com o objetivo de distribuir a renda gerada. Dentro deste princípio, uma política legítima e viável de distribuição de*

renda deve incluir a manutenção das liberdades democráticas e políticas, inclusive com respeito a negociações salariais. Deve permitir a legítima discriminação do uso dos instrumentos tributários e fiscais da política econômica em benefício da justiça social. E deve orientar a execução da política de desenvolvimento para a obtenção de crescente disponibilidade e acesso aos serviços de educação, saúde, saneamento e previdência social, bem como de moradia, alimentação, transportes e oportunidades de trabalho"<sup>(11)</sup>.

Mas, esta declaração geral de princípios, de boas intenções, não veio acompanhada por um plano concreto de intervenção na economia. Desta forma, as autoridades procuravam apropriar-se das reivindicações de certos setores da sociedade e as esvaziavam, petrificando-as em um documento.

Através do III PND tentava-se, mesmo, cooptar os setores mais críticos da política econômica dos últimos anos, cujo apoio era fundamental para o sucesso da nova estratégia que dependia de uma intervenção simultânea nas finanças públicas, no setor financeiro, no controle de preços, no setor externo e nos salários. Ao contrário da política econômica anterior, recessiva, que deixava ao "livre jogo das forças de mercado" a repartição do ônus da inflação e da desaceleração econômica, o ministro Delfim parecia acreditar na possibilidade da administração da crise, o que, num contexto de abertura política e crescentes reivindicações sociais, requeria um mínimo de apoio político.

Além do controle salarial, a política anti-inflacionária do ministro pressupunha o controle de todos os rendimentos.

(11) Na verdade, o II PND já revelava clara preocupação com a distribuição de renda. A novidade é a preocupação na "manutenção das liberdades democráticas e políticas".

Em suas próprias palavras: "(...) a política de crescimento pela qual optamos não seria viável se não controlarmos também os rendimentos enquanto estamos arrumando a casa"<sup>(12)</sup>.

## 2. As principais medidas de política econômica

O primeiro setor a sofrer intervenção foi o setor financeiro. A nova política econômica não só permitia como dependia de uma certa queda nas taxas de juros internas. Permitia, pois, face ao elevado nível de reservas internacionais, a procura ao crédito externo não seria mais estimulada pelo diferencial entre as taxas de juros interna e externa. Os recursos necessários ao equilíbrio do Balanço de Pagamentos seriam obtidas via superávits comerciais, investimentos diretos das empresas internacionais e captação direta do Tesouro Nacional em nome das empresas estatais<sup>(13)</sup>. E dependia da queda dos juros para o reaquecimento da economia e para o combate à inflação.

Logo em fins de agosto foi aplicado um redutor de 10%, a vigorar a partir de 3 de setembro, nas taxas de mercado cobradas pelos bancos comerciais, sociedades de crédito, financiamento e investimento e bancos de investimento (Resolução nº 560 e nº 561 do BACEN).

Como contrapartida, em setembro foi reduzido novamente de 360 para 180 dias o prazo mínimo para recebimento do depósito a prazo pelos bancos comerciais, de investimento e de desenvolvi

(12) Delfim Neto, A. - Entrevista à Gazeta Mercantil, 22.10.79.

(13) Nesta perspectiva, foi reduzido de 85 para 50% o benefício de isenção, redução ou restituição do imposto de renda incidente sobre juros e comissões remetidos ao exterior e foi criado o CONCEX - Conselho Nacional de Comércio Exterior. Visava-se estimular o ingresso de capital de risco e um "surto exportador".

mento (Resolução nº 566 de 20.09.79). Para os bancos comerciais, a emissão de CDB continuou a ser permitida somente quando se tratasse de renovação de depósitos anteriores com emissão de certificado. Com prazos menores para seus papéis os bancos poderiam concorrer em igualdade de condições com outras aplicações financeiras (títulos públicos e poupança) e reduzir suas taxas de juros.

Na mesma linha de revogação das medidas implementadas no primeiro semestre por Simonsen, foram novamente ampliados os prazos das operações ativas das sociedades de crédito, financiamento e investimento: os prazos máximos de financiamento de automóveis usados foram ampliados de 12 para 18 meses. Os prazos para motos e bicicletas foram elevados de 18 para 24 meses. Do mesmo modo foram dilatados para 15 meses os prazos máximos das operações de financiamento de outros bens e serviços, de produção nacional, de valor igual ou inferior a 15 vezes o maior valor de referência vigente no país, inclusive as operações de crédito direto sem alienação fiduciária. Os prazos das operações de valor superior a 15 MVR foram fixados em 12 meses (Resolução nº 567 de 20.09.79).

Além de tentar abrir um espaço para a queda no patamar geral das taxas de juros, essas medidas visavam a desafogar o setor produtor de bens de consumo durável das medidas restritivas anteriormente implementadas.

Em outubro, seguiram-se medidas que visavam instituir um controle rápido de preços através do Conselho Interministerial de Preços (CIP)<sup>(14)</sup>. Era a vez da intervenção nos setores in-

(14) Logo após sua posse no Ministério do Planejamento, Delfim Neto criou a Secretaria Especial de Abastecimento e Preços, a SEAP, que passou a coordenar o CIP e a SUNAB.

dustriais, cujos produtos a partir de então só poderiam ser reajustados duas vezes por ano, mediante autorização do CIP, depois de comprovados seus aumentos de custos<sup>(15)</sup>. Além disso, procurou-se congelar as margens de lucro, uma vez que ficaram proibidas a correção do montante de lucros a taxas superiores à variação das ORTNs. Segundo o secretário executivo do CIP, com a limitação a dois repasses por ano e a decisão de reajustar os lucros, não na base de concessão de repasses, mas sim de acordo com os índices de ORTN, "o empresário passará a combater com fervor as pressões de custos, pois sabe que só terá repasses em tempo determinado e limitado e, ainda, que perderá na margem de lucro, pois, à medida que a inflação cresça, o lucro crescerá menos, diminuindo na realidade. Só com a inflação menor é que os lucros serão maiores"<sup>(16)</sup>.

O impacto desta medida era ainda maior porque além de limitar o repasse permitido à correção monetária esta passou a ser expurgada. Na verdade, já desde o primeiro semestre esse índice vinha se distanciando do Índice Geral de Preços. Porém, a partir de setembro este processo acelerou-se com o expurgo dos efeitos dos reajustes do petróleo e derivados no IPA (Índice de Preços Por Atacado)<sup>(17)</sup>.

Ainda em outubro, importante passo foi dado na tentativa de controle do setor público com a criação da Secretaria de

(15) Desde 1977, alguns setores industriais gozavam de um regime de "liberdade vigiada", isto é, podiam aumentar os preços de seus produtos e depois enviar os seus demonstrativos de custos ao CIP. Se o aumento fosse considerado excessivo o CIP poderia determinar uma revisão nos preços que, geralmente, era feita apenas no próximo reajuste, o que era vantajoso para as empresas. Outros setores, como por exemplo a indústria automobilística, gozavam de liberdade total para seus reajustes de preços.

(16) Declaração de Júlio Cesar Martins, secretário executivo do CIP, em Gazeta Mercantil de 19.10.79.

(17) Em setembro, o IPA sofreu um expurgo de 30% para efeito de cálculo da correção monetária. Em outubro, o expurgo foi de 52%, com base em problemas agrícolas.

Controle das Empresas Estatais (SEST), cujo objetivo era auxiliar a Secretaria do Planejamento na análise e autorização de gastos e empréstimos externos e internos das empresas estatais, na fixação de preços e tarifas, na fixação de critérios para a remuneração de dirigentes dessas empresas e na emissão de pareceres sobre a criação ou privatização de estatais. A instituição da SEST foi acompanhada de uma proposta de redução de 50% nos investimentos pretendidos pelas estatais e de um corte nos seus empréstimos externos para 1980. Tal redução de 50% nos investimentos, aparentemente drástica, não significava um impacto tão profundo na medida em que, prevendo cortes, as empresas estatais haviam projetado orçamentos superdimensionados para 1980.

No contexto da estratégia do ministro Delfim, de administrar a crise num processo de arbitragem quase napoleônico, com a economia em relativa expansão e o governo mantendo uma margem de manobra para arbitrar ganhos e perdas, o controle das empresas estatais representava, além de uma necessidade efetiva, uma necessidade ideológica. Politicamente, seria impossível legitimar o controle de juros e preços industriais sem, pelo menos ao nível das intenções, controlar as empresas estatais que, no decorrer dos últimos anos, haviam se tornado o verdadeiro "bode expiatório" dos males da economia brasileira, ao menos junto à opinião pública e empresarial mais conservadora. De todo modo, para Delfim o controle das estatais era também uma necessidade efetiva, na medida em que, ele acreditava, permitiria combater um dos focos principais do "déficit público", auxiliando no combate à inflação.

Também em outubro foi aprovada uma nova política salarial, segundo a qual os reajustes passaram a ser semestrais, de for

ma diferenciada por classe de salário<sup>(18)</sup> e com base em um Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC) a ser calculado pelo IBGE. Foi autorizada a livre negociação de um coeficiente de reajuste adicional em função da variação da produtividade de cada categoria profissional<sup>(19)</sup>.

A aprovação desta nova lei salarial foi uma resposta do Ministério do Trabalho às fortes pressões dos trabalhadores. Até outubro, 383 greves haviam sido realizadas em todo o país. Diferentemente de 1978, quando as greves foram basicamente em São Paulo e no setor metalúrgico, em 1979 as greves eram generalizadas tanto por Estados como por categorias profissionais<sup>(20)</sup>.

O ministro Delfim tentou mas não conseguiu impedir a aprovação da nova lei salarial, sofrendo sua primeira e talvez maior derrota. Não obstante, bem de acordo com seu estilo, passou a defendê-la, dizendo-a coerente com sua política de controle de rendas (juros, preços e salários). Em entrevista ao Jornal do Brasil em 14.10.79, Delfim defendeu a nova política salarial como forma de evitar o "desescalabro salarial" que, segundo ele, teria contribuído consideravelmente para o índice inflacionário de setembro. Ao que pare

(18) Até três vezes o valor do maior salário mínimo o reajuste seria de 110% do INPC; entre três e dez salários mínimos o reajuste seria de 110% para os três primeiros salários e de 100% para o restante e acima de dez salários mínimos o reajuste seria igual ao da faixa entre três e dez salários para os primeiros dez salários e o restante seria reajustado em 80% do INPC.

(19) Como forma de implementar a transição da antiga para a nova política foi dado um reajuste geral de 22% a partir de 1º.11.79, data em que a nova lei entrou em vigor, para todas as categorias profissionais com data base compreendida entre novembro de 1978 e abril de 1979.

(20) Ao findar o ano, haviam ocorrido 439 greves, com um total de quase 4 milhões de trabalhadores grevistas, em quase todas as categorias profissionais e todos os Estados do país, excetuando-se o Amazonas. Ver Abramo, L. - "Greve Metalúrgica em São Bernardo: Sobre a Dignidade no Trabalho" - São Paulo - 1985 - mimeo.

ce, pelo menos ao nível do discurso, o ministro do Planejamento passou a considerar a nova lei salarial melhor do que a situação anterior, quando os índices de reajustes governamentais já não eram respeitados, passando a ser frequentes antecipações salariais e reajustes mais elevados para os menores salários<sup>(21)</sup>. Agora, o governo controlaria firmemente a aplicação da nova lei e, ao mesmo tempo, com a definição de apenas dois reajustes de preços anuais e a manutenção das margens de lucro segundo a variação das ORTNs, os empresários não teriam condições de burlar a lei, sob pena de terem de absorver o aumento em seus custos.

A única margem para aumentos superiores era dada pela autorização para a livre negociação de um coeficiente de reajuste ligado à variação da produtividade de cada categoria profissional que, por definição, não poderia ser repassado aos preços.

O passo seguinte foi a implementação de uma série de medidas visando à diminuição do déficit do governo via redução ou eliminação de subsídios, aumento da carga fiscal e eliminação de incentivos fiscais. Atacava-se assim o que, no diagnóstico do ministro Delfim, era o principal foco inflacionário e abria-se espaço para a recuperação dos instrumentos de política econômica.

Assim, no final de outubro a alíquota incidente sobre os lucros das pessoas jurídicas foi elevada. Esta primeira medida visava unicamente recuperar uma queda estimada em 17% na arrecadação do Imposto de Renda das pessoas jurídicas, cuja carga real era de apenas 11% devido aos incentivos fiscais e "brechas" da nova

---

(21) Até 1978 a lei salarial vigente era seguida ao pé da letra, mas, a partir deste ano, eram cada vez mais frequentes antecipações salariais. No ABC, pelo menos, o reajuste semestral já havia sido conquistado.

Lei das S/A<sup>(22)</sup>. A nova alíquota do Imposto de Renda das pessoas jurídicas foi elevada de 30% para 35% e criou-se um adicional de 5% para aquelas que tivessem mais de 70 mil ORIN (cr\$ 30 milhões) de lucro real ou arbitrado. Além das alterações na alíquota foram modificados os prazos de recolhimento, para atenuar as perdas decorrentes da prática de pagar os impostos sem correção monetária um ano depois de encerrado o balanço (Decreto-Lei nº 1.704 de 23.10.79).

Quanto ao recolhimento das pessoas físicas, as primeiras alterações visaram somente antecipar receita. O recolhimento passou a ser trimestral, tanto para pessoas físicas com rendimentos provenientes de outras pessoas físicas, com ou sem vínculo empregatício, decorrentes de profissão legalmente regulamentada, quanto para quem recebia aluguel de outras pessoas físicas (Decreto Lei nº 1.705).

Em novembro, foi elevada de 30% para 35% a alíquota máxima para o desconto do Imposto de Renda na fonte sobre os rendimentos do trabalho assalariado que, em termos líquidos mensais, em 1980, ultrapassassem 308 ORTNs (Cr\$ 150 mil) (Decreto-Lei nº 1.713 de 19.11.79)<sup>(23)</sup>.

Ao mesmo tempo, em reiteradas declarações à imprensa<sup>(24)</sup>,

(22) Segundo o ministro Delfim Neto em entrevista ao Jornal do Brasil de 14.10.79: "a Lei das S/A. é o livro de Euclides, onde estão demonstrados todos os teoremas. É tão perfeita que entregou às empresas o poder de escolher quanto querem pagar de imposto. Hoje, realmente, a empresa só paga imposto se é incapaz de contratar um bom contador".

(23) Os impostos sobre heranças, ganhos de capital e lucros imobiliários, anunciados como eminentes, não foram implementados.

(24) Ver entrevista publicada pelo Jornal do Brasil de 14.09.1979.

o ministro do Planejamento anunciava a eliminação gradual dos subsídios diretos sobre o consumo de trigo, carne, leite e milho até 1982. Quanto ao subsídio creditício, o ministro afirmava que *"todo crédito subsidiado ao setor industrial seria extinto a partir de 1º de janeiro de 1980, com exceção dos dirigidos às empresas do Norte e Nordeste"*. Já *"o subsídio ao crédito agrícola será reduzido a partir de 1980 e acabará totalmente em 1982"*.

Dentro da mesma linha de sanear as finanças públicas e percebendo ser impossível obter ganhos efetivos no combate à inflação ainda em 1979, as autoridades econômicas resolveram reajustar drasticamente os preços dos derivados de petróleo — 58% para a gasolina e querosene e 38% para o óleo diesel (ver tabela 23)<sup>(25)</sup> — e a tarifa de energia elétrica — 55% tanto para consumo industrial como doméstico. Visava-se por esta via recompor a capacidade de auto-financiamento do setor produtivo estatal, fundamentalmente da ELETROBRÁS e PETROBRÁS, cujas tarifas e preços vinham sendo erodidas em termos reais desde 1976 e cuja capacidade de endividamento, tanto interna quanto externa, via-se cada vez mais limitada. Este aumento visou também provocar uma drástica elevação na tributação indireta embutida na estrutura do preço da gasolina, pois o reajuste de 58% não foi distribuído linearmente como era a prática do Conselho Nacional do Petróleo. O item petróleo e refino, que remunerava a PETROBRÁS, foi elevado em apenas 24% contra 170% das parcelas arrecadadas pela União<sup>(26)</sup>.

(25) Até novembro, a gasolina já havia sido reajustada 70,2%, o óleo diesel 89,1% e o querosene 100,2%, enquanto a inflação acumulada no período havia atingido 38,5%.

(26) Para uma análise do preço dos derivados de petróleo ver Silva, A.M. - "Preço Real dos Derivados de Petróleo" in Conjuntura Econômica, Vol. 36, Set/1982, FGV-RJ.

Com esta política, batizada de "inflação corretiva", Delfim Neto pensava concentrar e antecipar os aumentos de preços ainda em 1979 para iniciar 1980 com a "casa em ordem". O nome "inflação corretiva" queria expressar o impacto inflacionário inicial resultante da promoção dos ajustes necessários para a eliminação completa da inflação reprimida, após o qual, segundo o ministro, mediante um adequado controle de preços, juros e salários e uma política também adequada de freio às expectativas de inflação, a espiral de preços retrocederia<sup>(27)</sup>.

Foi precisamente para conter as expectativas e eliminar uma das fontes de pressão inflacionária que as autoridades econômicas firmaram um "acordo de cavalheiros" com os banqueiros, através do qual ficava estabelecido que as taxas de juros pagas por Certificados de Depósito Bancário não deveriam ultrapassar 9% ao ano acima da correção monetária e as taxas cobradas pelos empréstimos feitos com estes recursos não deveriam ser superiores a 12%.

Esse esforço para a redução das taxas de juros permeou toda a política econômica no segundo semestre de 1979, principalmente através da atuação sobre a dívida pública interna. Tentou-se um reescalonamento gradativo da dívida, tornando mais atrativas as aplicações em títulos de longo prazo (ORTN) e diminuindo a oferta dos de curto prazo (LTN). Entre outras medidas que visavam alongar o perfil da dívida pública mobiliária interna, em outubro as autoridades monetárias retiraram das ORTNs de dois anos e juros de 6% a.a. a vantagem que tinham de um mês de juros e correção mone

(27) Sem dúvida o ministro inspirava-se na experiência de 1965, com o Paeg, esquecendo-se, entretanto, das profundas diferenças entre a economia brasileira de 1965 e 1979. Em 1965 não existia a correção monetária, o desequilíbrio externo era de proporção muito menor, a situação do mercado financeiro internacional era diferente e as condições políticas para o arrocho salarial eram opostas às de 1979.

tária e preservaram a bonificação de dois meses de juros e correção monetária para a reaplicação em papéis de 5 anos e 8% de juros a.a. Com o mesmo objetivo foi retirada a cláusula de alternativa de resgate pela correção cambial das ORTNs de dois anos e 6% de juros ao ano. Também auxiliou na valorização e maior procura das ORTNs em detrimento das LTNs a implantação do SELIC — Sistema Especial de Liquidação e de Custódia —, que impediu a negociação de LTNs com cheques administrativos e obrigou à necessidade de pronta exigibilidade de recursos para a transação com estes papéis de curto prazo<sup>(28)</sup>.

O sucesso desta política dependia do estabelecimento de um equilíbrio, a um patamar de juros mais baixo, entre as diversas alternativas de aplicações financeiras existentes no mercado, de maneira a não permitir uma fuga das aplicações indexadas à correção monetária que estava sendo expurgada (cadernetas de poupança e ORTNs). Daí a imprescindibilidade de que o "acordo de cavalheiros" desse certo. Sem ele, as autoridades econômicas teriam que aumentar substancialmente a remuneração de seus títulos para conseguir girar a dívida já existente ou, como acabou acontecendo, teriam que resgatar os papéis, tornando a política de dívida pública expansionista.

Finalmente, em 7 de setembro, foi anunciado um volumoso elenco de medidas de política econômica. De uma maneira geral, este novo "pacote" representou apenas uma continuidade nas medidas tomadas desde a posse do ministro Delfim Neto no Ministério do Planejamento visando a recuperação dos instrumentos de política econômica e a administração dos rendimentos dos diferentes setores da economia.

---

(28) Como resultado desta política e da aceleração da inflação, a participação das ORTNs no total da dívida elevou-se de 45,6% em dezembro de 1978, para 48,2%, no final de 1979, enquanto a participação das LTNs sofreu o declínio correspondente.

Entretanto, no que diz respeito ao timing, este novo pacote representou uma certa ruptura com a política econômica que vinha sendo implementada. De repente, abandonou-se o gradualismo e a cautela com que se vinha gerindo a economia e se implementou um pacote que visava acabar de uma só vez com as "distorções" de preços relativos, alinhando-os de forma a — segundo se acreditava — garantir um crescimento equilibrado, com redução do déficit público e, conseqüentemente, da inflação e ao mesmo tempo garantir o equilíbrio no Balanço de Pagamentos.

Ao que parece, a urgência na implementação das medidas necessárias para os ajustes fundamentais da economia era dada pela franca deterioração das condições não só internas mas também externas nos últimos meses<sup>(29)</sup>. As contas externas brasileiras estavam sofrendo o impacto fortemente negativo do segundo choque do petróleo e da política monetária contracionista americana, que implicava na elevação geral das taxas de juros internacionais, enquanto internamente a inflação tomava novo ímpeto. O "pacote", portanto, visava a um só tempo tranquilizar os credores internacionais, mostrando o empenho em sanear a economia, e garantir as condições internas para que 1980 iniciasse sem desequilíbrios. Colocando a "casa em ordem", ainda que através de medidas duras e da geração de mais "inflação corretiva", esperava-se arrefecer tanto as expectativas inflacionárias como a inflação causada pelo déficit público.

O choque da "inflação corretiva" seria, por sua vez, mais do que compensado pela sinalização de que a fonte inflacionária fundamental — o déficit público, no diagnóstico das autoridades econô

---

(29) A gravidade da situação pode ser avaliada pela dificuldade encontrada pelas autoridades brasileiras em contratar um jumbo loan de US\$ 1,2 bilhão.

- micas — estava sendo estancada com as novas medidas que contemplavam:
- desvalorização cambial de 30%, após a qual voltar-se-ia ao esquema de minidesvalorizações pelo diferencial entre a inflação doméstica e a inflação mundial;
  - eliminação dos incentivos fiscais do IPI às exportações;
  - estabelecimento de um imposto de exportação de 30% para os produtos primários que seria retirado gradativamente nos 30 meses seguintes (Resolução nº 592 de 07.12.84);
  - eliminação do depósito prévio de 100% por 360 dias sobre as importações (criado em 1975) (Resolução nº 584 de 07.12.84);
  - eliminação do depósito sobre os empréstimos externos que havia sido reestabelecido em 50% do contravalor em cruzeiros pela Resolução nº 532 de 18 de abril de 1979. A liberação dos depósitos já constituídos passou a ocorrer por ocasião das amortizações da dívida (Resolução nº 586);
  - redução da alíquota do imposto de renda incidente sobre a remessa de juros, comissões e despesas relativas a empréstimos externos em moeda ou financiamento externo para importação. A alíquota caiu de 12,5% para 1,25% (Resolução nº 587 de 07.12.84);
  - congelamento dos depósitos em moeda estrangeira junto ao Banco Central ao amparo da Resolução nº 432. A liberação passou a ocorrer somente na data de vencimento das parcelas de principal, juros e comissões, com exceção dos depósitos que fossem retirados para serem convertidos em investimento direto de capital ou em casos especiais, a critério do Banco Central (Resolução nº 588 de 07.12.84);
  - alteração do prazo para a liberação dos recursos depositados na

Circular nº 230, que passou a ocorrer 180 dias após a constituição do depósito (Resolução nº 589 de 07.12.84);

- redução do campo de abrangência da lei do similar nacional;
- redução do nível de subsídios creditícios. O nível mínimo de qualquer taxa subsidiada no País passou a ser de 40% da correção monetária, com exceção dos programas especiais para os Estados das áreas da SUDAM e da SUDENE;
- imposição de um teto para as importações do setor público em 1980, com exceção da PETROBRÁS, SIDERBRÁS e ELETROBRÁS, de 80% dos gastos nominais efetuados em 1979.

Segundo o comunicado do Conselho Monetário Nacional<sup>(30)</sup>, o governo decidiu adotar tais medidas para *"inverter a curto prazo a tendência recentemente observada de aceleração inflacionária e agravamento do déficit em transações correntes do Balanço de Pagamentos<sup>(31)</sup>. Ainda segundo o comunicado, era "estratégia consciente do governo realizar, ainda este ano, os ajustamentos fundamentais, absorvendo, inclusive, o ônus transitório de uma inflação corretiva e preparando o terreno para colher resultados mais definitivos, já ao longo do próximo ano. As medidas adotadas buscam harmonizar os instrumentos de política fiscal, monetária, cambial e salarial com o objetivo de corrigir os desequilíbrios externos e internos, sem afetar a capacidade de crescimento da economia, dentro de uma concepção gradualista, porém firme e coerente"*<sup>(32)</sup>.

E o ministro Delfim Neto, em entrevista à imprensa dias após a implementação do "pacote", argumentava na mesma linha, decla-

(30) Comunicado do Conselho Monetário Nacional de 07.12.84.

(31) Idem.

(32) Idem.

rando: "Estas medidas complementam aquelas tomadas anteriormente nos campos monetário, fiscal e salarial. Elas significam o término da formulação da política econômica que vai ser posta em prática a partir de 1980. Basicamente, representam a recuperação da política monetária que tinha sido extinta pela Resolução nº 432. Representam, ainda, a recuperação da política cambial, que também tinha se perdido nesse processo de ajustamento, chamado, impropriamente, de minidesvalorização. Foi, portanto, necessário produzir um ajustamento um pouco maior, para que possamos, agora, voltar a trabalhar com tranquilidade, utilizando taxas reais para as minidesvalorizações, no futuro.

Ao lado disso, um problema sério foi resolvido, com a simplificação muito grande no sistema de importações. Eliminou-se o depósito compulsório, ao mesmo tempo em que foram extintos os créditos de IPI e ICM nas exportações. As coisas ficaram mais limpas e, assim, o sistema de preços vai permitir melhores alocações dos fatores (...)

A esperança, agora, é que em 1980, tendo se recuperado a política monetária, a fiscal, a salarial e a cambial, possamos, realmente, reduzir a inflação e o déficit da balança comercial, colocando como carros chefes da economia a agricultura, a produção substitutiva de energia e as exportações"<sup>(33)</sup>.

Mais adiante, na mesma entrevista, o ministro enfatiza que com as novas medidas "basicamente estamos buscando o alívio no Balanço de Pagamentos", e que o benefício do congelamento da Resolução nº 432 "é tornar as exportações mais competitivas, recuperar

(33) Entrevista publicada pelo jornal O Globo em 09.12.79.

o controle sobre a política de exportação e, em última análise, sobre a política monetária". Em outra entrevista, Delfim Neto, respondendo a uma pergunta sobre o sentido das mudanças, reafirma que com elas "o governo recuperou os instrumentos econômicos (...) porque (antes) nós não podíamos impedir os aumentos. Você tinha a 432 combinada com a taxa de câmbio, então não tinha mais condição nenhuma, pois a perspectiva de desvalorização cambial determinava a taxa de juros. E determinava os depósitos na 432. Então, a base era comandada por decisões inteiramente independentes do governo (...) (agora) a solução desse problema de congelamento da 432 é que as pessoas vão trazer dólares sem gerar cruzeiros só para acertar a escrita entre elas"<sup>(34)</sup>.

Ou seja, além de incentivar e até mesmo forçar a tomada de novos recursos externos, o pacote "inverteu os preços relativos (...)" tornando a "exportação realmente uma atividade extremamente rentável". Mais ainda, o rebaixamento do imposto sobre remessa de juros permitiria que a taxa de juros externa ficasse abaixo da interna, incentivando também a busca de crédito externo.

Entretanto, apesar da ênfase dada pelas autoridades econômicas no caráter regulador das contas externas do novo conjunto de medidas<sup>(35)</sup>, este pareceu ser secundário frente ao ganho fiscal imediato por elas proporcionado.

A máxidesvalorização de 30% permitiu a redução dos subsídios ao setor exportador de manufaturados e a imposição de um imposto de exportação sobre produtos primários com uma alíquota de

---

(34) Entrevista ao jornal Gazeta Mercantil de 14.12.79.

(35) Através do estímulo às exportações e aos empréstimos externos.

30%, medidas que deveriam resultar em um incremento nas receitas fiscais do governo. Quanto à Balança Comercial, a imposição de um imposto de exportação praticamente anulou os benefícios da desvalorização cambial para os exportadores de produtos primários<sup>(36)</sup>. E a retirada dos subsídios fiscais para as exportações de manufaturados deveria compensar o ganho com a máxidesvalorização.

Os possíveis ganhos nesta área poderiam advir quase exclusivamente do alinhamento que estas medidas significavam em relação às normas que gerem o comércio internacional, estabelecidas pelo GATT, com o conseqüente fim das pressões e acusações de dumping que os produtos brasileiros sofriam, e a diminuição das sobretaxas instituídas em decorrência destas acusações<sup>(37)</sup>.

Por outro lado, para cerca de 30% das importações houve a eliminação do depósito compulsório de 100%, por 360 dias, o que compensou o aumento dos seus preços em cruzeiros decorrente da desvalorização cambial. Os outros 70% das importações, compostos principalmente por matérias-primas e máquinas e equipamentos e, portanto, com forte inelasticidade de preço, não deveriam sofrer redução, principalmente pela facilidade em repassar custos numa economia indexada como a brasileira.

Do ponto de vista dos ganhos fiscais, esperava-se que o balanço final do pacote fosse extremamente positivo, ainda que pe

---

(36) Estava programada uma redução gradual deste imposto para incentivar as exportações com a recuperação de seus preços. Mas, poucos dias após, as pressões do setor exportador foram tão fortes que alguns produtos foram liberados do imposto de exportação (por exemplo, a soja).

(37) Com efeito, logo após estas medidas — fim do depósito prévio sobre importações, fim dos incentivos fiscais às exportações, revogação da lei do similar nacional — a sobretaxa (direitos compensatórios) que incidia sobre as importações americanas de ferro-gusa brasileiro passou de 24,3%, em média, para 9,15%. A sobretaxa sobre calçados, que era de 4 a 9%, baixou para 1% e várias outras passaram a ser reavaliadas pelo Departamento do Tesouro Americano.

queno no primeiro ano após sua implementação. Isto porque, nesse ano, a entrada dos recursos provenientes dos impostos de exportação de produtos agrícolas e da ampliação das tarifas de importação (possibilitada pelo fim da lei de similar nacional) seria contrabalançada pela devolução dos depósitos prévios de importação e viagem ao exterior, além da perda fiscal decorrente da diminuição da alíquota de imposto de renda sobre remessa de juros e comissões de 12,5% para 1,25%<sup>(38)</sup>.

Ainda quanto ao setor externo, é interessante notar que, na verdade, o conjunto de medidas implementado em dezembro de 1979 buscava aliviar a situação do Balanço de Pagamentos muito menos pelo incentivo às exportações do que pelo aprofundamento do endividamento externo.

O velho estímulo utilizado nos últimos anos, de manter as taxas de juros internas mais elevadas do que as externas, tornara-se incompatível com a política anti-inflacionária que estava sendo perseguida, principalmente num momento de elevação das taxas de juros internacionais. Mais ainda, o projeto de manter a economia crescendo dependia da manutenção das taxas de juros internas em patamares baixos. Por isso, tentava-se agora, ao invés de elevar essas taxas, baratear o custo dos empréstimos tomados no exterior reduzindo de 12,5% para 1,25% a alíquota do imposto de renda incidente sobre as remessas de juros e comissões e eliminando a retenção de 50% do contravalor em cruzeiros dos empréstimos externos.

Paralelamente, o congelamento da Resolução nº 432, a-

(38) Segundo estimativas oficiais, a perda de receita fiscal decorrente da redução da alíquota do IR seria da ordem de Cr\$ 18 bilhões. Também na época, a Receita Federal avaliou que o acréscimo de receita seria de Cr\$ 100 bilhões, enquanto que a devolução dos depósitos prévios estava estimada em Cr\$ 70 bilhões, havendo assim um saldo positivo, ainda sem contar o que deixaria de ser gasto com subsídios. Para 1981 esperava-se um saldo maior.

lêm de viabilizar a maxidesvalorização e, desta forma, permitir a eliminação dos incentivos e subsídios à exportação, era visto como mais uma forma de incentivar a busca de novos recursos no exterior. Segundo o ministro Antonio Delfim Neto, as empresas cujos recursos tivessem sido congelados na Resolução nº 432 teriam que recorrer ao mercado externo para obter novos recursos com os quais pagariam os débitos internos feitos para arrecadar os recursos depositados. E o volume de depósitos na Resolução nº 432 encontrava-se significativamente elevado (US\$ 3,7 bilhões), ao que tudo indica devido à forte especulação quanto a uma possível maxidesvalorização que crescia nos últimos meses e, ao que parece, ao vazamento de informações quanto à mudança na política cambial, às vésperas da maxidesvalorização. Isto porque a Resolução nº 432 funcionou como um instrumento de socialização das perdas para as empresas endividadas no exterior, cujos custos financeiros sofreram forte impacto com a maxidesvalorização. Houve uma verdadeira transferência de um passivo oneroso do setor privado para o setor público, que arcou com o alto custo do endividamento externo das empresas que depositaram na Resolução nº 432<sup>(39)</sup>. Embora os depósitos dessas empresas tenham sido congelados, seu prejuízo cambial foi coberto pelo governo, o que para as autoridades econômicas da época era uma garantia para afastar temores quanto ao risco cambial na contratação de novos empréstimos externos.

Para as empresas com débitos externos que não haviam se beneficiado da Resolução nº 432 foi oferecido um subsídio fiscal, através de um decreto que permitia que as empresas que houvessem tomado empréstimos em moeda estrangeira deduzissem do Imposto de

---

(39) Os recursos depositados na Resolução nº 432 alcançavam às vésperas da maxidesvalorização um nível de US\$ 3,5 bilhões.

Renda, exercício de 1980, o total da perda cambial causada pela maxidesvalorização<sup>(39)</sup> (Decreto-Lei nº 1.733 de 20.12.79).

Convém notar ainda que o descongelamento dos recursos depositados na Resolução nº 432 poderia ser deferido no caso de pagamento de vencimentos das obrigações externas, para o atendimento de projetos "prioritários" e em "casos especiais", bem como no caso de transformação da dívida existente em capital de risco. Esta última hipótese era mais um reforço a uma já tradicional e inglória tentativa.

Em 16 de janeiro, foi anunciado pelo Conselho Monetário Nacional um novo e decisivo conjunto de medidas visando basicamente complementar o pacote de dezembro e evitar alguns efeitos colaterais indesejados que provocara. Tentava-se a um só tempo reverter as expectativas inflacionárias exacerbadas pela maxidesvalorização de dezembro e criar mais condições de segurança para a retomada dos empréstimos externos.

As principais resoluções foram:

- pré-fixação da correção monetária em 45% para o ano, sendo o valor nominal da correção monetária das ORTNs fixada com antecedência de dois meses;
- pré-fixação da desvalorização cambial em 40% para o ano, sendo o reajuste feito através de minidesvalorizações em intervalos frequentes e irregulares;
- fixação de um teto de 50% para a expansão dos meios de pagamento

(39) A perda referia-se ao pagamento dos juros e amortizações realizadas efetivamente em 1979 e à parcela resultante da dívida, somente sendo considerada perda cambial o limite da variação das ORTNs — 47,2%. A parcela que excedesse a variação das ORTNs (56,5%) seria abatida na base de 20% ao ano nos próximos cinco exercícios, a partir de 1981, ou então acrescida ao custo do bem ativo imobilizado.

durante o ano;

- reintrodução do depósito temporário, em 75% do contravalor em cruzeiros dos recursos externos ingressados no país. Os depósitos teriam sua primeira parcela, de um terço, liberada sessenta dias após a constituição do depósito (anteriormente este prazo era de 150 dias). A segunda parcela seria liberada após 30 dias e o restante após 60 dias. Tais depósitos seriam regidos pela Resolução nº 432, que cobria os juros e a desvalorização cambial durante o prazo do depósito (Resolução nº 595 de 16.01.80);
- elevação do coeficiente de captação dos bancos comerciais no exterior de 2 para 4 vezes o valor de seu capital mais reservas, sendo que em "casos especiais" o Banco Central poderia reduzir a obrigatoriedade de aplicação de 50% do valor da operação de crédito para empresas nacionais (Resolução nº 595 de 16.01.80).

A fixação da taxa cambial e da taxa de correção monetária para o ano significava o controle de três preços fundamentais da economia: a taxa de juros externa, a taxa de juros interna e o custo das importações. Esperava-se assim, segundo nota emitida pela SEPLAN, *"introduzir um corte entre a inflação passada e a inflação futura"* e, desta forma, reduzir *"o fator de realimentação do processo de aumento de preços, criando-se condições objetivas para a reversão mais rápida das expectativas inflacionárias"*<sup>(40)</sup>.

A lógica das medidas era clara. O controle imposto pelo Banco Central sobre as taxas de juros praticadas pelos bancos — em média 54% a.a. na captação<sup>(41)</sup> — ficava facilitado pois a pré-

(40) Ver jornal A República de 17.01.80

(41) Na verdade, a taxa efetiva sempre foi superior devido à prática de "operações por fora", tais como exigência de reciprocidade.

fixação da correção monetária desviaria recursos das cadernetas de poupança e dos títulos da dívida pública (ORTN e LTN) para o mercado de atuação dos bancos privados, composto essencialmente por Certificados de Depósitos Bancários (CDBs), permitindo abaixar a taxa de juro média de captação dos bancos e conseqüentemente a taxa de juro média da economia. O controle das taxas de retorno no sistema financeiro, por sua vez, repercutiria sobre os preços dos produtos industriais, cujos custos financeiros seriam reduzidos, facilitando o cumprimento da regulamentação sobre controle de preços do Conselho Interministerial de Preços (CIP), que determinava que a margem de lucro das empresas deveria ser corrigida pelas ORTNs, agora com correção pré-fixada em 45%.

Desta forma, as autoridades econômicas acreditavam ter realizado um verdadeiro cerco na economia, tendo controlado os principais preços — do dinheiro, dos produtos industriais, dos serviços públicos e dos serviços reajustados pelas ORTNs (aluguéis, prestações do BNH, etc) —, o que, juntamente com o combate ao déficit público e a recuperação do controle sobre a liquidez da economia adquirida com o congelamento da Resolução nº 432 e com o congelamento de 75% do contravalor em cruzeiros dos recursos externos captados, permitiria a desaceleração da inflação até o patamar de 50% no ano.

Ao mesmo tempo, pensava-se que estas medidas complementares de janeiro representavam uma garantia mais do que suficiente para a entrada dos recursos externos necessários ao fechamento do Balanço de Pagamentos, estimados à época entre US\$ 16 e US\$ 20 bilhões. A pré-fixação da correção cambial diminuiria a repercussão negativa da maxidesvalorização de dezembro sobre os tomadores de recursos no mercado internacional, além de tomar a taxa de juros externa inferior à interna. E a capacidade dos bancos comerciais captarem recursos no

exterior, via Resolução nº 63, foi elevada de duas para quatro vezes seu capital e reservas.

Como do lado das exportações a pré-fixação da taxa cambial poderia trazer problemas, colocando em risco a meta de exportação almejada<sup>(42)</sup>, o Imposto Sobre Exportações, que havia sido estipulado em 30% sobre o preço no pacote de dezembro de 1979, foi reduzido<sup>(43)</sup> (Resolução nº 596 de 16.11.80).

### 3. As contradições da política

A fragilidade do esquema montado começou a evidenciar-se logo nos primeiros meses de 1980. A inflação, ao invés de arrefecer, recrudescia, saltando de 77,2% em dezembro de 1979 para 81,6% em janeiro de 1980; 82,5% em fevereiro e 83,9% em março (taxas acumuladas de doze meses (ver tabela 8). Por outro lado, a tomada de recursos externos sofreu uma verdadeira paralização, levando à queda das reservas internacionais de US\$ 9,7 bilhões em dezembro de 1979 para US\$ 8,8 bilhões em janeiro de 1980 e US\$ 8,0 bilhões em março. Esta queima de reservas era quase deliberada, na medida em que se esperava negociar taxas melhores para novos recursos externos, mas, sem dúvida, ela refletia problemas graves no Balanço de Pagamentos.

(42) A meta era a obtenção de equilíbrio na Balança Comercial com US\$ 20 bilhões de exportações e US\$ 20 bilhões de importações e uma necessidade bruta de recursos de US\$ 16 bilhões. Entretanto, o relatório do ministro Karlos Rischbieter considerava a possibilidade de um déficit na Balança Comercial entre US\$ 4,4 bilhões e US\$ 7,5 bilhões e uma necessidade bruta de recursos de US\$ 21,1 a US\$ 24,2 bilhões. Este relatório foi, sem dúvida, um dos motivos de sua saída do Ministério.

(43) A redução do imposto de exportação estava programada para ser implementada gradualmente. A redução já em janeiro foi, na realidade, fruto das violentas pressões feitas pelo setor exportador.

mentos. A própria dificuldade em se conseguir spreads menores era um reflexo da situação.

Quanto à inflação, vários foram os fatores que contribuíram para sua aceleração. Somaram-se fatores decorrentes da própria política econômica a fatores autônomos. O principal, sem dúvida, foi a ilusão de que seria possível implementar um drástico ajuste de preços relativos após o qual readquirir-se-ia estabilidade nos preços. Ou seja, foi a própria política econômica que contribuiu decisivamente para o salto no patamar inflacionário.

Em uma economia com um nível de indexação tão generalizado quanto a brasileira, qualquer reajuste de preços em um determinado setor seria respondido com reajustes em outros setores, provocando uma espiral inflacionária que revelou-se incontrolável. Delfim falhou ao acreditar que através do controle de preços interromperia este processo. Quanto mais alta a inflação, maior é a oscilação entre os diversos preços; quanto maior a oscilação, maior as defasagens entre os preços e mais difícil é o seu controle, pois a paralização dos preços em qualquer nível gera perdas e ganhos inaceitáveis para os diferentes agentes econômicos.

A maxidesvalorização, anunciada como parte da política de inflação corretiva, ou seja, como uma medida saneadora, apesar de inflacionária no curto prazo, revelou-se um poderoso fator de aceleração inflacionária, cujos efeitos extrapolaram largamente o curto prazo. Em primeiro lugar, exerceu forte impacto sobre os preços dos produtos importados. A idéia de que este impacto seria neutralizado pela retirada do depósito prévio sobre as importações não era real, na medida em que estes só atingiam cerca de 30% das importações. Além disso, a maxidesvalorização repercutiu negativamente sobre as empresas endividadas no exterior, cujos passivos incharam de uma

hora para outra, pesando sobre seus custos. As empresas privadas em dividas repassaram aos seus produtos finais este custo da maxidesvalorização. E as empresas estatais que recorrentemente vinham sendo utilizadas para captar recursos externos também o fizeram, contribuindo para a aceleração inflacionária.

Agravando este quadro, a expectativa quanto à política cambial, provocada pela quebra da regra de minidesvalorizações, levava os agentes econômicos endividados em dólar ou importadores de bens e matérias primas a embutir em seus preços um seguro contra novas desvalorizações acentuadas, contribuindo desta forma para o processo inflacionário. A expectativa cambial repercutia até mesmo, ainda que indiretamente, nos preços dos produtos que não utilizavam insumos importados, através do clima de incertezas criado. Não só as empresas com passivos em dólar passaram a adotar estratégias defensivas. Generalizou-se a adoção do dólar como unidade de conta para a avaliação patrimonial ou das mercadorias e, através de vasos comunicantes, todas as empresas foram obrigadas a realizar seu cálculo de reposição de mercadorias em dólar. Esta dolarização progressiva da economia produziu uma irreversibilidade no processo de elevação de preços, solapando qualquer política monetária ou de controle de preços.

A maxidesvalorização repercutiu também nos preços dos produtos primários exportáveis, cujos preços internos elevaram-se acompanhando os preços externos, principalmente devido à retirada do imposto de exportação estabelecido justamente para evitar os ganhos propiciados pela maxi.

A "inflação corretiva" foi outro importante fator de aceleração inflacionária. Visando controlar o déficit público, realinhava-se os preços e tarifas públicas a um nível compatível com a

eliminação dos subsídios ao consumo de bens e serviços públicos. Os reajustes destes preços, que funcionam como verdadeiros "preços-faróis" para o resto da economia, provocavam mais inflação na medida em que os setores industriais remarcavam seus preços incorporando novos custos, o que, por sua vez, obrigava a novos reajustes dos bens e serviços públicos, num processo recorrente. A situação piorou com a maxidesvalorização, que repercutiu sobre os custos das empresas estatais, obrigando-as a maiores reajustes.

O resultado final desta tentativa de realinhamento dos preços relativos implementada por Delfim Neto foi uma elevação de todos os preços em níveis absolutos. Sua política de controle de rendimentos fracassou. Subiram os preços públicos, subiram os salários, subiu o câmbio, tudo isso em condições de deterioração dos termos de troca. A maxidesvalorização chocou-se com a nova política salarial que impediu uma drástica mudança na relação câmbio/salário. Subiram os dois preços e o ganho que se procurava para incentivar as exportações foi anulado. A mudança na política salarial, não prevista por Delfim, impediu que os salários funcionassem como colchão amortecedor de sua política de controle de rendas e, mais ainda, criou uma rigidez para a baixa da inflação.

Outro fator importante foi a evolução dos preços dos produtos agrícolas. Nos três primeiros meses do ano o Índice de Preços por Atacado dos produtos agrícolas cresceu 20,3%, enquanto o dos produtos industriais crescia 17,2%, dando os primeiros sinais de que os preços dos produtos agrícolas não auxiliariam no combate à inflação (ver tabela 8).

Supostamente, o crescimento da produção agrícola solucionaria simultaneamente os problemas de energia (substituição do

petróleo), Balanço de Pagamentos e custo da alimentação, surgindo, portanto, como importante elemento de combate à inflação. De fato, tanto o aumento da área plantada como a elevação do nível de produtividade permitiram uma safra muito boa, principalmente se comparada com o fraco desempenho das duas safras anteriores<sup>(44)</sup>. No entanto, em virtude desse medíocre desempenho dos últimos anos, as necessidades de formação de estoques particulares, agudizadas pelos movimentos especulativos, provocados inclusive pela baixa taxa de juros, impediram que o governo formasse estoques reguladores, limitando desta forma seu poder de estabilização sobre os preços dos alimentos. A difícil situação das contas externas, por outro lado, impedia que o governo recorresse maciçamente à importação para regular os preços internos. Mais ainda, os preços internacionais de alguns produtos agrícolas aumentavam os preços internos e fomentavam exportações.

Desta forma, se a agricultura não representou um dos fatores inflacionários preponderantes como ocorreu em anos anteriores, não chegou a cumprir o papel anti-inflacionário que lhe era reservado pelas autoridades. Para isto, a safra teria que ter crescido em um volume incrível, algo impossível sem reformulações profundas na política agrícola.

Aqui, mais uma vez, fica nítida a necessidade de intervenções mais profundas para corrigir os desequilíbrios da economia. Desde meados da década de 70 a agricultura brasileira vinha perdendo dinamismo, mantendo, não obstante, uma crescente abertura para o exterior. Assim, ao lado de um declínio da disponibilidade interna

---

(44) Em 1978 e 1979 houve um significativo recuo da produção de grãos que provocou verdadeiro choque de oferta.

de alimentos que por si só resultava em instabilidade no setor, assistíamos a uma crescente desproteção "contra a internalização de eventuais crises no comércio internacional. Desta forma, os preços dos produtos agrícolas tornaram-se mais vulneráveis à política cambial e à conjuntura internacional, num contexto de maior variação desta conjuntura tanto a nível de preços como de demanda"<sup>(45)</sup>.

A necessidade de uma nova estrutura institucional que desse conta de uma realidade que havia se transformado nos últimos anos era premente<sup>(46)</sup>. Entretanto, uma nova estrutura institucional implicava em romper o jogo de interesses que sustentava a velha política agrícola, a qual, dada a sua fragilidade, ficava à mercê do clima.

Entre outros fatores que também contribuíram para a aceleração inflacionária destaca-se, sem a menor dúvida, o choque externo provocado pelo salto do preço do petróleo de US\$ 18,20 por barril para US\$ 30,13 (preços médios da OPEP) nos primeiros meses de 1980 (ver tabela 18). Ressalte-se que sobre este aumento dos preços externos pesou ainda a má desvalorização, ampliando o impacto nos preços internos. Apesar de ser um choque inflacionário externo, sobre o qual as autoridades econômicas não tinham controle, não se pode deixar de assinalar que a política econômica ignorou este impacto, não tomando nenhuma medida que o amortecesse.

---

(45) Para uma discussão aprofundada do assunto ver Dias, G.L. da S. e Mendonça de Barros, J.R. - "Fundamentos Para Uma Nova Política Agrícola", Brasília, Novembro de 1983 - CFP - Col. Análise e Pesquisa - Vol. 26.

(46) "O setor agrícola sem dúvida vem reduzindo a taxa de crescimento da produção corrente, vem apresentando maior variância na produção, e, finalmente, por reduzir seu investimento, vem diminuindo sua capacidade de crescer por absorção de novas áreas, com impactos severos sobre o setor industrial produtor de insumos". Ver Mendonça de Barros, J.R. - "Transição e Descontinuidade no Crescimento Agrícola" - junho de 1984 - mimeo.

O fracasso da política anti-inflacionária implementada pelo ministro Delfim Neto deveu-se, portanto, à sua superestimativa da capacidade de controlar os preços e deprimir as expectativas inflacionárias, num contexto de fortes mudanças de preços relativos importantes.

Nenhum agente econômico estava disposto a aceitar as perdas, assumindo o ônus da "inflação corretiva" e permitindo a interrupção do processo contínuo de realimentação inflacionária. Teria sido necessária uma atuação muito mais forte de Conselho Interministerial de Preços, atuando como juiz das perdas dos diferentes setores. Uma atuação drástica do CIP era fundamental, por exemplo, para impedir que o custo dos reajustes semestrais dos salários fosse repassado aos preços. A perda da política salarial como colchão amortecedor da inflação poderia não ter tido um resultado tão negativo sobre os índices inflacionários se o CIP tivesse tido força política para administrar de fato os preços.

Sem dúvida, uma política efetiva de controle de preços era condição mais do que necessária para o esquema dar certo. Porém, não era condição suficiente. Sem uma reordenação das fontes de financiamento do governo, que excluísse a maxi, sem uma política agrícola diferente, enfim, mais uma vez, sem reformas estruturais de fôlego, mesmo com um CIP forte, não seria viável o controle da inflação. Em algum momento os estrangulamentos viriam à tona, provocando um salto do patamar inflacionário.

Em relação aos fatores que levaram à quase paralização do fluxo de financiamentos externos e à concomitante piora do Balanço de Pagamentos caberia mencionar, em primeiro lugar, o estreitamento da liquidez internacional, fundamentalmente devido à política monetária contracionista dos Estados Unidos, que acarretou um salto

das taxas de juros de cerca de 14,4% em dezembro de 1979 para 17% em fevereiro de 1980 (ver tabela 16). A elevação dos juros foi acompanhada da elevação dos spreads cobrados ao Brasil, cuja imagem no mercado financeiro internacional vinha degradando-se rapidamente<sup>(47)</sup>. Os credores brasileiros manifestavam abertamente sua insatisfação com a condução da política econômica pressionando o Brasil a recorrer ao Fundo Monetário Internacional, o que o obrigaria à implementação de uma política econômica ortodoxa através da qual consideravam assegurado o pagamento dos empréstimos realizados ao Brasil. A pressão manifestava-se não só na exigência de maiores spreads como na própria dificuldade para a obtenção de empréstimos, independentemente dos seus custos.

Tentando quebrar esta resistência da comunidade financeira internacional<sup>(48)</sup>, em fevereiro as autoridades econômicas brasileiras fizeram uma verdadeira peregrinação aos principais centros credores, defendendo a coerência de sua política econômica e minimizando o "risco Brasil", garantindo a capacidade de pagamento da dívida externa.

O fracasso desta viagem é revelado pela queda das reservas internacionais brasileiras (ver tabela 3). Não só a retração dos banqueiros internacionais era maior do que a avaliada pelas autoridades econômicas brasileiras, como o impacto do pacote econômico de dezembro sobre os eventuais tomadores de recursos externos havia sido muito mais negativo do que o previsto.

(47) Ver Batista Jr., P.N. - "Mito e Realidade na Dívida Externa Brasileira". Editora Paz e Terra - Rio de Janeiro - 1983.

(48) Em fins de 1979 o governo brasileiro, através do Tesouro Nacional, teve séria dificuldade para a contratação de um jumbo loan de US\$ 1,2 bilhão. Os grandes bancos que lideravam o empréstimo quase não conseguiram repassá-lo para os bancos de segunda linha, assustados com o "risco Brasil".

A insegurança quanto à política cambial provocada pela maxidesvalorização foi de tal ordem que nem a posterior pré-fixação da desvalorização do dólar em 40% para o ano de 1980 conseguiu eliminá-la. E, ao contrário do previsto pelo ministro Delfim Neto, o congelamento da Resolução nº 432 também não incentivou a busca por mais dólares.

Além da paralização da entrada de empréstimos externos, assistiu-se a uma rápida e acentuada deterioração da Balança Comercial brasileira, que acumulou um déficit de US\$ 1,4 bilhão somente no primeiro trimestre do ano (ver tabela 3). Por um lado, o gasto com importações crescia devido à elevação do preço do petróleo e ao encarecimento das máquinas e equipamentos resultantes de uma franca piora das relações de troca do país (ver tabela 5) e devido à expectativa cambial que fomentava um processo especulativo, de antecipação de importações. De fato, a pré-fixação da correção cambial também não conseguiu estancar este processo. Muito ao contrário, tornou ainda mais lucrativa a formação de estoques de produtos importados, o que se evidencia pelo volume de compras de alguns produtos em quantidades inexplicavelmente superior aos últimos anos (fertilizantes e produtos químicos principalmente)<sup>(49)</sup>. Por outro lado, a receita de exportações crescia menos que o esperado graças à piora das relações de troca e ao adiamento das exportações provocado pela pré-fixação cambial.

Frente a este quadro — déficit comercial crescente, e elevação da conta de juros e contração do fluxo de recursos externos — evidenciou-se o equívoco na política referente ao setor externos. A gravidade da situação exigia medidas imediatas que sequer

---

(49) Algumas importações, como fertilizantes, tinham linhas de crédito subsidiadas, o que tornava a estocagem ainda mais atraente.

foram tentadas, dada a expectativa de que logo o mercado internacional se reconstituiria e readquiriria confiança no Brasil.

Nessa altura, dada a situação do Balanço de Pagamentos e da inflação, a estratégia "heterodoxa" chegava praticamente ao seu fim. A alternativa voltava a ser a opção recessiva, que, aparentemente, garantiria o retorno dos empréstimos externos e impediria, através de cortes nos gastos, o estouro do déficit público e da inflação.

#### 4. O caminho de volta

Já no início do segundo trimestre, apesar do discurso oficial continuar defendendo a estratégia implementada argumentando que a inflação cairia no segundo semestre, que a Balança Comercial melhoraria a partir de abril (com a entrada das safras agrícolas) e que a captação de recursos externos seria normalizada quando houvesse uma queda nos spreads, delineavam-se os primeiros sinais de uma reviravolta na política econômica que acabaria consubstanciando-se em novembro de 1980, quando retomou-se a opção por uma estratégia recessiva, sem espaço para tergiversações heterodoxas.

O caminho de volta teve início com a limitação em 45% do crescimento das aplicações dos bancos comerciais, bancos de investimento e das sociedades de crédito e financiamento imobiliário, no exercício de 1980 (Resolução nº 605 de 02.04.80)<sup>(50)</sup>. Os recursos bancários que excedessem este limite de exportação passariam a ser aplicados obrigatoriamente em títulos públicos. Tentava-se as-

---

(50) A resolução excetuava as operações decorrentes de programas governamentais de repasse de recursos de instituições oficiais e as de repasse de recursos externos.

sim criar um mercado cativo para os títulos públicos, de maneira a poder colocá-los sem ter que elevar sua remuneração, evitando-se assim o risco de reativar a "ciranda financeira".

Em seguida, foram fixadas novas alíquotas para o Imposto sobre Operações Financeiras, o IOF, e ampliado seu campo de incidência<sup>(51)</sup>. Foram elevadas as alíquotas das operações de crédito e seguro; foi estendida a incidência do IOF para as operações de câmbio para exportação; e as importações de bens e serviços foram taxadas em 15% até 30 de agosto e em 10% a partir de 1º de setembro (Resolução nº 610 de 18.04.80)<sup>(52)</sup>.

Tanto a contenção da expansão do crédito interno como a triplicação do IOF sobre as operações financeiras internas, perseguem, através do aumento das taxas de juros internas, incentivar a tomada de recursos no exterior. No mesmo sentido se enquadra o aumento substancial nas taxas de redesconto de liquidez para os bancos comerciais (assistência financeira de emergência). Voltou-se assim ao mecanismo utilizado amplamente por Simonsen no período de 1976 a 1979. O crédito interno era restringido e seu custo elevado, enquanto a expansão do crédito externo era estimulada.

A taxaço de todas as importações de bens e serviços em 15% obviamente pretendia desestimulá-las, especialmente as desti-

---

(51) O IOF foi criado pela Lei nº 5.143 de 20.10.66, incidindo apenas sobre operações de crédito e seguro, não incluindo operações de câmbio.

(52) As alíquotas para operações de empréstimos até 365 dias aumentaram de 0,2% para 0,6% ao mês. As operações de prazo igual ou superior a 365 dias passaram a ter alíquota de 6,9%, cobrada no ato da concessão do empréstimo. As operações de câmbio para importação de petróleo, efetuadas pela PETROBRÁS, inicialmente não isentas do IOF, foram posteriormente isentas pela Resolução nº 612 de 08.05.80. As operações de compra de imóveis através do SFH também foram isentas posteriormente, com exceção dos financiamentos da CEF. Pela mesma Resolução foram isentas as importações de insumos agrícolas, de livros e periódicos, as operações de turismo, as importações sob o regime de draw-back e as efetuadas por conta e ordem do Tesouro Nacional.

nadas à formação de estoques especulativos. Ao mesmo tempo, esperava-se afastar o temor de uma nova má desvalorização na medida em que a instituição desse imposto equivalia a uma maxi para as importações.

Além destas finalidades específicas, o aumento das alíquotas do IOF e a ampliação de seu campo de incidência deveriam cumprir um importante papel como fonte de receita fiscal<sup>(53)</sup>. Continuava-se assim, através da política tributária, buscando a eliminação do déficit público.

Neste campo, outras medidas foram anunciadas em abril: a inclusão das bonificações, dividendos e lucros no Imposto de Renda; a regulamentação do Imposto Territorial Rural e a instituição de um empréstimo compulsório de 10% sobre rendimentos não tributáveis ou tributáveis apenas na fonte pagadora, acima de Cr\$ 4 milhões para o exercício de 1980, com base no ano de 1979. A devolução seria parcelada, a partir de 1982, sem correção monetária e com juros de 6% ao ano<sup>(54)</sup>.

Essas medidas, juntamente com as implementadas em fins de 1979, deveriam permitir um substancial aumento da arrecadação. Entretanto, ficava-se longe da profunda reforma tributária necessária para cobrir o chamado déficit do governo, amplificado pela aceleração inflacionária. Era, portanto, fundamental atuar do lado do

(53) A arrecadação através do IOF mais que quadruplicou entre 1979 e 1980, passando, neste último ano, a perfazer 10,8% da receita tributária da União.

(54) Dada a forte reação contrária, as condições de abrangência e devolução deste empréstimo compulsório tiveram que ser atenuadas, apesar da própria justificativa oficial do Decreto lembrar que as mil maiores rendas do país pagavam apenas 1,03% do imposto arrecadado. A correção monetária foi aplicada à devolução e os juros caíram para 3%; o empréstimo ficou limitado ao máximo de 3% do patrimônio líquido do contribuinte e os bens gravados com usufruto, habitação e uso ficaram isentos. Somente para a alienação de imóveis foi aumentada a taxa pelo redução da cota de depreciação, que caiu de 10% para 5%.

gasto público. Com esta finalidade, em maio procurou-se fortalecer o controle da Secretaria do Planejamento sobre as empresas estatais, obrigando-as a transferir integralmente ao Fundo Nacional de Desenvolvimento, gerido pela SEPLAN, os resultados atribuíveis ao governo federal em seus balanços anuais<sup>(55)</sup>.

Em maio também foi dado outro passo na direção da velha política econômica com a elevação de 1,25% para 15% do Imposto de Renda cobrado sobre os juros, comissões e despesas dos empréstimos externos e financiamentos para importações (Resolução nº 613 de 08.05.80). Anulou-se assim a medida de dezembro de 1979, que havia reduzido a alíquota de 12,5% para 1,25%, visando diminuir o custo em cruzeiros dos empréstimos externos. Assim, ao invés de aproveitar a redução dos juros externos ocorrida em maio para reduzir os juros internos, mantendo o diferencial, as autoridades econômicas preferiram elevar o imposto, garantindo uma maior arrecadação.

Ao mesmo tempo, foram anunciadas mais medidas para estimular a captação de recursos no exterior<sup>(56)</sup>. Ao Banco Central foi delegada competência para conceder, em caráter excepcional, após o exame de cada caso, autorização para as instituições financeiras aumentarem o volume de suas captações e aplicações decorrentes da Resolução nº 63, cujo limite era de duas vezes seu capital mais reservas. Foi suspensa a proibição contida na Resolução nº 63 de que os Estados, Municípios e empresas públicas tomassem recursos no exterior. Foi também flexibilizada a liberação dos depósitos em moeda estrangeira para repasse no país, desde que tivessem decorrido não

---

(55) Estes dividendos, até então, eram revertidos para acumulação de reservas nas próprias empresas.

(56) Neste momento, as reservas já haviam caído para o preocupante nível de US\$ 6,7 bilhões, muito próximo ao necessário para três meses de importações, padrão internacional de reservas.

mais de quinze dias de sua constituição e esta tivesse sido efetivada com recursos já repassados anteriormente.

Em junho, o quadro geral da economia brasileira era apreensivo. O Balanço de Pagamentos mantinha um péssimo desempenho, refletido na continuidade da perda de reservas. A Balança Comercial acumulava um déficit de US\$ 2 bilhões e a captação de recursos externos, ao longo do primeiro semestre, havia sido feita praticamente só pelas grandes empresas estatais (como PETROBRÁS e BNDE), que inclusive haviam encontrado dificuldades na formação dos sindicatos de bancos emprestadores.

A inflação acumulada em doze meses aproximava-se dos 100%, ampliando a defasagem com a correção monetária, que acumulada em doze meses alcançava 55,8%. Tal defasagem, resultante da pré-fixação da correção monetária, além de revelar-se inútil como instrumento de combate à inflação, provocava sérios desequilíbrios, principalmente no mercado financeiro, contribuindo para o clima geral de incertezas, propício a especulações e alimentador de expectativas inflacionárias. Ao tornar-se a taxa de juros real negativa pensava-se frear a especulação financeira. Entretanto, sem alternativas, a massa de capital à procura de valorização fácil recorria ao mercado paralelo de crédito, onde as taxas de juros eram bem superiores às tabeladas, ou à especulação com estoques de mercadorias e ativos imobiliários. Tal especulação era ainda mais atraente no caso de produtos importados graças à pré-fixação cambial. A elevação do IOF sobre as importações só conseguiu aumentar as pressões inflacionárias, sem estancar as importações especulativas. E a elevação do imposto sobre operações financeiras internas terminou contribuindo para o crescimento do mercado paralelo de notas promissórias e também para a inflação, através do aumento dos custos financeiros das

empresas.

Desta forma, a quebra da "ciranda financeira", com o rebaixamento da rentabilidade dos títulos públicos, alongamento do perfil da dívida e desaceleração do seu crescimento, que vinha sendo perseguida desde o segundo semestre de 1979, foi compensada pelo desenvolvimento de outras aplicações de natureza especulativa.

De fato, no primeiro semestre a rentabilidade das LTNs sofreu uma queda drástica, induzindo as Autoridades Monetárias a efetuarem um resgate líquido desses papéis, fator que contribuiu para a manutenção de taxas de juros domésticas em níveis muito inferiores aos vigentes nos últimos anos. Porém, face às incertezas criadas com as pré-fixações das correções monetária e cambial e derivadas das crescentes dificuldades do Balanço de Pagamentos, esta queda das taxas de juros (que alcançaram níveis negativos em muitos casos), ao invés de abrir espaço para a queda da inflação, repercutiu de maneira inversa, amplificando os desequilíbrios e, com eles, as pressões tanto externas quanto internas para uma inversão drástica nos rumos da política econômica, em direção à recessão.

Em meados de 1980 a experiência heterodoxa encontrava-se no auge do impasse. Por um lado, o discurso oficial continuava negando a alternativa recessiva e reafirmando a expectativa de colher resultados positivos durante o segundo semestre. E, coerentemente, tentando-se aplacar as tensões, mantinham-se as pré-fixações da correção monetária (fixada em 50% para os próximos doze meses, julho de 1980 a junho de 1981) e da correção cambial (em um nível inferior a 50%, na dependência da inflação externa). Por outro lado, contraditoriamente, foi implementado um novo e vasto conjunto de

medidas de corte restritivo, abrangendo a área monetária e as empresas estatais.

Através do Conselho de Desenvolvimento Econômico resolveu-se:

- cortar em 15% os investimentos programados pelas empresas estatais para 1980;
- obrigar as empresas estatais a aplicarem em títulos da dívida pública federal, de prazo mínimo de seis meses, os excessos decorrentes da diminuição dos seus dispêndios globais ou de recursos que superassem as estimativas iniciais;
- obrigar as empresas estatais a compensar com reduções em outras rubricas as despesas de pessoal e encargos sociais que eventualmente excedessem o novo valor orçado dos dispêndios globais;
- obrigar a que o passivo circulante ou financeiro das empresas estatais apresentasse, mês a mês, no máximo saldo equivalente àquele constante do balanço de 31.12.79, corrigido segundo os índices de variação das ORTNs, sendo que as empresas que eventualmente se encontrassem acima deste teto disporiam de 60 dias para enquadrar-se;
- fixar novos tetos para cada Ministério, ficando a especificação de cada empresa estatal a ser estabelecida de comum acordo entre o Ministério respectivo e a SEPLAN;
- outorgar à SEST a compatibilização das fontes de recursos com o novo teto de gastos, autorizando a contratação de crédito interno e externo e receitas derivadas de preços e tarifas, estas últimas em articulação com a Secretaria de Abastecimento e Preços;
- cortar adicionalmente em US\$ 1,1 bilhão as importações, locações

- ou arrendamentos mercantís de produtos estrangeiros no mercado interno, a serem realizados pelo setor público federal em 1980<sup>(57)</sup>;
- restringir em cada Ministério e órgão da Presidência da República a utilização de veículos automotores, cortar viagens a serviço, reduzir viagens ao exterior e a aquisição de veículos e moradias funcionais;
  - estabelecer limites salariais nas empresas estatais;
  - proibir até 31 de dezembro de 1980 a contratação de pessoal por órgãos federais, a qualquer título, e a ampliação da mão de obra indireta através de convênios ou firmas privadas de prestação de serviços.

Como nos últimos anos vários cortes nos orçamentos das empresas estatais haviam sido anunciados bombasticamente sendo ignorados na prática, acreditou-se, inicialmente, que estas Resoluções do Conselho de Desenvolvimento Econômico eram mais uma vez apenas uma satisfação às pressões internas, e agora também externas, contra as estatais e o déficit público. A realidade porém era que desta vez, de fato e não apenas ao nível da retórica, a política recessiva estava sendo implantada<sup>(58)</sup>.

(57) Em 06.02.80, o CDE já havia restringido as importações governamentais a 80% do total importado em 1979. O novo corte pretendia uma redução de 33% sobre o teto anterior levando a um nível de importações equivalentes a apenas 53,6% do realizado em 1979. Apenas as importações da PETROBRÁS e ITAIPU Binacional ficaram fora deste corte, sendo todos os demais programas atingidos, inclusive o Siderúrgico e o de energia elétrica, embora em percentual inferior à média.

(58) Os dados finais de 1980 mostraram uma queda de 19% nos investimentos das empresas públicas e uma redução em termos reais de 11% nos investimentos do Setor Produtivo Estatal que acarretaram uma queda de 29% em 1979 para 23% em 1980 da participação dos investimentos das empresas públicas no total da formação bruta de capital fixo do país (ver tabela 2).  
Ver Coutinho, L.G. e Reichstul, H.P. - "Investimento Estatal 1974-1980: Ciclo e Crise" in *Desenv. Capitalista no Brasil* nº 2, Ed. Brasiliense.

A condução da política monetária a partir de junho também mostrou a guinada de fato da política econômica. A preocupação em controlar as taxas de juros internas foi abandonada e a dívida pública, através das LTNs, voltou a ter papel de destaque como fator contracionista<sup>(59)</sup>. As taxas de desconto aceitas nas ofertas públicas destes títulos foram elevadas, o que, na medida em que estas taxas representam o patamar mínimo do mercado, elevava os juros internos da economia em geral.

Para evitar que sua política contracionista fosse desvirtuada mediante a utilização pelos bancos comerciais da assistência financeira de emergência, cujas taxas de juros eram inferiores às do mercado financeiro<sup>(60)</sup>, o Banco Central aumentou substancialmente as taxas de redesconto de liquidez. Num primeiro momento, foi mantida a mesma taxa para o redesconto utilizado com garantia de LTN, como forma de estimular a compra destes títulos. Mas, em seguida, em julho, foi elevada a taxa de redesconto de liquidez mesmo com essa garantia.

À medida que se caminhava de volta à política recessiva a estratégia perseguida ia delineando-se: tentar reconquistar a confiança dos banqueiros internacionais, através da implementação do receituário de política econômica por eles exigido, evitando-se assim recorrer ao Fundo Monetário Internacional, cuja pressão aumentava com o nítido agravamento das dificuldades no Balanço de Pagamentos brasileiro.

---

(59) Até julho o impacto monetário das LTNs era expansivo, com uma injeção de Cr\$ 42,7 bilhões. A partir de agosto o impacto passou a ser contracionista, atingindo Cr\$ 48,3 bilhões em dezembro.

(60) Como o custo do dinheiro no open-market estava superior às taxas de redesconto, os bancos usavam estes recursos como fonte permanente de financiamento para suas carteiras de títulos, anulando o efeito contracionista da venda destes papéis.

A mudança na política de juros, com o próprio Banco Central puxando o patamar geral das taxas através da dívida pública, representou um exemplo claro de resposta às pressões. A diretoria executiva do Fundo Monetário Internacional, em documento de autoria do seu próprio diretor gerente, datado da primeira quinzena de julho, recomendava, entre outras coisas, a liberação das taxas de juros internas, o relaxamento de preços e uma mudança na política salarial que contribuisse "*efetivamente para a almejada redução da inflação*"<sup>(61)</sup>.

Paralelamente, prosseguia a implementação de medidas para induzir à captação de recursos externos. Em agosto, o Conselho Monetário Nacional aprovou resolução permitindo que os bancos da rede privada captassem recursos no exterior para financiar tanto os exportadores brasileiros como os importadores estrangeiros de produtos manufaturados do Brasil, a juros de 8% a 9%. O Tesouro Nacional passou a arcar com a diferença das taxas de juros cobradas na captação em moeda estrangeira, na época em torno de 11% a 12%, e os juros dos financiamentos dos exportadores e importadores dos produtos nacionais (Resolução nº 637). Também em agosto foi prorrogada, por prazo indeterminado, a alíquota de 15% do IOF sobre importações que, em setembro, conforme resolução de abril, deveria ser reduzida para 10%.

Entretanto, a fragilidade destas medidas era óbvia frente à dificuldade de fechar o Balanço de Pagamentos. A queda das reservas internacionais, que em setembro atingiam US\$ 6,6 bilhões, o

---

(61) Ver Revista Bancária Brasileira nº 571, de julho de 1980.

A pressão do IMI pode ser avaliada também pela frequência com que as autoridades econômicas brasileiras passaram a dar declarações negando que o país recorreria a esta instituição. Ver declarações dos ministros Delfim Neto e Emrane Galvêas na Revista Bancária Brasileira nº 573, de setembro de 1980.

brigava o governo brasileiro a captar recursos externos a qualquer custo, submetendo-se a sucessivos aumentos nos spreads, que pularam, no mês de setembro, de 1,5% para 1,75% nas operações da Resolução nº 63, e chegaram a 2,25% no final do ano. Além disso, na tentativa de amenizar o déficit na Balança Comercial, foram suspensas as operações de importação com pagamento à vista e estabelecidos prazos mínimos de financiamento para a aquisição de mercadorias de acordo com seu valor (Resolução nº 638 de 24.09.80). Quanto às exportações, novas medidas de apoio foram tomadas em outubro: entre outras, aumento no orçamento do Fundo de Financiamento à Exportação (FINEX), eliminação de vários impostos de exportação e aumento das faixas de financiamento à produção de manufaturados exportáveis.

Ainda em outubro são tomadas mais algumas medidas já plenamente coerentes com o que viria ser a política econômica nos próximos meses. Foram definidos novos limites para a emissão de cartas de recompra de ORTNs e outros títulos emitidos pelos Estados e Municípios, pelas instituições financeiras para empresas não financeiras. Ampliava-se assim o espaço para a colocação de títulos públicos no setor privado, permitindo reforçar o papel do open market como instrumento de política monetária. As taxas de juros pagas por aplicações em Certificados de Depósito Bancários, formalmente limitadas a 54%, foram liberadas. E, consolidando o caminho de volta em direção a uma política econômica recessiva, alterou-se a política salarial: quem ganhava de 15 a 20 salários mínimos passou a receber 50% do aumento do INPC semestral e quem ganhava acima de 20 salários mínimos receberia reajuste somente sobre a parcela até este teto<sup>(62)</sup>.

(62) As autoridades econômicas tentaram, à época, a suspensão dos reajustes semestrais para todas as faixas salariais, o que foi politicamente inviável.

O mês de novembro marcou o completo abandono da experiência heterodoxa iniciada em agosto de 1979, com a anúncio de um novo conjunto de medidas econômicas de cunho nitidamente recessivo. Completava-se assim o retorno à política econômica ensaiada no período entre 1976 e 1979. A diferença é que agora seria para valer.

CAPÍTULO IV

DELFIN E A RECESSÃO

Como observamos, a alternativa da recessão como expediente para eliminar os principais desequilíbrios da economia brasileira foi se delineando desde abril de 1980. Desta época até o pacote de novembro, quando a rendição à opção recessiva é total, a caminhada foi, sem dúvida, em direção a uma política recessiva. Entretanto, ainda foram mantidas medidas de corte "heterodoxo" como o controle de preços ou de algumas taxas de juros, que, apesar de sua pouca eficácia, dado o contexto em que eram utilizadas, garantiam um mínimo controle de alguns preços.

Com relação à dívida externa, uma última tentativa, antes do anúncio do pacote de novembro, foi feita pelas autoridades brasileiras em uma viagem realizada em outubro pelos principais centros financeiros internacionais com o intuito de conseguir os US\$ 3 bilhões que, oficialmente, ainda faltavam para o fechamento do Balanço de Pagamentos. A divulgação de um programa econômico tão recessivo para 1981, logo após o regresso dessa viagem, é um indicador óbvio das pressões sofridas no exterior.

A guinada da política econômica significou o completo abandono da tentativa, inaugurada em agosto de 1979, de conciliar o combate à inflação e a melhora do Balanço de Pagamentos com a manutenção do crescimento. O combate à inflação voltava a ser secundário e o controle do Balanço de Pagamentos passou a prioridade número um da política econômica, mesmo implicando em aceleração da inflação. "A inflação aleja mas não mata como o Balanço de Pagamentos", diria um dos principais responsáveis pela condução da política econômica do país à época. Tratava-se de uma questão política, de cumprimento de obrigações internacionais.

## 1. A adaptação do discurso

Não só os velhos instrumentos de política econômica eram ressuscitados como também as velhas justificativas:

*"A teoria econômica ensina que, quando há inflação de demanda, homologada por expansão do crédito, uma elevação das taxas de juros reduz essa pressão na demanda e, conseqüentemente, os índices de preços".* Ernane Galvêas - Ministro da Fazenda<sup>(1)</sup>.

*"Mudanças nos limites para as taxas de juros não exercem pressão sobre a inflação porque o sistema financeiro já vinha cobrando juros bem acima dos patamares fixados pelo governo".* Ernane Galvêas<sup>(2)</sup>.

*"As medidas forçam as empresas a irem ao mercado externo buscar dinheiro para completar os US\$ 12 ou US\$ 13 bilhões necessários para fechar o Balanço de Pagamentos em 1981 pois tornam a captação de recursos no mercado interno mais caras que no externo".* Carlos Langoni - Presidente do Banco Central<sup>(3)</sup>.

O ministro Antonio Delfim Neto abandonava seu diagnóstico de agosto de 1979, quando assumiu a Secretaria do Planejamento garantindo a manutenção do crescimento da economia, como forma inclusive de combate à inflação e aos problemas do Balanço de Pagamentos. Para ele, agora, a poupança externa estava difícil de ser obtida e, portanto, era chegada a hora de mobilizar a poupança interna fazendo o consumo crescer menos. Em suas palavras:

*"Estamos vivendo um momento em que realmente é necessário aumentar o nível de poupança interna. É muito simples: duran*

(1) Ver Gazeta Mercantil, 14.11.80.

(2) Ver Gazeta Mercantil, 13.11.80

(3) Ver Gazeta Mercantil, 06.11.80

te os últimos cinco, seis anos, pudemos contar com volumes crescentes de poupança externa. A atual situação do mercado financeiro internacional mostra que não se pode mais contar com esses recursos crescentes. Como é imperioso que continuemos a crescer, só existe uma saída: é realmente estimular a poupança interna<sup>(4)</sup>.

Para o ministro Delfim Neto, o objetivo a partir de então seria uma mobilização nacional para se aumentar o nível de poupança interna, o que, segundo ele, não implicava em queda de consumo mas apenas em um crescimento menor.

"Em vez do consumo crescer proporcionalmente à renda, vamos dizer aí 7% ao ano, vai crescer 4%. Isto garante a oferta de emprego e não vai haver desequilíbrio no Balanço de Pagamentos. Esta é a única forma de resolver a situação. Será que podemos manter este ritmo de crescimento sem fazer poupança? Logicamente que não, simplesmente porque quem está poupando lá fora não está disposto a pôr sua poupança aqui dentro"<sup>(5)</sup>.

Segundo este raciocínio, as novas medidas auxiliariam neste processo, pois o fim da pré-fixação da correção monetária garantiria maior remuneração e portanto estimularia as pessoas físicas a pouparem e o afrouxamento do controle de preços sobre os setores industriais mais competitivos permitiria um maior lucro e, conseqüentemente (dada a liberação dos juros), uma maior poupança por parte das empresas. Desta forma, teríamos o incremento da poupança nacional, que substituiria a poupança externa cujo crescimento era inviável. A liberação do controle de preços não seria inflacionária, pois as políticas monetária e creditícia garantiriam

---

(4) Ver O Globo, 05.11.80

(5) Ver Jornal do Brasil, 05.11.80.

a contenção da demanda. E, por último, a aceleração da desvalorização cambial estimularia as exportações, auxiliando no equilíbrio do Balanço de Pagamentos.

Mas, na verdade, apesar do discurso, é óbvio que o ministro Delfim Neto não incorreria no equívoco tão primário de achar que a falta de crédito externo poderia ser compensada por poupança interna<sup>(6)</sup>. Por mais que a poupança interna crescesse, e la seria inútil para o pagamento do déficit de conta corrente brasileiro. As únicas formas de obter os dólares necessários seriam com superávits comerciais ou novos empréstimos. Para obter superávits comerciais crescentes era necessário uma queda no nível da atividade econômica de forma a provocar, de um lado, uma redução na demanda por insumos e demais produtos importados e, de outro, uma queda na demanda interna que liberasse "excedentes exportáveis". E, para obter novos empréstimos era necessário, de um lado, torná-los mais atrativos para que as empresas deixassem de recorrer ao mercado interno, o que foi feito com a implementação das medidas<sup>(7)</sup> que encareceram o dinheiro internamente, tornando-o mais caro que o obtido no mercado internacional. De outro lado, era necessário readquirir a confiança do mercado financeiro internacional graças à

---

(6) Tentando criar um clima de mobilização nacional, as autoridades governamentais apelavam para que os brasileiros contribuíssem com o país "apertando os cintos" e aumentando sua poupança. Era clara a tentativa de manipulação da opinião pública, como se a poupança financeira dos indivíduos, famílias e empresas fosse a contrapartida da poupança real, base dos investimentos produtivos. Não só a poupança financeira não se traduz necessariamente em investimentos, como a política econômica visava uma ainda maior desaceleração da formação de capital a ser alcançada, esta sim, mediante maior poupança financeira, resultante de uma menor demanda agregada. Além disso, como o grosso da dívida externa era pública, ficava sem resposta a questão de como seria equacionada a transferência de recursos do setor privado para o setor público e deste para o exterior.

(7) Liberação das taxas de juros, eliminação da pré-fixação da correção monetária e cambial, fixação de um teto de 50% para o crescimento de crédito interno, elevação das taxas de depósito compulsório dos bancos, elevação da alíquota do IOF, entre outras.

adoção de um receituário ortodoxo que levasse à desaceleração da economia.

Contradizendo seu próprio discurso de que a poupança externa havia acabado e que precisávamos substituí-la por poupança interna, o ministro Delfim Neto declarava à imprensa que: *"Eu tenho certeza de que no dia seguinte ao que a gente conseguir equilibrar ou obter um superávit na Balança Comercial eles voltam a emprestar para nós". "Para os banqueiros, o fato do Brasil continuar crescendo a esse ritmo acaba sendo quase uma questão moral, de recusa a certa dose inevitável de sacrifício"*<sup>(8)</sup>.

Portanto, além da elevação dos juros internos e do incentivo às exportações, a política econômica anunciada para 1981 previa um drástico corte nas despesas públicas em geral, nos subsídios e no crédito. Procurava-se, assim, implementar o receituário econômico completo do Fundo Monetário Internacional, numa tentativa de aplacar as pressões dos banqueiros internacionais e garantir o fluxo de recursos externos suficiente para girar a dívida, sem recorrer ao FMI.

## 2. Principais medidas de política econômica

As principais medidas do pacote de novembro foram:

- abandono da pré-fixação da correção monetária e anúncio de que a partir de então ela acompanharia o INPC<sup>(9)</sup>;
- abandono da pré-fixação da correção cambial e anúncio de sua a-

(8) Ver Gazeta Mercantil, 14.11.80.

(9) Logo em seguida, em dezembro, o OM decidiu que não haveria regra para calcular a correção monetária, mas que esta seria fixada "próxima" ao INPC.

celeração, no curto prazo, de acordo com a diferença entre a inflação interna e a externa;

- redução da ação controladora do Conselho Interministerial de Preços (CIP), que ficou restrita aos "setores monopolistas";
- liberação total das taxas de juros das Sociedades de Crédito e Financiamento Imobiliário; eliminação do redutor de 10% sobre os juros adotado no final de 1979 para os bancos comerciais, passando a vigorarem as taxas sobre as quais incidiu o redutor; criação de distintas faixas de juros para os bancos de investimento e os bancos comerciais, conforme o porte da instituição, sendo que para os bancos de investimentos os limites passariam a ser reajustados frequentemente pelo Banco Central (Resolução nº 651 de 12.11.80 do BACEN).

Em dezembro, o pacote foi complementado com um conjunto de medidas entre as quais destacam-se<sup>(10)</sup>:

- aprovação de novos limites para o crédito rural: maiores taxas de juros para as operações de custeio, investimento e pré-comercialização; juros de 35% nas áreas da SUDAM e SUDENE e 45% nas demais regiões; mini e pequenos produtores passaram a ser beneficiados com financiamentos de até 100%, enquanto para os médios e grandes produtores os percentuais caíram para 80% e 60%, respectivamente (Resolução nº 671 de 17.12.80);
- limitação ao máximo de Cr\$ 50 mil dos contratos de operações de crédito através de "cheques especiais" (Resolução nº 670 de 17.12.80);

---

(10) Reunião do Conselho Monetário Nacional de 17.12.80.

- limitação em 50%, em 1981, do crescimento das aplicações dos bancos comerciais e de investimento e das SCFI em relação aos valores máximos das aplicações ativas admitidos para 1980. Ficavam fora deste limite as operações de repasse de empréstimos externos (Resolução nº 669 de 17.12.80);
- elevação de 60% para 70% da parcela do total de operações de crédito que os bancos comerciais, bancos de investimento e financeiras deveriam destinar compulsoriamente para o atendimento de pessoas físicas brasileiras e empresas privadas de capital nacional. Nesta proporção, ficaram excluídos os repasses de recursos externos via Resolução nº 63, que até então eram incluídos (Resolução nº 656 de 17.12.80);
- elevação da parcela dos depósitos à vista dos bancos comerciais destinada ao financiamento de capital de giro de pequenas e médias empresas, para 14% no caso dos bancos médios e 16% no caso dos pequenos<sup>(11)</sup>. Dessas porcentagens, 1% deveria ser destinada, obrigatoriamente, para o financiamento de capital de giro de microempresas (Resolução nº 657 de 17.12.80);
- limitação do crescimento da base monetária e dos meios de pagamento em 50% no ano de 1981;
- elevação do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) de 15% para 25% nas operações de câmbio destinadas à importação de bens e serviços; criação do IOF de 15% para as operações de câmbio relativas à importação de mercadorias na zona franca de Manaus; isenção do IOF para os financiamentos do SFH acima de 2500 UPCs, que

---

(11) Os grandes bancos continuaram a destinar 12% dos seus depósitos à vista para estas aplicações.

anteriormente pagavam uma taxa de 6,9%<sup>(12)</sup> (Resolução nº 672 de 03.12.80).

Novamente foram anunciadas medidas de maior controle sobre as empresas estatais e o gasto público:

- os investimentos das empresas estatais teriam um crescimento nominal de 66% em relação a 1980;
- todos os recursos orçamentários provenientes de operações de crédito contratadas por órgãos da administração direta deveriam transitar pelas contas de receita e despesa do Tesouro Nacional (por exemplo, o dinheiro contratado por um órgão público no exterior ou no país seria misturado aos demais recursos do Tesouro, entrando como receita orçamentária e saindo como despesa). O desembolso poderia ser em parcelas, controlado pela Secretaria do Planejamento;
- o aumento de capital das empresas públicas e sociedades de economia mista, com recursos do Tesouro Nacional, só seria permitido quando da existência de dotação específica para esse fim no Orçamento Geral da União;
- os saldos das contas que os diferentes órgãos governamentais mantêm no país e no exterior deveriam ser informados à Comissão de Programação Financeira do Ministério da Fazenda, semanalmente, pelo Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal, assim como a posição de cada mês;
- foi vetado o retorno de recursos remetidos ao exterior, devendo o saldo verificado ao final do exercício ser considerado como antecipação de cota para realização do orçamento seguinte;

---

(12) À época, estimou-se uma receita adicional de Cr\$ 70 bilhões para o Tesouro Nacional.

- as transferências de recursos para atender compromissos dos órgãos da administração direta no exterior deveriam ser autorizadas, exclusivamente, pela Comissão de Programação Financeira.

O ano de 1981 inicia-se assim com uma política econômica de caráter nitidamente contracionista, bastante similar à ensaiada pelo ministro Mário Henrique Simonsen entre 1976 e 1979. A grande diferença só se revelou ao decorrer do ano: nunca se tinha ido tão longe na utilização de uma política econômica ortodoxa, de corte monetarista, de forma que os resultados não demoraram a aparecer: em poucos meses o país veio a sofrer maior crise de sua história econômica recente.

Logo em janeiro algumas medidas adicionais foram implementadas: a principal resolução foi a limitação em 5% — para o primeiro trimestre — do crescimento do volume de empréstimos em cruzeiros dos bancos comerciais e de investimento, e em 15% no caso do Banco do Brasil (ver tabela 24). Além disso, como os bancos foram obrigados a elevar de 15% para 20% a parcela de depósitos à vista que deviam aplicar compulsoriamente em crédito geral, restariam poucos recursos para empréstimos à indústria e ao comércio que, necessariamente, teriam que recorrer ao crédito externo.

Esta restrição quantitativa ao crédito interno foi acompanhada pela liberação das taxas de juros cobradas pelos bancos comerciais e de investimento. Com exceção dos programas específicos, relacionados ao crédito agrícola, à exportação e à pequena e média empresas, todo o sistema financeiro passou a operar com juros livres.

Também como forma de incentivo à tomada de empréstimos externos foi outorgado às empresas de leasing o direito de efe-

tuar depósitos de empréstimos externos no Banco Central, que passou a assumir o custo do financiamento.

No segundo trimestre, a elevação do teto permitido para a expansão do crédito (9,5%) não significou abrandamento das restrições creditícias, pois correspondeu ao ajuste sazonal de demanda de crédito.

Ainda tendo em vista o equilíbrio das contas externas, uma série de medidas foram tomadas visando inibir as importações. Foi fixado um teto nas importações de petróleo de 750 mil barris diários; as empresas estatais também tiveram tetos estabelecidos para suas importações, e as empresas privadas foram obrigadas, com algumas exceções, a manter o valor de suas importações nos limites de 1980, implicando, é óbvio, em uma queda nas quantidades importadas.

Paralelamente, algumas destas medidas adotadas eram apresentadas como anti-inflacionárias. O aumento da alíquota do IOF propiciou um substancial incremento na arrecadação tributária da União (passando a representar o terceiro imposto em nível de arrecadação) o que, segundo as autoridades econômicas, deveria ajudar a diminuir o déficit público e contribuir para a eliminação de um dos principais focos de inflação. O IOF, além disso, deveria desestimular as importações, pois incidia sobre o câmbio de importações, encarecendo-as.

Também eram apregoadas como anti-inflacionárias as várias medidas que restringiram a liquidez interna da economia. Contradizendo o diagnóstico que fez da economia brasileira ao substituir o ministro Simonsen, o ministro Delfim Neto passou a considerar, da mesma forma que seu antecessor, a inflação como sendo de

demanda, provocada por excesso de dinheiro em circulação. Nesta vi são, uma vez estabelecido o controle do crédito e o corte nos gastos públicos, a demanda arrefeceria, contribuindo para desacelerar a inflação.

Adotava-se assim o receituário monetarista de corte nos gastos públicos, aumento da carga fiscal, liberação do controle de preços, restrição ao crédito interno e controle dos aumentos sa lariais das faixas mais elevadas.

O "saneamento" das finanças públicas foi perseguido, por um lado através das contenções nas previsões de gastos e investimentos públicos, que caíram consideravelmente em termos reais em relação a 1980, e nos investimentos das empresas estatais, cujo aumento nominal de 66%, frente a um patamar de inflação de 120% a.a., representou forte redução. Por outro lado, o esforço de aumentar a receita fiscal, iniciado em 1980, foi mantido mediante a manutenção dos níveis do IOF e através do Imposto de Renda de Pessoas Físicas, cuja arrecadação foi ampliada via correção monetária de 55% das faixas de renda e redução das despesas dedutíveis.

Ainda visando o equilíbrio das contas públicas, buscou-se manter a política de eliminação gradual dos subsídios.

Complementando sua política, o governo passou a desaque cer a demanda de bens de consumo durável, vista como uma das principais componentes inflacionárias em 1980. A nova política salarial, concedendo reajustes inferiores à taxa de inflação para os salários elevados, a restrição nos prazos de financiamento e a ele vação da taxa de juros foram os instrumentos utilizados para de sestimular o consumo de duráveis, trazendo dificuldades ao setor.

Para conter a demanda, além dessas medidas, foi de fundamental importância no esquema montado pelas autoridades econômicas a utilização da dívida pública interna. O governo voltou a lançar títulos públicos (Letras do Tesouro Nacional e Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional) em quantidades maciças e com remuneração extremamente atraente. Com isso, as autoridades obrigavam todos os agentes econômicos a acompanhar as taxas de juros pagas como remuneração aos compradores de LTNs e ORTNs, mantendo elevadas as taxas de juros internas, garantindo o diferencial entre elas e as taxas externas e, dessa forma, estimulando a procura por crédito externo.

Ao iniciar 1982, apesar dos resultados finais de 1981, as autoridades econômicas insistiram no mesmo caminho: superávits comerciais e aperto fiscal e creditício para incentivar a entrada de dólares. A queda de 1,6% do PIB, o modesto ganho no combate à inflação (que caiu de 110% em 1980 para 95% em 1981), o efeito negativo da recessão sobre o déficit público ao (provocar queda nas receitas; ver tabelas 19 e 20) e, principalmente, os resultados do Balanço de Pagamentos (ver tabelas 3 e 4), que mostravam a desproporção entre o superávit comercial de US\$ 1,2 bilhão e o serviço da dívida, que só em 1981 cresceu 33% atingindo US\$ 16,5 bilhões, não foram suficientes para convencer as autoridades econômicas da inoperância desta estratégia.

As metas para 1982 eram otimistas: as exportações deveriam crescer 19,1%, atingindo US\$ 28 bilhões e permitindo um superávit comercial de US\$ 3 bilhões, as reservas deveriam aumentar em US\$ 1 bilhão e a inflação deveria encerrar o ano em 70%.

Aparentemente confiantes no seu sucesso, as autoridades chegaram até a permitir uma ligeira recuperação da atividade eco

nômica no início de 1982. Mas a realidade do estrangulamento externo e da inflação galopante se impôs rapidamente.

No primeiro semestre o valor das exportações caiu 9,9% em relação ao mesmo período de 1981, apesar do volume das exportações ter crescido 5,2%. Além do crescente protecionismo dos outros países, todos tentando obter melhores saldos comerciais, e das elevadas taxas de juros internacionais, que contribuíam para a queda do preço das commodities, o péssimo desempenho das exportações deveu-se à boa safra norte-americana de grãos (soja e milho), à recuperação da produção de laranja na Flórida e à quebra do preço internacional do açúcar, devido à concorrência do xarope de milho dos Estados Unidos e à boa safra de beterraba na União Soviética.

Em junho de 1982 a inflação estourava, atingindo a taxa de 8% no mês, e os prognósticos em relação às contas externas eram pessimistas. Em julho e agosto várias medidas começaram a ser adotadas, com caráter acentuadamente recessivo. Foi anunciado o aumento da correção monetária, com o intuito de frear a demanda por bens de consumo e, ao mesmo tempo, encarecer o dinheiro no mercado e permitir um aumento na desvalorização cambial, necessário para incentivar as exportações. Na área do gasto público foi anunciado um corte de 10% no investimento do setor energético e a manutenção do orçamento nominal das estatais, sem o reajuste de praxe <sup>(13)</sup>.

Visando elevar o custo do dinheiro no mercado interno para aumentar ainda mais a diferença entre os custos em cruzeiros do crédito interno e do crédito externo, as autoridades reforçaram as

---

(13) O orçamento das empresas estatais é feito no fim de cada ano com uma previsão da inflação do ano seguinte sempre subestimada. Portanto, tornou-se de praxe, no decorrer do ano fazer um reajuste do orçamento para a inflação vigente. Sem o reajuste o orçamento tem uma queda real.

restrições quanto às diferentes modalidades de captação de recursos no mercado doméstico. Por exemplo, dificultando a emissão de debêntures, expediente das empresas para contornar o controle quantitativo do crédito a um custo baixo e sem recorrer ao mercado externo<sup>(14)</sup>.

A participação do segmento privado do sistema financeiro no crédito rural foi compulsoriamente elevada, tornando ainda menor a faixa de crédito disponível para o comércio e indústria e, conseqüentemente, encarecendo-o.

Além do mais, retornou o controle quantitativo sobre os empréstimos para o crédito pessoal concedidos pelas financeiras, que haviam sido recentemente liberados. A utilização do crédito pessoal para capital de giro por parte dos empresários era mais uma forma de burla ao controle do crédito.

Apesar deste elenco de medidas, em setembro o quadro externo, que já havia se agudizado desde a guerra das Malvinas, revelou-se ainda mais crítico face ao default do México, precipitando uma situação que estava para ocorrer a qualquer momento. Os bancos internacionais suspenderam seus empréstimos para o Brasil, tanto pela preocupação quanto à solvência de vários de seus clientes, como por enfrentarem dificuldades crescentes para repassar seus empréstimos para outros bancos menores<sup>(15)</sup>.

(14) Ao final de setembro, as emissões primárias de debêntures registradas na Comissão de Valores Mobiliários haviam se expandido 270,3% em relação a 1981.

(15) Existem cerca de cem grandes bancos americanos que emprestam no mercado internacional. Estes bancos têm uma rede de quase mil pequenos bancos com os quais são feitos sindicatos, ou seja, os grandes bancos repassam para os pequenos os empréstimos. Entretanto, a situação estava delicada, pois os grandes bancos estavam tomando dinheiro dos pequenos a prazos inferiores aos que emprestavam aos países, criando um descompasso entre seu ativo, de longo prazo, e seu passivo, de curto prazo. Com o susto do México os pequenos bancos passaram a se recusar a entrar nesses sindicatos, deixando os grandes bancos sem fonte de recursos e em dificuldades sérias.

Com a paralização da entrada de recursos as autoridades brasileiras chegaram a vender ouro abaixo das cotações de mercado e tomar US\$ 300 milhões junto ao FMI. Mas, em setembro ainda faltavam US\$ 4,5 bilhões para fechar o Balanço de Pagamentos do ano, as expectativas de exportações eram desfavoráveis e o mercado financeiro internacional estava paralizado.

Novas medidas de caráter ainda mais contracionistas estavam sendo aguardadas pelos analistas econômicos para depois das eleições. No entanto, a gravidade da situação obrigou as autoridades econômicas a implementarem tais medidas imediatamente, reforçando as restrições ao mercado interno de crédito e, mais do que tudo, dando um show de bom comportamento para os bancos internacionais ao cumprir suas exigências e prescrições.

Foi estabelecido um novo nível de recolhimento de depósito compulsório para os bancos, que passou de 35% para 45%, podendo chegar até 60%. Além disso, foi aprovado o recolhimento compulsório de 5% sobre depósitos a prazo captados pelos bancos comerciais, de investimento e financeiras.

As financeiras, por sua vez, foram proibidas de operar com pessoas jurídicas. Esta medida foi a de maior impacto, pois através das financeiras continuava sendo burlado o controle quantitativo do crédito. Enquanto os empréstimos ao setor privado do sistema não-monetário como um todo haviam crescido 68% de janeiro até setembro, os empréstimos das financeiras cresceram 134%, passando a representar 14% do total dos empréstimos quando representavam apenas 10% em janeiro de 1982.

Na área cambial várias pequenas medidas foram tomadas abrindo a possibilidade de uma receita adicional de divisas de

US\$ 300 milhões. Muitas das medidas tinham apenas um caráter "moralizante", tentando impedir a grande especulação com dólares e as viagens ao exterior, facilitadas pelos problemas cambiais de outros países<sup>(16)</sup>.

O caráter recessivo das medidas era inegável. Entretanto, seu efeito no curto prazo era pequeno, o que mostra que, dado o momento em que foram aprovadas, às vésperas da eleição, onde o governo em campanha tentava minimizar os problemas econômicos do país, as medidas foram implementadas mais para dar uma satisfação aos credores externos, de quem o país dependia para conseguir os US\$ 4,5 bilhões que faltavam para fechar o Balanço de Pagamentos.

No decorrer do ano inúmeras medidas de incentivo à tomada de recursos externos já haviam sido tomadas, principalmente para facilitar a utilização da Resolução nº 63. As empresas estatais passaram a contar com o aval do Tesouro Nacional nestes empréstimos; reabriu-se a Resolução nº 432; permitiu-se a criação de um mercado interbancário de dólares tomados através da Resolução nº 63 e a pré-fixação cambial por 90 dias.

Acontece, porém, que a despeito de incentivarem a demanda por recursos no mercado externo, essas medidas não tinham interferência sobre as condições de oferta neste mercado. E o problema, agora, era que o mercado externo, ou seja, o sistema finan-

---

(16) O mercado paralelo brasileiro estava umbilicalmente ligado ao argentino, o que provocou uma substancial valorização do dólar "negro" no Brasil, ampliada pelos rumores de uma maxidesvalorização. Desde a maxi de 1979 a ameaça de uma nova maxi pairou no ar, por mais desmentidos que as autoridades fizessem. Com a crescente dificuldade nas exportações brasileiras e a impossibilidade de aumentar os subsídios, a maxi passou a ser esperada para qualquer momento, provocando grandes especulações e assustando eventuais tomadores de recursos no mercado externo.

ceiro internacional, fechava suas portas, interrompendo a entrada de recursos no país, às vésperas da eleição de novembro de 1982.

Neste quadro, ficou patente que a reciclagem da dívida externa brasileira não podia continuar a ser feita nos mesmos moldes. As autoridades econômicas, que até então vinham dizendo que o FMI era uma instituição falida e ridicularizando a idéia de renegociação da dívida externa, mudaram seu discurso. O ministro Antonio Delfim Neto, sempre mais enfático na negação dos problemas, passou a dizer que o Brasil era sócio fundador do FMI e que não havia nada demais em recorrer a esta instituição.

Em setembro, outubro e meados de novembro, os ministros da área econômica percorreram o mundo à cata de dólares. Levavam consigo um documento, aprovado às pressas em reunião do Conselho Monetário Nacional, onde era feita uma proposta para a administração das contas externas em 1983<sup>(17)</sup>. Neste documento, invertendo a prática dos anos anteriores, partia-se de uma hipótese sobre o volume disponível de empréstimos em moeda para 1983, estimado em função do acréscimo factível de exposure dos bancos internacionais junto ao Brasil, e determinava-se o superávit comercial mínimo necessário para fechar o Balanço de Pagamentos em 1983<sup>(18)</sup>.

Este documento, que definia um novo enfoque no tratamento pelo governo do problema do setor externo, agora na perspectiva do chamado "ajustamento", foi elaborado para tranquilizar os banqueiros internacionais e o FMI quanto à administração da dívida externa brasileira e para facilitar as negociações, que já estavam em andamento, embora veementemente negadas. O documen-

---

(17) "Programação do setor externo para 1983", aprovado na reunião de 25 de outubro do Conselho Monetário Nacional.

(18) Exposure é a participação dos empréstimos para o Brasil em relação ao capital do banco.

to era o compromisso oficial de que o Brasil conseguiria um superávit comercial de US\$ 6 bilhões, condição sine qua non para fechar o Balanço de Pagamentos em 1983, uma vez que os recursos previstos sob a forma de empréstimos em moeda eram insuficientes.

Após as eleições foi ficando claro que a situação era muito mais difícil do que a divulgada oficialmente. Aos poucos a Nação foi tomando conhecimento dos acordos firmados entre nossas autoridades econômicas e o FMI.

### 3. As razões do fracasso

A terceira tentativa de reordenamento dos instrumentos de política econômica e de controle do Balanço de Pagamentos e da inflação também fracassou. A estratégia recessiva, tantas vezes anunciada pelo ministro Simonsen, mas nunca por ele realizada, foi duramente perseguida, como mostram os dados sobre desempenho da economia alinhados nas tabelas 1, 2, 21 e 25. A almejada recessão foi alcançada, mas ela não veio sozinha e muito menos acompanhada da resolução dos problemas econômicos do país. Ao contrário, ela não só aprofundou as dificuldades em nome das quais foi implementada, como criou novas. A inflação não arrefeceu, as finanças públicas deterioraram-se (ver tabelas 19 e 20), os desequilíbrios financeiros agravaram-se. O drama do Balanço de Pagamentos pode expressar-se no fato de que o nível de reservas efetivas caiu a zero e os credores fugiram, a tal ponto que no final de 1982 foi necessária uma operação de salvamento de urgência para evitar que o país entrasse oficialmente em moratória.

O objetivo central da tentativa ortodoxa de Delfim voltou a ser, assim como no período de Simonsen, a captação de recursos externos a qualquer custo, fundamentalmente através do dife-

rencial entre as taxas de juros internas e externas. As taxas de juros internas foram propositalmente infladas de maneira a tornar o endividamento externo mais atraente.

Se já no passado, em 1979 e mesmo antes, no período entre 1976 e 1978, essa política havia sido pouco efetiva do ponto de vista do setor externo e amplificado os desequilíbrios da economia, principalmente a inflação, em 1981 e 1982 esta política teve repercussões ainda mais negativas, tanto devido a um cenário internacional adverso, quanto a uma situação econômica interna de maior fragilização e, portanto, maior vulnerabilidade.

Em 1981, em decorrência da política econômica norte-americana, as taxas de juros internacionais elevaram-se substancialmente, obrigando as autoridades econômicas brasileiras a forçarem uma elevação ainda maior das taxas de juros internas, de forma a manter o diferencial entre as taxas internas e externas, ponto fundamental de sua política econômica.

Foi assim que as taxas reais de juro chegaram a níveis altíssimos, sobrecarregando os custos financeiros das empresas brasileiras, normalmente operando com elevados índices de endividamento. Nos setores mais oligopolizados, as empresas, tendo maior poder de mercado, conseguiam remarcar seus preços compensando a queda das vendas e a pressão dos custos financeiros. Já nos setores mais competitivos as empresas tinham que suportar a abrupta elevação de seus custos financeiros sem conseguir repassá-los aos preços de venda, tendo portanto, em muitos casos, sérias dificuldades. Mas as repercussões das elevadas taxas de juros não se limitavam às empresas endividadas, pois funcionavam como uma aplicação alternativa, levando os agentes econômicos produtivos a usá-las como indicação de patamar mínimo de remuneração de seus negó

cios.

Em meados do ano, como consequência da forte desaceleração da economia, a demanda por crédito pelas empresas começou a cair, ameaçando paradoxalmente o esquema governamental, na medida em que a menor pressão por crédito induzia a uma queda nas taxas de juro internas. Como toda a política econômica estava centrada na manutenção do diferencial entre as taxas internas e externas de juros, o governo via-se forçado a elevar a remuneração dos títulos públicos, puxando assim, novamente, as taxas de juros internas de forma a mantê-las acima das externas.

Esta política desencadeou o velho processo autofágico do período de 1976 a 1978, agora de maneira acelerada. As elevadas taxas de juros não só obrigavam como amplificavam a necessidade de subsidiar as exportações, a agricultura e as pequenas e médias empresas, setores que não tinham condições de sobreviver com as taxas de mercado. Um desempenho agrícola razoável era fundamental para ajudar no combate à inflação e as exportações uma garantia de entrada de divisas. Porém, como resultado da recessão, a arrecadação de impostos governamentais começou a cair mais do que a despesa, pressionando as contas da União<sup>(19)</sup> e sua capacidade de subsidiar.

Além do aumento na necessidade de subsídios e da queda na arrecadação, vários problemas acumulados nos últimos anos pressionavam as contas da União: o déficit da Previdência Social, que atingiu níveis elevados como consequência da política salarial e

---

(19) O crescimento nominal da receita efetiva do Tesouro Nacional foi de 85,5% enquanto que o Índice Geral de Preços cresceu 95,2%.

da queda do emprego<sup>(20)</sup>; o custo da dívida interna<sup>(21)</sup>; o subsídio ao trigo, etc.

Chegava-se assim a uma situação limite, com as autoridades econômicas com uma margem de manobra cada vez mais estreita. O déficit público crescia e a política monetária ortodoxa impedia que o seu financiamento fosse realizado com emissão de moeda. Ao mesmo tempo, não se articulava uma reforma tributária profunda, que elevasse a baixa arrecadação do governo e saneasse as inúmeras falhas da legislação fiscal. Às autoridades econômicas só restavam as alternativas de lançar mais títulos públicos no mercado e tomar medidas que garantissem uma elevação no seu caixa, ainda que momentânea e com impactos negativos sobre os preços.

De fato, algumas medidas fiscais implementadas acabaram tendo um impacto inflacionário que comprometia os ganhos obtidos. Por exemplo, o Imposto Sobre Operações Financeiras (IOF), que significou uma nova desvalorização cambial para as importações, contribuiu para a elevação dos preços dos insumos básicos, além de estimular uma especulação com produtos importados. O impacto inflacionário do IOF sobre as importações é um excelente exemplo de como a política econômica estava fadada ao fracasso na medida em que recusava-se a tratar dos problemas estruturais. A crise fiscal que aprofundava-se velozmente não podia ser resolvida via meras mudanças de preços relativos, como a taxação do IOF sobre as exportações ou a má desvalorização. Em uma economia oligopolizada

---

(20) A arrecadação da Previdência depende da massa salarial que, por sua vez, depende do nível de emprego e da política salarial.

(21) O custo da dívida interna é dado pela correção monetária mais juros. Com a correção acompanhado a inflação, as altas taxas de juros e a elevada colocação de títulos públicos, o custo da dívida passa a ter um peso crescente.

e tão amplamente indexada como a brasileira este caminho apenas jogava a inflação para cima, corroendo eventuais ganhos na arrecadação.

Quanto à colocação de mais títulos no mercado, seu impacto era sobre os juros e, portanto, também sobre a inflação. O volume de títulos públicos em circulação estava bastante elevado, uma vez que o instrumento da dívida pública vinha sendo crescentemente utilizado nos últimos anos. Dadas as características do mercado financeiro brasileiro<sup>(22)</sup>, a colocação adicional de títulos exigia das autoridades econômicas o aumento da sua remuneração, elevando o piso de toda a estrutura de taxas internas de juros.

Presas ao emaranhado de sua própria política econômica, as autoridades monetárias chegaram ao cúmulo de continuar forçando a elevação das taxas internas de juros mesmo quando, ao final de 1981, as taxas internacionais começaram a cair, o que permitiria uma queda nas taxas internas, mantendo-se o diferencial.

Recessão, inflação, desemprego e especulação com títulos públicos foram os principais resultados da política econômica implementada durante 1981. Mas, a Balança Comercial brasileira apresentou superávit de US\$ 1,2 bilhão graças à queda de 3,8% nas importações e ao crescimento de 15,7% nas exportações. As reservas brasileiras chegaram até a se recuperar, crescendo US\$ 594 mi

---

(22) A grande maioria dos títulos, no Brasil, não são comprados por tomadores finais, mas por instituições que os financiam no overnight, auferindo ganhos com a diferença entre a rentabilidade dos títulos e o custo do seu financiamento diário. Ou seja, o sistema financeiro compra papéis de médio e longo prazos para financiá-los com recursos de curto prazo, o que torna o sistema muito instável na medida em que as instituições financeiras compram, com capital de terceiros, um volume de títulos muito superior ao seu capital próprio. Para defender-se dos riscos destas operações, as instituições financeiras pressionam as autoridades monetárias a fim de embutir um prêmio de risco na taxa de seus títulos, que será tão maior quanto maior for a necessidade das autoridades venderem títulos.

lhões, atingindo o montante de US\$ 7,507 milhões.

As exportações cresceram bem, apesar da queda nos preços dos produtos primários (com grande participação nas exportações brasileiras) devido à alta das taxas de juros internacionais, que afetaram a rentabilidade das commodities (café, açúcar, café, etc), tendo os habituais aplicadores deste mercado preferido aplicações financeiras. De fato, nesse ano, os produtos brasileiros, em seu conjunto, sofreram queda de 11,2% em seus preços externos, o que resultou em um incremento de receita de apenas 15,7%, apesar do aumento do volume exportado ter sido de 36,2%.

A diminuição das importações, maior em volume (13,9%) do que em valor, deveu-se, por sua vez, à retração da atividade econômica e à utilização dos estoques de produtos importados acumulados no ano anterior.

Entretanto, não obstante o superávit na Balança Comercial ter sido razoável, não garantiu o fechamento do Balanço de Pagamentos pois, por maior que fosse o superávit comercial, este ainda seria irrisório face ao total de recursos que teve que ser pago em 1981: US\$ 16,5 bilhões de serviços, dos quais US\$ 9,2 bilhões são de juros. Assim, o fechamento do Balanço de Pagamentos ficou por conta do endividamento, que aumentou em 14%.

Se em 1981 já estava clara a inviabilidade da estratégia adotada para o controle do Balanço de Pagamentos, em 1982 a irresponsabilidade das autoridades econômicas foi gritante. Permi-  
tiu-se que o país chegasse a um ponto de total falta de raio de manobra na condução de sua política interna e externa, exposto às

pressões dos credores internacionais. Com reservas negativas e uma dívida de curto prazo perigosamente elevada, o País só tinha duas opções: sujeitar-se incondicionalmente às demandas dos banqueiros ou declarar moratória. Como a moratória não era alternativa política para um governo cujas alianças internacionais sempre haviam sido tratadas com especial deferência, restou a opção de submeter-se à auditoria do Fundo Monetário Internacional e renegociar a dívida dentro dos parâmetros propostos por esta instituição, juntamente com os banqueiros internacionais.

Sem dúvida nenhuma, o fato de 1982 ter sido um ano eleitoral pesou decisivamente na maneira como a política econômica externa foi conduzida. Passando por um desgaste político profundo, com a sociedade civil organizando-se em todos os níveis, reivindicando e questionando, o governo via nas eleições de novembro de 1982 uma ameaça às suas já frágeis bases de sustentação. Reconhecer, às vésperas da eleição, a necessidade de renegociar a dívida externa e/ou recorrer ao Fundo Monetário Internacional teria sido "dar mão à palmatória" aos críticos do modelo econômico implantado nos últimos anos. Significaria reconhecer que o grande trunfo apresentado pelos defensores do regime implantado em 1964 — o sempre bem sucedido desempenho da economia brasileira — era uma falácia. Tanto isto é verdade que menos de quinze dias após as eleições a verdadeira situação de calamidade das contas externas brasileiras começou a vir a público.

Porém, era muito tarde. Com reservas negativas e com uma dívida de curto prazo que necessitava ser girada diariamente em Nova Iorque, sob pena de se pôr em risco o sistema bancário nacional, o País recorreu ao Fundo Monetário entrando em um processo de negociações que revelar-se-ia longo e desgastante.

CONCLUSÃO

Desde 1979, houve três diferentes tentativas de enfrentamento dos principais problemas econômicos brasileiros. No primeiro semestre de 1979, ao início do governo do general Figueiredo, o ministro Mário Henrique Simonsen, alçado ao Ministério do Planejamento, explicitou seu objetivo de equacionar os desequilíbrios econômicos do país através de uma reordenação e reforma dos instrumentos de política econômica e da desaceleração da economia.

Já no segundo semestre de 1979, dado o fracasso político da alternativa encaminhada por Simonsen, Delfim Neto assume o comando da área econômica, assegurando a viabilidade de se ajustar a economia mantendo o crescimento. Esta estratégia, à época considerada heterodoxa, apesar de continuar sendo defendida em discursos, foi abandonada em meados de 1980, quando a política econômica assumiu um caráter nitidamente contracionista. Entramos assim na terceira tentativa, a do ajuste recessivo como panacéia para os males do Balanço de Pagamentos e da inflação.

A análise destes três momentos coloca algumas questões: quais as causas básicas do fracasso dessas políticas em alcançar o ajuste pretendido no Balanço de Pagamentos e o controle inflação? Quais os limites das estratégias implementadas? Até que ponto os três períodos correspondem a opções realmente diferentes de condução da política econômica? Quais os traços em comum, se é que existem, das políticas executadas nos três momentos analisados?

Na verdade, a pergunta básica, que engloba as outras, é a primeira: quais as causas básicas do fracasso da política econômica em atingir os objetivos a que se propôs?

Procurar explicar todas as dificuldades econômicas, como as autoridades tentaram fazer, pelos choques externos — dete-

rioração das relações de troca (especialmente a elevação dos preços do petróleo), elevação das taxas de juros externas e crise internacional — parece insuficiente. Não se pode negar os efeitos profundamente adversos dos choques externos. Mas, é importante ter claro o quanto a condução da política econômica contribuiu para o agravamento das dificuldades internas, ao enfrentá-los inadequadamente, quer por imaginar que seus efeitos durariam pouco, quer pela implementação de medidas parciais e tímidas, dada a necessidade de preservar as regras do jogo montadas nos anos anteriores.

Se a primeira elevação abrupta dos preços do petróleo, em 1973, foi uma surpresa, não se pode dizer o mesmo da segunda, em 1979. O segundo choque do petróleo era esperado por todos e, apesar do PROÁLCOOL, questionável em vários aspectos, do programa de eletrotermia e de medidas de perfumaria como a limitação do horário de venda de gasolina e da velocidade nas estradas, pode-se dizer que não foi feito o suficiente para minimizar os seus impactos. Acreditou-se que tudo se resumia a um problema de desajuste temporário no Balanço de Pagamentos, possível de ser resolvido com contenção das importações e estímulos adicionais às exportações. A crença na possibilidade de manutenção infinita do fluxo de financiamento externo simplesmente através da demonstração de "bom comportamento", ou seja, com a obtenção de superávits comerciais e a desaceleração da economia, foi mantida durante todo o período.

Esta postura resultou, de um lado, de uma incompreensão da profundidade da crise internacional, notadamente em sua dimensão financeira, e da ilusão de que os credores externos, "nossos parceiros", manteriam uma relação privilegiada com o Brasil. De outro, da resistência em reconhecer o fracasso do modelo econômico do regime de 1964. Grande parte da força política, da sustentação do regi-

me autoritário pós-64, veio dos supostos "sucessos" na área econômica. O "milagre econômico", o "Brasil potência", foram intensamente utilizados como propaganda política, sendo alardeados como grandes realizações da Revolução de 1964, que nelas procurava legitimar-se. Portanto, reconhecer a necessidade de renegociar a dívida, principalmente no final da década de setenta, quando a oposição ao regime militar se fortalecia e se generalizava, significava mais uma derrota para um regime cujas bases de sustentação enfraqueciam-se dia a dia. Ademais, o reconhecimento de algo que os opositores ao regime denunciavam de longa data.

Tentou-se, portanto, minimizar as dificuldades da economia brasileira, o que acarretou uma deterioração do Balanço de Pagamentos e dos desajustes estruturais internos. A dívida externa passou a ser girada em prazos cada vez mais curtos, com spreads maiores, e as reservas caíram a um nível perigosamente baixo, situação que fragilizava totalmente o país frente aos credores internacionais. Internamente, a inflação ascendeu e da desaceleração passou-se a uma recessão sem precedentes na história do país.

O fracasso da política econômica implementada pelo ministro Simonsen para o controle do Balanço de Pagamentos e o combate à inflação, com diferentes ênfases desde 1976 até o primeiro semestre de 1979, deveu-se, antes de mais nada, a um diagnóstico errado dos problemas e, dado este diagnóstico, à implementação de uma política econômica que acabou aprofundando os problemas que pretendia combater. E a curta e desastrada tentativa heterodoxa do ministro Antonio Delfim Neto, com outro diagnóstico e a outra receita — combater a inflação e melhorar o Balanço de Pagamentos com crescimento — acabou reforçando os defensores internos das políticas recessivas e, dada a exacerbação da inflação e do descontrole

das contas externas que provocou, aumentando o poder de pressão dos credores externos.

O fracasso da experiência "heterodoxa" entre meados de 1979 e meados de 1980 contribuiu também, decisivamente, para o reforço de uma corrente de opinião que advogava a tese de que se a desaceleração da economia tivesse sido efetivamente implementada pelo ministro Simonsen num momento anterior, não só a política teria tido resultados, como o custo teria sido muito menor.

O ministro Mário Henrique Simonsen não conseguiu implementar a política recessiva com a profundidade que achava necessária, dadas as condições políticas internas e o espaço para entendimento que ainda existia no mercado financeiro internacional. Espaço este existente na medida em que, aos olhos de nosso credores, o Brasil ainda não representava um credor de alto risco<sup>(1)</sup>. Foi-lhe impossível impor a certos segmentos da sociedade as perdas inerentes à política de ajuste via recessão. Porém, a implementação do modelo recessivo não garantiria o enfrentamento efetivo dos problemas. A experiência de Delfim Neto foi conclusiva, mostrando que a política recessiva só contribuiu para aprofundar os desequilíbrios. E assim foi, não porque a fizeram tarde, como argumentam alguns, mas porque a complexidade da economia brasileira e a natureza de seus desequilíbrios impunham (e impõem) soluções distintas.

Delfim Neto fez a recessão. O país havia atravessado uma experiência heterodoxa fracassada, o que, juntamente com o medo da inflação e do default externo, acabou unindo os principais centros de poder internos em torno da solução recessiva. Além disso, a pres

---

(1) É importante lembrar que entre 1976 e 1978 existia uma elevada folga cambial e a explosão dos juros e o segundo choque do petróleo só ocorreriam em fins de 1979.

são internacional, na medida em que vinha na forma de racionamento do crédito externo, tornou-se insustentável. Mas, com a recessão, a inflação saltou de patamar e o desequilíbrio nas contas externas atingiu o limite do default, com o país com reservas efetivas negativas e vendo-se obrigado a propor uma negociação com o Fundo Monetário Internacional e os banqueiros internacionais.

A partir dessas considerações é possível identificar um elemento comum nas três tentativas realizadas: a política econômica neste período todo, tanto sob Simonsen como nas duas fases de Delfim, foi dominada por uma exclusiva preocupação com o curto prazo, na busca de superávits no Balanço de Pagamentos e indicadores monetários positivos<sup>(2)</sup>. Esta preocupação com o curto prazo nada mais era que o reflexo dos limites das políticas propostas. Na medida em que existia um claro conjunto de regras, construídas ao longo dos últimos vinte anos, que eram intocáveis, o âmbito de atuação da política econômica via-se totalmente restringido a algumas medidas de curto prazo e curto fôlego que não só foram insuficientes para dar conta dos desequilíbrios da economia brasileira mas, em muitos momentos, contribuíram para aprofundá-los.

Sem pretender, ou poder, mexer nos pontos nevrálgicos da economia brasileira, razão primeira dos desequilíbrios, a política econômica se movia dentro de marcos estreitos que levavam necessariamente à recessão que, por sua vez, também não dava conta dos problemas que pretendia resolver.

Questões decisivas como as indexações monetária e cambial crescentes, as relações entre a dívida interna e a externa, a

---

(2) Indicadores monetários positivos do ponto de vista do combate à inflação: crescimento negativo da base monetária e dos meios de pagamento.

dolarização generalizada dos passivos, o formato institucional do sistema bancário brasileiro etc, ficaram intocadas, pois tratar de las significava, e significa, romper o atual e precário equilíbrio existente entre os agentes econômicos e construir outro, desconhecido, dependente do jogo político a ser estabelecido.

Por exemplo, dadas as regras de indexação existentes no país, as relações de débito e crédito têm seus valores preservados institucionalmente, em compasso com o processo inflacionário. Qualquer desalinhamento entre as correções monetária e cambial e a inflação produz movimentos incontrolláveis de fuga de uns ativos para outros, criando instabilidades que ameaçam o sistema. Quanto mais elevado o patamar da inflação, menor a possibilidade de se manipular o comportamento da economia via mudanças nos indicadores de correção monetária e correção cambial, diminuindo os graus de liberdade na atuação da política econômica na medida em que estes instrumentos perdem operacionalidade. Readquirir a possibilidade de utilização destes instrumentos significa, inexoravelmente, interferir nas relações de débito e crédito estabelecidas, com consequentes transferências de rendas entre os agentes econômicos.

Da mesma maneira, a dívida externa perdeu sua funcionalidade enquanto instrumento de política econômica, tornando-se um problema ao qual todas as decisões econômicas ficam subordinadas. Presa à necessidade de rolar a dívida, sem o que coloca-se o problema da renegociação, a política econômica estreita-se e, no limite, só resta a alternativa de aceitar as imposições do FMI e dos banqueiros internacionais.

O padrão de organização bancária do país também esgotou sua capacidade de funcionar como instrumento de política econômica, quer contribuindo para a retomada, quer participando de políti

cas setoriais ou agilizando a intermediação financeira do país, na medida em que sofreu um processo de fragilização crescente que o tornou vulnerável a qualquer mudança. A política monetária e creditícia restritiva, somada à inflação e às elevadas taxas de juros, elevou sobremaneira a taxa média de captação do sistema na medida em que reduziu dramaticamente os depósitos à vista e obrigou a uma expansão desmensurada das redes de agências bancárias, na procura da captação de depósitos. Paralelamente, com a recessão, os passivos dos bancos degeneraram, criando uma situação instável que, dado o perigo de uma verdadeira quebradeira no sistema bancário, imobiliza as autoridades econômicas e as obriga a socorrer inúmeras instituições, às custas de ampliar o déficit público. Neste quadro, as taxas de juros tornaram-se rígidas a qualquer baixa, contribuindo também para o aprisionamento da política econômica.

A dolarização, outro mecanismo que aprisionou a política econômica, é uma armadilha que foi armando-se paralelamente ao processo de endividamento externo. Sua explicitação, com a maxidesvalorização de 1979 e a crescente denúncia da crise cambial, apenas magnificou os problemas dela decorrente. Com a massa de passivos dolarizados das empresas estatais e os títulos públicos indexados ao dólar e, além disso, com a generalização do dólar como unidade de conta, aumentava a vulnerabilidade da economia às mudanças cambiais, tanto internas como externas, que, para ser estancada, também implicava em alterações na economia que ameaçavam a estabilidade existente, pois, necessariamente, promoveriam transferências de riqueza.

Assim, fugindo das grandes questões, tentava-se atuar sobre a aparência dos problemas que, enquanto isso, avolumavam-se tanto em função de sua dinâmica própria como em consequência da in-

consistência que alcançou a política econômica.

Ficava, portanto, inviabilizada qualquer tentativa de uma abordagem diferente aos problemas econômicos do país. Os exemplos são múltiplos: como compatibilizar uma política agrícola coerente e eficiente, que permitisse uma ampliação da disponibilidade interna de alimentos e assim contribuísse no combate à inflação, com a necessidade de cortar o crédito agrícola para impedir o crescimento da base monetária? Como introduzir uma política cambial menos agressiva do ponto de vista de seus impactos inflacionários, se a meta era expandir exportações a qualquer custo? Como reduzir os juros internos, nos poucos momentos em que se reconheceu seu papel decisivo no processo inflacionário; se a lógica da política de endividamento externo passava exatamente pela manutenção de elevadas taxas de juros internas para tornar mais atraente a procura por recursos externos? Como eliminar os subsídios, se a elevação das taxas de juros internas inviabilizava certos setores mais frágeis?

O resultado foi um tremendo estreitamento de opções que levou à recessão. Em 1981/1982 o Brasil aplicou a política econômica do Fundo Monetário Internacional sem recorrer a esta instituição. Mas esta opção também fracassou. O país, neste processo, gastou suas reservas<sup>(3)</sup> e, mais do que isso, foi obrigado, finalmente, a recorrer ao FMI em um momento em que a sociedade já estava exaurida pela crise, sem condições sociais e políticas para suportar um novo ciclo recessivo. O programa de ajuste sob o controle do FMI foi implementado depois de dois anos de recessão, quando já não havia margem de manobra e quando a perda de credibilidade das autoridades e-

---

(3) Em fins de 1982, as reservas brasileiras haviam sido consumidas. Os dados oficiais mascaravam seu verdadeiro estado: "polonetas" e outros títulos sem validade no mercado internacional.

conômicas já era total.

Aliás, é importante mencionar que a perda de credibilidade foi um dos importantes fatores que contribuíram para o fracasso da política econômica no período. O ministro Delfim Neto assumiu a Secretaria do Planejamento em agosto de 1979 com forte apoio político e empresarial, saudado como o herói que impediria o País de entrar na recessão, ao mesmo tempo em que deteria a inflação e restauraria uma boa situação para o Balanço de Pagamentos. Porém, a medida que sua tentativa heterodoxa foi sendo frustrada e que se caminhou na direção de uma política recessiva, suas declarações de que continuaríamos a crescer com corte da inflação e solvência externa e, mais adiante, em plena recessão, de que a crise era localizada e que a situação externa estava controlada, gerou um grave clima de incertezas propício à antecipação de reajustes de preços e à especulação com eventuais maxidesvalorizações, criando as condições para um novo salto no patamar inflacionário.

Porém, mais do que tudo, a política recessiva fracassou porque não atuava sobre os principais condicionantes dos problemas econômicos brasileiros. O desequilíbrio do Balanço de Pagamentos foi reduzido à sua dimensão comercial quando, na verdade, sua dimensão financeira sobrepujava sobremaneira qualquer possível superávit comercial, principalmente diante da elevação dos juros e da deterioração das relações de troca. A recessão, portanto, por mais que permitisse conter as importações e criar excedentes exportáveis, não dava conta do desequilíbrio financeiro, causado pelo impacto da evolução das taxas de juros internacionais sobre uma dívida que crescia exatamente para cobrir estes juros. O círculo vicioso de crescimento de encargos e dívida só poderia ter sido rompido mediante uma negociação diferente com os credores externos. A in-

inflação, reduzida à sua expressão — crescimento da base monetária e dos meios de pagamento —, recebeu um tratamento ortodoxo, que não chegava às suas raízes nem levava em conta sua rigidez, dada pela indexação cada vez mais generalizada na economia. A política pouco criteriosa de corte do gasto público e qualquer custo só fez provocar recessão sem deter a inflação. A política "realista" de tarifas públicas, cujo critério era dado pela planilha de custos e pela necessidade de pagamento da dívida externa, empurrou a inflação. As empresas públicas, lançadas ao mercado financeiro internacional, dolarizaram seus passivos, com taxas de juros flutuantes, em ascensão, e sujeitas a mudanças bruscas na política cambial, que efetivamente ocorreram. Além disso, para justificar os empréstimos externos, foram compelidas a avançar projetos, tornando, muitas vezes, irracionais suas estruturas de investimento.

Da mesma forma, a política cambial, preocupada em estimular as exportações e em não infringir regras de organismos internacionais financiadores (FMI, BIRD) contrárias à implementação de taxas duplas de câmbio, internalizava de maneira amplificada as flutuações dos preços internacionais de alguns bens essenciais na formação dos preços na economia brasileira como, por exemplo, o petróleo e outras matérias-primas.

Em resumo, como já reiteramos, as diferentes tentativas de tratamento dos principais problemas econômicos entre 1979 e 1982 tiveram um traço fundamental em comum: a recusa ao enfrentamento dos desequilíbrios estruturais da economia. Enfrentá-los teria significado, necessariamente, romper as regras (políticas e econômicas) que ordenaram o país nos últimos vinte anos. Trabalhando com este rígido limite, a recessão impôs-se como única alternativa que, entretanto, não era solução.

Com a recessão, os problemas foram magnificados: a indexação generalizou-se; o sistema financeiro fragilizou-se ainda mais; a articulação entre a dívida interna e a externa tornou-se mais complexa, limitando o campo de atuação das autoridades econômicas; a política cambial necessária para o "ajuste" externo amplificou a inflação e a política agrícola perdeu o pouco espaço que possuía através dos empréstimos do Banco do Brasil. Em todas as áreas as tensões cresceram e os problemas ficaram sem resposta.

Uma política econômica diferente, que enfrentasse estas questões, teria implicado, necessariamente, em um conjunto de reformas nas áreas fiscal, monetária, financeira, agrícola e cambial que rompessem os limites dados pelas regras vigentes. O caráter político dessa alternativa era e é evidente. Nesse sentido, ela jamais poderá ser enfrentada sem uma substancial alteração na correlação de forças que tem presidido a condução da política econômica nos últimos anos.

ANEXO

OS INSTRUMENTOS DE POLÍTICA  
MONETÁRIA E SUAS INSTITUIÇÕES

## Os instrumentos de política monetária e suas instituições

A estrutura institucional na qual se move a política monetária brasileira, em sua essência até hoje vigente no país, foi criada em 1964, com a Lei nº 4.595, que implementou uma reforma nos instrumentos de controle monetário.

Naquela data, criou-se o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central do Brasil e atribuiu-se novas funções ao Banco do Brasil. O Conselho Monetário Nacional (CMN), segundo a disposição legal, é um colegiado deliberativo, com as funções de elaborar, implementar e julgar a consistência de toda a política monetária do país, ao qual se submetem as instituições financeiras. Ao Banco Central coube a função de comandar a execução da política monetária e creditícia do governo e submeter, anualmente, ao Conselho Monetário Nacional a proposta de um Orçamento Monetário<sup>(1)</sup>.

O Banco do Brasil foi mantido como agente financeiro do Tesouro Nacional e passou a ser o agente especial do Banco Central, cujo estatuto permitia contratá-lo para a execução de seus encargos e serviços. Mais ainda, o Banco do Brasil continuou a receber os depósitos voluntários dos bancos comerciais tornando-se, desta forma, o caixa de todo o sistema bancário do país, assumindo o duplo papel de banco comercial e Autoridade Monetária.

Em função dessa duplicidade, o caixa do Banco do Brasil reflete o resultado de todo o conjunto das suas operações ativas e passivas, não só daquelas conduzidas dentro de sua condição de banco comercial. Apresenta também os resultados ligados à execução

---

(1) Em 1974 foram criados o Conselho de Desenvolvimento Econômico (CDE) e o Conselho Nacional de Abastecimento, que passaram a ter responsabilidade sobre as questões não ligadas à política monetária. Entretanto, até 1976, como a política monetária era passiva, o CDE, indiretamente, era quem controlava, através de sua atuação, a política monetária.

financeira do Tesouro e outras contas de interesse do Governo Federal. O que só é possível dada a existência de uma "conta movimento" através da qual o Banco Central cobre os desequilíbrios de caixa do Banco do Brasil. Esta conta indica que o mecanismo de emissão de papel moeda é automático, pois não sofre restrições, registrando apenas os fluxos transitórios de fundos entre as duas instituições, sendo que a instituição devedora deve pagar juros de 1% a.a. sobre o débito líquido.

Entretanto, teoricamente, é o Banco Central quem dispõe do monopólio legal de criar o papel moeda e receber os depósitos compulsórios dos bancos comerciais<sup>(2)</sup>, a custo zero.

Fica, então, clara a especificidade do Sistema Monetário Brasileiro, que tem o Banco Central dividindo o papel de Autoridade Monetária com o Banco do Brasil, que opera também como um banco comercial "privilegiado", pois não se enquadra nas obrigações do sistema bancário comercial (depósitos compulsórios, redescontos, etc).

Devido a esta especificidade, surgiu a necessidade de um Orçamento Monetário, uma proposta onde se definam as metas quantitativas do crédito aos setores públicos e privado. A definição de "tetos" para as operações ativas das Autoridades Monetárias (Banco Central e Banco do Brasil) tem o sentido de permitir a utilização dos depósitos compulsórios dos bancos comerciais, junto ao Banco

---

(2) Saldo da Conta Movimento em relação ao valor da Base Monetária (débitos do Banco do Brasil em relação ao Banco Central):

- . 31.12.1970 - 52%;
- . 31.12.1973 - 26%;
- . 31.12.1974 - 27%;
- . 31.12.1975 - 49%;
- . 31.12.1976 - 60%; e
- . 31.12.1977 - 75% (mais de Cr\$ 140 bilhões).

Central, como instrumento de limitação da expansão monetária. Caso contrário, estes voltariam a irrigar a economia via expansão dos empréstimos do Banco do Brasil. Isto porque o Banco do Brasil é, ao mesmo tempo, caixa do Banco Central (onde são recolhidos os depósitos compulsórios) e banco comercial, com capacidade quase que ilimitada de expansão sobre os seus depósitos<sup>(3)</sup>.

Por esta razão, a partir de 1964 o Orçamento Monetário passou a ser obrigatório por lei. O Banco Central deve submeter, anualmente, ao Conselho Monetário Nacional uma proposta de Orçamento que nada mais é que o Balancete Consolidado das Autoridades Monetárias. Este representa a consolidação dos balancetes do Banco Central e do Banco do Brasil, onde desaparecem as relações de débito e crédito entre os dois órgãos, inclusive a já mencionada "Conta Movimento".

É importante lembrar que o Orçamento Monetário não deve ser confundido com o Orçamento Fiscal da União. O Orçamento Fiscal é o orçamento do governo federal, onde estão previstos seus fluxos de receita e despesa. Ou seja, consiste, de um lado, no total de impostos arrecadados a nível da União e, de outro, nos gastos correntes e de investimento dos vários ministérios e órgãos federais.

Mas, como algumas contas típicas de Orçamento Fiscal estão no Orçamento Monetário e existem transferências de recursos entre os dois orçamentos, torna-se extremamente complicada a compreensão destas contas<sup>(4)</sup>. Mais ainda, a duplicidade de funções do Banco

---

(3) A única preocupação seria manter um nível de caixa mínimo — 10% dos depósitos — o que representaria um fator de expansão de crédito igual a 9 vezes o volume de depósitos.

(4) Por exemplo, o serviço da dívida pública federal não é contabilizado no orçamento fiscal, o que significa que não são colocados recursos para efetuar este pagamento.

do Brasil, que é, ao mesmo tempo, Autoridade Monetária e banco comercial, e a do Banco Central, também Autoridade Monetária e banco de fomento, estão refletidas no Orçamento Monetário, onde uma infinidade de fundos e programas aparecem sem terem explicitadas suas fontes de recursos<sup>(5)</sup>.

O Orçamento Monetário é composto pelo ativo, que são as aplicações de recursos das Autoridades Monetárias, e do passivo, que são as fontes de recursos para o financiamento de suas aplicações.

Uma parte das operações ativas é financiada através de vários recursos retirados da economia, voluntária ou compulsoriamente. É o chamado Passivo Não-Monetário e compõe-se de fundos para-fiscais, como por exemplo o IOF, quotas de contribuição de produtos exportados, PASEP, etc. Compõe-se também dos depósitos compulsórios sobre importações, sobre viagens ao exterior e sobre as entrada de recursos externos, bem como de recursos voluntários, provenientes da Resolução nº 432 e da Circular nº 230, e o "saldo líquido" das operações com títulos do Tesouro.

A Base Monetária (ou Passivo Monetário) corresponde contabilmente ao Ativo Líquido das Autoridades Monetárias, que é igual ao Ativo menos o Passivo Não-Monetário.

---

(5) Dada uma "originalidade" do sistema monetário brasileiro, o Banco Central também administra uma infinidade de fundos de fomento (FUNAGRI, FINEX, PROTERRA, etc), que acabam funcionando como contas sem limite.

Orçamento Monetário ou Balancete Consolidado Sintético das Autoridades Monetárias (Banco Central e Banco do Brasil)

Ativo

1. Empréstimos do B.B.
  - 1.1. Ao Setor Privado
  - 1.2. Ao Setor Público
2. Créditos a Instituições Financeiras
  - 2.1. Redescontos
  - 2.2. Empréstimos e Adiantamentos
  - 2.3. Fundos e Programas
  - 2.4. Outras Aplicações
3. Contas Cambiais (Saldo Líquido)
4. Demais Contas (Saldo Líquido)

PassivoPassivo Monetário (Base Monetária)

1. Papel-Moeda em Circulação
  - 1.1. Caixa em Moeda dos Bancos Comerciais
  - 1.2. Papel-Moeda em Poder do Público
2. Depósitos de Bancos Comerciais
  - 2.1. Voluntário
  - 2.2. Compulsório (em moeda)
3. Depósitos à Vista no Banco do Brasil
  - 3.1. Setor Público
  - 3.2. Setor Privado
  - 3.3. Instituições Financeiras

Passivo Não-Monetário

1. Recursos Líquidos do Tesouro Nacional junto às Autoridades Monetárias
2. Recursos de Fundos e Programas Administrados pelo Banco Central
  - 2.1. FUNAGRI
  - 2.2. Reserva Monetária
  - 2.3. FDPE
  - 2.4. Outros
3. Recursos de Fundos e Programas Administrados pelo Banco do Brasil
  - 3.1. PASEP
  - 3.2. Outros
4. Depósitos Diversos
  - 4.1. A Prazo
  - 4.2. Restituíveis
  - 4.3. Outros
5. Recursos Próprios

No Brasil, a Base Monetária tem uma composição especial. Ela é formada pelo papel-moeda em poder do público, pela caixa dos bancos comerciais, pelos depósitos voluntários dos bancos co

comerciais no Banco do Brasil, pelos depósitos compulsórios dos bancos comerciais, em moeda, e pelos depósitos à vista no Banco do Brasil. Ela é mais ampla que em outros países, onde a criação de moeda escritural através da expansão de depósitos somente pode ser realizada pelos bancos comerciais. No Brasil, o Banco do Brasil também exerce esta função, fato que explica a inclusão dos depósitos à vista no Banco do Brasil no conceito de Base Monetária.

Das contas do ativo das Autoridades Monetárias as mais importantes são: aplicações de recursos de fundos especiais no Banco Central, empréstimos do Banco do Brasil ao setor privado (alguns com limites fixados e outros, como os empréstimos para a agricultura, não sujeitos a tetos), redescontos das Autoridades Monetárias aos bancos comerciais, aplicações ligadas à política de sustentação dos preços mínimos dos produtos agrícolas, formação de estoques reguladores e reservas em moeda estrangeira.

Uma vez programadas as aplicações totais (ativo), o Passivo Não-Monetário e a Base Monetária compatíveis com a estratégia de política econômica vigente, qualquer desvio afetará a Base Monetária. Um aumento nas aplicações ou diminuição nos recursos não-monetários contribui para expandir a Base e vice-versa. Exemplificando, as operações ligadas ao comércio exterior, refletindo ganho ou perda inesperada de reservas internacionais, afetarão a Base na medida em que expandem ou contraem o Ativo das Autoridades Monetárias em montantes não esperados. Da mesma forma, a expansão ou contração não programada dos empréstimos do Banco do Brasil ao setor privado, através de rubricas específicas, afetarão as metas de crescimento da Base.

Para que estes desvios da Base Monetária não impli-

quem, via multiplicador bancário<sup>(6)</sup>, variações bruscas nos meios de pagamentos à disposição da economia, ou seja, na liquidez, utiliza-se normalmente os instrumentos de política monetária: os principais instrumentos de controle de liquidez no Brasil são o open-market, os depósitos compulsórios, os redescontos e o controle direto ao crédito.

As operações de open-market aparecem contraindo ou expandindo o total da Base Monetária através do item "Recursos Líquidos do Tesouro Nacional junto às Autoridades Monetárias", que é uma conta formada pelo resultado líquido da colocação de títulos da dívida pública junto ao público mais a transferência de superávits do Orçamento Fiscal da União. Teoricamente, a vantagem do open-market como instrumento de controle monetário é que ele age rapidamente, enxugando a liquidez da economia sem ser indiscriminado como o depósito compulsório, que afeta igualmente todo o sistema bancário, qualquer que seja o estado de liquidez de cada banco. Por este instrumento são os setores da economia com excesso de liquidez compram os títulos oferecidos.

O depósito compulsório dos bancos comerciais é o instrumento mais conhecido e mais utilizado para dosar a capacidade de expansão de empréstimos dos bancos comerciais, porque afeta diretamente o valor do multiplicador bancário, condicionando a evolução dos depósitos (moeda secundária) e, conseqüentemente, dos meios

---

(6) Meios de Pagamento = Base Monetária vezes o Multiplicador Bancário  
 Meios de Pagamento = Depósitos à Vista nos Bancos Comerciais  
 Depósitos à Vista no Banco do Brasil  
 Papel Moeda em poder do Público  
 Multiplicador Bancário = Depende dos hábitos do público quanto à distribuição dos haveres monetários entre papel-moeda, depósitos à vista no Banco do Brasil e Bancos Comerciais. Depende também do comportamento dos bancos quanto à manutenção de encaixes em moeda e em depósitos nas autoridades monetárias.

de pagamento. Apesar de ter uma importância menor no conjunto das operações ativas das Autoridades Monetárias, o Redesconto — empréstimo de liquidez do Banco Central aos Bancos Comerciais — é também um instrumento de política monetária.

Entre 1976 e 1978 estes instrumentos de controle monetário foram intensamente utilizados. Num primeiro momento, em 1976, como já foi dito, como forma de contrair a liquidez interna e estimular o endividamento externo. Num segundo momento, já em 1977, estes mesmos instrumentos foram utilizados para enxugar a liquidez decorrente da entrada dos recursos externos. A manutenção da formação de reservas internacionais como prioridade número um implicava, paradoxalmente, na necessidade de impedir um nível de liquidez interno na economia que desestimulasse a busca de recursos externos. Ao mesmo tempo, a concepção de política anti-inflacionária adotada pelas autoridades econômicas também se fundava no controle monetário, visto como o principal meio de se combater a inflação<sup>(7)</sup>.

---

(7) A ênfase dada, no Brasil, sobre o controle da Base Monetária e não sobre o controle dos Meios de Pagamento como aparece tradicionalmente na visão monetarista, deve-se à inclusão de grande parte dos depósitos bancários à vista (Banco do Brasil) no conceito de base, e também ao fato de que considerável parcela dos empréstimos bancários privados provém de repasses de recursos públicos, ou seja, operações ativas das Autoridades Monetárias.

TABELAS

Tabela 1

## PIB - TAXAS REAIS DE VARIAÇÃO ANUAL - POR SETORES

(%)

Anos	Total	Indústria	Agricultura	Comércio	Transporte e Comunic.
1974	9,7	9,2	8,2	9,7	17,5
1975	5,4	5,9	4,8	2,7	13,7
1976	9,7	12,4	2,9	7,3	14,5
1977	5,7	3,9	11,8	4,7	9,4
1978	5,0	7,2	(2,6)	4,2	9,6
1979	6,4	6,4	5,0	5,4	13,9
1980	7,2	7,9	6,3	6,8	10,1
1981	(1,6)	(5,5)	6,4	(2,8)	0,2
1982	0,9	0,6	(2,5)	0,9	5,6

Fonte: Contas Nacionais /C.E.Junho-1984/FGV.

Tabela 2

## TAXAS IMPLÍCITAS DE CRESCIMENTO DOS COMPONENTES DA FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL

(%)

	Media pa- ra 1970/74	1975	1976	1977	1978	1979	1980
1. Setor Privado	15,8	7,5	6,1	0,0	12,5	1,5	
2. Setor Público	17,3	17,8	7,9	2,6	9,2	6,6	
- Governo	12,5	14,3	11,9	0,0	2,4	(3,4)	
- Empresas Públicas	21,8	20,2	5,2	4,6	14,8	12,7	(19,1)
SPE		20,4	10,2	12,9	20,2	6,2	(11,0)
Outras		19,8	(4,1)	(13,1)	0,0	34,3	(40,5)
3. FBCF - Total	16,4	11,6	6,9	0,9	11,3	3,7	2,2

Fonte: "Investimento Estatal 1974-1980: Ciclo e Crise" - Henri Philippe Reichstul e Luciano Coutinho - Encontro Nacional de Economia - ANPEC - Recife/1981.

RESERVAS<sup>(1)</sup>, BALANÇA COMERCIAL<sup>(2)</sup> E BALANÇO DE PAGAMENTOS<sup>(2)</sup>  
TRIMESTRAL E ANUAL

(US\$ MILHOES)

Anos Trim.	Reservas	Balança Comercial	Balanço de Pagamentos
<u>1974</u>	<u>5269,1</u>	<u>(4690,3)</u>	<u>(936,3)</u>
I	6535,8	(1094,5)	17,0
II	6515,7	(1471,9)	(128,4)
III	5751,1	(1214,4)	(689,4)
IV	5269,1	(909,5)	(135,5)
<u>1975</u>	<u>4040,5</u>	<u>(3540,4)</u>	<u>(950,0)</u>
I	4497,2	(951,1)	(722,1)
II	3796,5	(895,8)	(787,6)
III	3772,9	(732,8)	38,1
IV	4040,5	(960,7)	521,6
<u>1976</u>	<u>6543,9</u>	<u>(2218,3)</u>	<u>1191,7</u>
I	3551,0	(860,9)	(857,2)
II	3718,7	(493,3)	5,1
III	4592,0	(561,8)	267,6
IV	6543,9	(302,3)	1776,2
<u>1977</u>	<u>7256,1</u>	<u>96,8</u>	<u>630,0</u>
I	5339,5	(159,4)	(647,7)
II	5708,5	398,0	(184,5)
III	5985,2	(19,5)	373,7
IV	7256,1	(122,3)	1088,5
<u>1978</u>	<u>11895,1</u>	<u>(1024,2)</u>	<u>4262,4</u>
I	7271,0	(348,6)	(18,8)
II	8111,5	(115,1)	820,8
III	10026,0	(491,0)	1697,8
IV	11895,1	(69,5)	1762,6
<u>1979</u>	<u>9688,7</u>	<u>(2839,5)</u>	<u>(3214,9)</u>
I	11135,5	(433,9)	(797,2)
II	10107,9	(299,4)	(1164,2)
III	9327,3	(883,6)	(1058,3)
IV	9688,7	(1222,6)	(195,2)
<u>1980</u>	<u>6912,6</u>	<u>(2822,8)</u>	<u>(3471,6)</u>
I	7953,0	(1368,8)	(2105,1)
II	6573,2	(670,6)	(1481,2)
III	6573,2	(836,2)	(348,8)
IV	6912,6	52,8	463,5
<u>1981</u>	<u>7506,8</u>	<u>1202,4</u>	<u>624,7</u>
I	6474,5	(419,7)	(530,2)
II	6150,2	108,9	(301,3)
III	6346,6	532,0	142,3
IV	7506,8	981,2	1313,9
<u>1982</u>	<u>3994,4</u>	<u>780,1</u>	<u>(8828,0)</u>
I	7082,0	48,8	(440,5)
II	6941,1	99,4	(789,0)
III	5051,4	206,5	(1912,4)
IV	3994,4	425,4	(5686,1)

Fonte: BACEN

(1) Saldo em fim de período

(2) Saldo no trimestre/Saldo no ano.

Tabela 4

## DADOS BÁSICOS SOBRE ENDIVIDAMENTO EXTERNO

(US\$ MILHÕES)

Anos	Dívida Externa Bruta	Reservas Internacionais	Dívida Externa Líquida	Deficit em Conta Corrente	Juros Líquidos	Juros/Def em c/c (%)	Remessa Líquida de Lucros	Inves-mentos Externos	Serviço da Dívida
1974	17166	5269	11897	7122	652	9,2	248	945	3290
1975	21171	4041	17130	6700	1498	22,4	235	1004	4035
1976	25985	6544	19441	6017	1810	30,1	380	1142	5078
1977	32037	7256	24781	4037	2104	52,1	455	956	6523
1978	43511	11895	31616	6990	2696	38,6	561	1196	8667
1979	49904	9689	40215	10742	4186	39,0	636	1685	11732
1980	53848	6913	46935	12807	6311	49,3	310	1487	12467
1981	61411	7507	53904	11734	9161	78,1	370	1795	16547
1982	70198	3994	66204	16311	11353	69,6	585	1370	19502

Fonte: BACEN.

Tabela 5  
 COEFICIENTES DE EXPORTAÇÃO<sup>(1)</sup> E IMPORTAÇÃO<sup>(1)</sup>  
 E ÍNDICE DE RELAÇÃO DE TROCA<sup>(2)</sup>

ANOS	Exportações/PIB	Importações/PIB	Relações de Troca
1974	7,6	12,1	78,4
1975	8,0	10,9	75,9
1976	7,3	9,8	85,2
1977	7,0	8,6	100,0
1978	7,8	9,1	87,5
1979	7,7	8,8	78,9
1980	8,9	8,2	65,3
1981	10,8	7,3	55,3
1982	9,8	6,6	53,7

(1) Os dados básicos utilizados no cálculo destes coeficientes são exportações e importações em US\$ milhões de 1974 e o PIB de 1974 em Cr\$ milhões convertido pela cotação média do dólar naquele ano. Sobre os dados básicos foram aplicados os coeficientes de quantum de exportação e importação e os dados do produto real.

(2) Base 1977=100

Fonte: FGV.

Tabela 6

BRASIL: DECOMPOSIÇÃO DAS VARIAÇÕES DO DÉFICIT EM CONTA CORRENTE ENTRE CADA ANO NO PERÍODO 1979/83 E O ANO BASE DE 1978<sup>a</sup>

Fatores Explicativos	1979	1980	1981	1982	1983
1. Choques Externos	1,08	3,42	5,00	5,64	5,60
1.1. Deterioração das Relações de Troca	0,85	2,35	2,87	2,98	3,47
1.2. Choques dos Juros	0,30	0,80	1,23	1,47	0,61
1.3. Retarde do Cresc. do Com. Mundial <sup>b</sup>	-0,07	0,27	0,90	1,19	1,52
2. Ônus da Dívida Externa	0,21	0,62	0,65	0,90	0,83
3. Políticas Internas <sup>c</sup>	0,12	-2,06	-5,00	-4,47	-6,35
3.1. Recessão Doméstica <sup>d</sup>	-0,04	0,13	-0,86	-1,13	-1,39
3.1.1. Cortes do Invest. Fixo	(-0,04)	(-0,06)	(-0,28)	(-0,34)	(-0,40)
3.1.2. Contração do Produto <sup>e</sup>	(0,00)	(0,19)	(-0,58)	(-0,79)	(-0,90)
3.2. Competitividade Externa <sup>f</sup>	0,13	-2,02	-3,96	-3,34	-4,90
3.2.1. Penetração das Exportações	(0,00)	(-1,40)	(-2,35)	(-1,65)	(-2,25)
3.2.2. Substituição de Importações <sup>g</sup>	(0,13)	(-0,62)	(-1,61)	(-1,69)	(-2,65)
3.3. Contenção da Remessa de Lucros <sup>h</sup>	0,03	-0,17	-0,18	-0,06	-0,06
4. Aumento Calculado do Déficit <sup>i</sup> (1)+(2)+(3)	1,41	1,98	0,65	2,08	-1,45
5. Efeitos de Interação e Erros de Arredond.	-0,07	0,00	-0,02	-0,63	0,25
6. Aumento Observado do Déficit <sup>i</sup> (4)+(5)	1,34	2,07	0,63	1,37	-1,20

(a) Os fatores de decomposição foram calculados usando pesos do ano corrente

(b) Valor negativo significa aceleração do crescimento do comércio mundial

(c) Valor positivo significa políticas que aumentam o déficit

(d) Valor positivo significa expansão econômica

(e) Valor positivo significa aumento do produto

(f) Valor positivo significa menor competitividade externa

(g) Valor positivo significa aumento das importações

(h) Valor positivo significa aumento da remessa de lucros

(i) Valor negativo significa redução do déficit

Fonte: BACHA, E. - "Choques Externos e Perspectivas de Crescimento" in PPE 14 (3), Dez/1984.

BASE MONETÁRIA E MEIOS DE PAGAMENTO REAL <sup>(1)</sup>  
 VARIAÇÃO NO TRIMESTRE <sup>(2)</sup> E NO ANO <sup>(3)</sup>

Anos Trim.	Base Monetária Real	Meios de Pagamento Real
<u>1974</u>	(1,27)	(0,80)
I	(5,46)	(6,05)
II	(2,28)	(3,18)
III	(3,81)	(1,45)
IV	11,10	10,67
<u>1975</u>	5,41	10,34
I	(11,92)	(9,11)
II	2,08	7,42
III	1,42	0,61
IV	15,59	12,33
<u>1976</u>	2,51	(6,21)
I	(18,57)	(13,51)
II	9,49	5,44
III	(1,01)	(8,81)
IV	16,16	12,80
<u>1977</u>	8,52	(0,93)
I	(9,08)	(14,27)
II	4,42	4,87
III	3,92	1,27
IV	9,99	8,82
<u>1978</u>	2,88	1,03
I	(8,93)	(10,36)
II	1,16	2,04
III	2,89	0,30
IV	8,52	10,12
<u>1979</u>	4,06	(2,05)
I	(7,22)	(11,81)
II	(0,38)	5,60
III	(1,39)	(5,83)
IV	14,18	11,70
<u>1980</u>	(25,39)	(19,04)
I	(18,93)	(16,50)
II	0,23	4,87
III	(10,04)	(12,78)
IV	2,09	6,00
<u>1981</u>	(12,98)	(4,11)
I	(19,61)	(25,93)
II	(2,83)	5,44
III	(2,41)	(7,64)
IV	14,16	32,94
<u>1982</u>	(6,23)	(17,37)
I	(11,26)	(24,71)
II	(6,28)	0,94
III	(2,02)	(4,83)
IV	15,05	14,23

(1) Deflacionado pelo IGP-DI

(2) Último mês do trimestre sobre o último do trimestre anterior

(3) Dezembro sobre dezembro do ano anterior

Fonte: FGV e BACEN

Tabela 8A

INDICADORES DE MOEDA E PREÇOS - VARIAÇÃO NO TRIMESTRE<sup>(1)</sup> E NO ANO<sup>(2)</sup>

Anos Trim	Base Mone- tária	Meios de Pagamento	IGP-DI	IPA-OG Total	IPA-OG Prod. Ind.	IPA-OG Prod. Agr
1974	32,84	33,48	34,55	34,09	35,65	31,24
I	4,41	3,76	10,44	10,51	9,45	12,29
II	8,45	7,45	10,98	11,62	10,10	14,22
III	0,22	2,68	4,19	2,89	6,00	(2,31)
IV	17,06	16,60	5,36	5,66	6,20	4,75
1975	36,35	42,72	29,35	30,58	28,58	33,68
I	(6,46)	(3,48)	6,20	5,32	5,88	4,37
II	8,48	14,15	6,27	6,11	7,77	3,30
III	8,91	8,04	7,38	9,06	4,93	16,22
IV	23,37	19,89	6,73	7,14	7,39	6,69
1976	49,93	37,18	46,26	48,11	40,33	66,97
I	(9,34)	(3,71)	11,33	10,53	8,92	14,20
II	20,60	16,14	10,15	9,88	8,63	12,71
III	10,64	1,92	11,77	14,18	11,23	21,02
IV	23,94	20,36	6,70	6,80	6,62	7,19
1977	50,63	37,51	38,80	35,32	35,59	34,15
I	1,35	(4,44)	11,47	12,03	9,68	17,23
II	14,78	15,27	9,92	9,23	9,57	8,18
III	9,31	6,53	5,19	2,77	5,91	(4,04)
IV	18,45	17,19	7,69	7,60	6,53	10,23
1978	44,88	42,28	40,83	42,40	39,88	47,68
I	(0,18)	(1,75)	9,61	9,93	8,88	12,37
II	11,82	12,80	10,54	10,74	7,67	17,57
III	11,43	8,63	8,30	8,38	9,24	6,61
IV	16,47	18,19	7,33	7,93	9,22	4,84
1979	84,41	73,57	77,21	79,46	78,86	80,47
I	5,50	0,28	13,71	13,44	12,70	15,03
II	9,49	16,06	9,91	10,80	10,03	12,75
III	17,29	12,00	18,94	19,99	21,35	16,72
IV	36,11	33,16	19,21	18,99	18,86	19,21
1980	56,87	70,22	110,25	118,62	110,26	138,17
I	(4,35)	(1,48)	17,99	18,13	17,22	20,28
II	19,32	24,85	19,05	21,51	22,65	18,79
III	9,83	6,49	22,09	23,17	21,01	28,12
IV	25,16	29,96	22,60	23,66	20,85	30,10
1981	69,85	87,16	95,18	90,51	99,65	70,71
I	(0,24)	(8,08)	24,10	22,03	22,74	20,27
II	13,70	23,37	17,01	17,19	18,57	14,04
III	15,00	8,84	17,84	15,61	17,46	11,37
IV	30,22	51,64	14,07	15,23	16,79	11,76
1982	87,27	65,02	99,72	96,84	99,83	89,46
I	8,07	(8,31)	21,78	19,78	20,96	17,12
II	13,16	21,87	20,74	21,89	22,13	21,26
III	13,97	10,70	16,32	14,17	17,37	7,14
IV	34,36	33,40	16,78	18,08	15,25	24,51

(1) Último mês do trimestre sobre o último do trimestre anterior

(2) Dezembro sobre dezembro do ano anterior

Fonte: BACEN e FGV.

Tabela 8B

## INFLAÇÃO ACUMULADA EM 12 MESES

(%)

Mês \ Ano	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
JAN	30,4	47,2	37,3	42,2	81,6	110,9	94,7
FEV	32,8	45,8	37,7	42,6	82,5	119,5	91,8
MAR	35,6	46,4	36,5	46,1	83,9	121,2	91,5
ABR	38,2	46,9	35,6	46,7	87,3	120,6	91,3
MAI	39,9	47,1	35,1	45,5	94,7	120,2	91,2
JUN	40,6	46,1	37,3	45,3	99,1	117,3	97,6
JUL	42,9	45,7	38,3	47,4	107,0	110,6	99,5
AGO	44,7	39,8	40,2	51,9	109,1	110,2	97,7
SET	46,3	37,5	41,3	59,5	104,4	109,8	95,1
OUT	46,4	38,1	41,5	63,2	109,1	103,4	95,9
NOV	46,1	39,0	41,7	67,6	130,5	99,1	95,3
DEZ	46,3	38,8	40,8	77,2	110,2	95,2	99,7

Fonte: FGV.

Tabela 9

ÍNDICE DE PREÇOS DO COMÉRCIO EXTERIOR BRASILEIRO  
 IMPORTAÇÕES (US\$ CORRENTES) - BASE: 1974=100

	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Geral	100,0	103,3	106,1	110,3	113,0	141,2	180,7	200,8	194,2
Bens de Consumo Final	100,0	106,0	104,7	114,0	124,0	149,1	158,8	165,4	151,6
Bens de Cons. Interm.	100,0	102,4	99,6	100,8	103,3	129,9	177,4	200,4	190,5
Bens de Capital	100,0	103,9	125,8	142,2	144,9	174,9	182,0	190,4	202,0
Extrativa Mineral									
Ind. de Transformação	100,0	104,0	107,3	113,6	117,2	138,9	150,2	157,1	154,3
Prod. Não-Industrializ.	100,0	90,6	86,6	73,5	75,1	101,6	122,7	126,9	115,7
Petróleo em Bruto	100,0	101,0	103,8	108,0	108,9	146,0	244,4	291,6	281,3
Trigo em Grãos <sup>(1)</sup>	100,0	77,7	72,9	50,9	63,4	78,8	101,1	100,9	92,2

(1) Na análise dos dados é preciso levar em conta que em 1974 o trigo atingiu preços sensivelmente superiores àqueles verificados nos anos anteriores (a média de 1969 a 1973 é 37,8; 1974=100). Por isso, a utilização de 1974 como ano-base pode levar a uma subestimação dos valores para os anos seguintes.

Fonte: FGV.

Tabela 10

ÍNDICE DE PREÇOS DO COMÉRCIO EXTERIOR BRASILEIRO  
 EXPORTAÇÕES (US\$ CORRENTES) - BASE: 1974=100

	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Geral	100,0	100,0	115,3	140,7	126,2	142,2	150,6	141,7	133,1
Geral Excl. Café	100,0	101,9	101,9	116,1	109,9	125,2	135,4	133,7	123,0
Bens de Cons. Não-Durável	100,0	93,8	96,7	122,3	123,5	135,7	146,7	145,3	125,3
Bens de Cons. Interm.	100,0	99,4	119,0	147,5	131,4	142,9	151,5	136,0	127,6
Bens de Capital	100,0	111,4	117,4	122,7	134,9	138,1	142,6	153,8	160,3
Extrativa Mineral	100,0	136,2	157,5	163,8	162,0	155,6	179,0	183,9	198,2
Ind. de Transformação	100,0	99,2	94,7	106,1	99,8	118,8	129,5	127,5	115,9
Prod. Não-Industrializ.	100,0	92,1	150,1	215,8	170,5	170,3	155,6	106,2	108,8
Café Cru em Grão	100,0	86,8	214,8	357,4	249,1	267,3	251,6	145,8	166,2
Minério de Ferro	100,0	131,8	154,3	161,2	161,1	177,5	205,1	211,5	227,7
Cacau em Amêndoas	100,0	70,2	95,3	226,9	189,8	174,0	132,3	108,2	84,6
Farelo e Torta de Soja <sup>(1)</sup>	-	-	-	100,0	-	102,4	102,4	111,8	97,6

(1) Base: 1977=100

Fonte: FGV - Conjuntura Econômica: "Índices Econômicos-Retrospecto na Nova Base"; Maio/1982 e Maio/1985.

Tabela 11

## DIMENSÃO BRUTA E LÍQUIDA DO EUROMERCADO - 1971/1982

(US\$ Bilhões)

ANOS	Dimensão Bruta	Incremento (%)	Dimensão Líquida	Incremento (%)
1971	145,0	31,82	85,0	30,77
1972	200,0	37,93	110,0	29,41
1973	305,0	52,50	160,0	45,46
1974	375,0	22,95	215,0	34,38
1975	460,0	22,67	250,0	16,28
1976	565,0	22,83	310,0	24,00
1977	695,0	23,01	380,0	22,58
1978	895,0	28,78	485,0	27,63
1979	1.253,0	37,76	578,0	19,17
1980	1.524,0	23,60	705,0	21,97
1981	1.861,0	22,11	859,0	21,84
1982	2.057,0	10,53	932,0	8,54
1983	2.246,0	9,19	1.032,0	10,73
1984	2.315,0	3,07	1.065,0	3,20

Fonte: PÁDUA LIMA, M.L.L.M. - "O Euromercado e a Expansão do Capital Financeiro Internacional", Dissertação de Mestrado apresentada à UNICAMP, 1985.

Tabela 12

## HAVERES FINANCEIROS

Final de Período	Haveres Financeiros <sup>1</sup>		
	Total (Cr\$ bilhões)	Haveres Monetários (%)	Haveres Não-Monetários(%)
1974	271,047	38,57	61,43
1975	434,882	34,24	65,76
1976	638,753	31,75	68,25
1977	952,358	29,19	70,81
1978	1.449,409	26,94	73,06
1979	2.409,737	27,84	72,16
1980	4.051,291	28,08	71,92
1981	10.044,233	19,69	80,31
1982	23.029,307	14,06	85,94

Fonte: BACEN

Nota.: (1) Excluindo-se o papel-moeda em poder do público.

Tabela 13

DIMENSÕES RELATIVAS DOS SUBSÍDIOS (EM %) (1)

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
Subsídios <sup>1</sup> /PIB	3	4,7	5,2	5,3	5,9	5,4	6,1	7,6	4,5
Subsídios <sup>1</sup> /Receita Tributária	31,9	48,9	59,5	56	64,9	61,6	80,3	99,2	65,2

Nota: (1) Inclui os creditícios, diretos e fiscais.

Fonte: BRAGA, J.C. de S. - "Os Orçamentos Estatais e a Política Econômica", set/81, in Desenvolvimento Capitalista no Brasil - Ensaio Sobre a Crise - Vol. 1, Ed. Brasiliense, 1984.

Tabela 14

CRESCIMENTO REAL DOS SUBSÍDIOS E DA RECEITA TRIBUTÁRIA (1)

	1973/1976	1976/1980	1979/1981	1980/1981
A. Subsídios (creditícios, diretos, fiscais)	139,4	84,2	(14)	(34,3)
B. Receita Tributária	36,6	5,4	7,5	ZERO

Nota: (1) Estimando-se uma inflação da ordem de 100% em 1981

Fonte: BRAGA, J.C. de S. - "Os Orçamentos Estatais e a Política Econômica", set/81, in Desenvolvimento Capitalista no Brasil - Ensaio Sobre a Crise - Vol. 1, Ed. Brasiliense, 1984.

Tabela 15

## COMPOSIÇÃO PERCENTUAL DOS SUBSÍDIOS

Cr\$ bilhões

Subsídios	1976		1977		1978		1979		1980		1981	
	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	
Creditícios <sup>1</sup>	31	37	51,4	37,5	56,4	29,5	163,1	45,6	494,8	52,8	745,2	60,6
Diretos <sup>2</sup>	6,0	7	6,5	4,7	11,4	6,0	18,8	5,3	236,4	25,2	140,4	11,4
Fiscais <sup>3</sup> (incentivos)	46,5	56	79,2	57,8	123,1	64,5	175,6	49,1	205,9	22,0	344,0	28,0
Total	83,5	100	137,1	100	190,9	100	357,5	100	937,1	100	1.229,6	100

Notas: (1) Agropecuária, Exportação (implícitos); PROAGRO, PROTERRA, FUNDAG (explícitos).

(2) Trigo, Petróleo, Soja, Açúcar.

(3) IPI, IR, I. Importação, outros benefícios.

Fonte: BRAGA, J.C. de S. - "Os Orçamentos Estatais e a Política Econômica", set/81, in Desenvolvimento Capitalista no Brasil - Ensaio Sobre a Crise - Vol. 1 - Ed. Brasiliense, 1984.

Observação para as tabelas 13, 14 e 15:

Dadas as dificuldades de se calcular os subsídios (inclusive conceituais), estas são apenas estimativas que devem ser utilizadas como parâmetro para qualquer análise.

Tabela 16

TAXAS DE DEPÓSITO NO EUROMERCADO<sup>1</sup>  
EURODÓLAR SEIS MESES (Libor)

Ano Mês	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
JAN			5,88	5,81	7,62	10,56	14,37	16,75	15,00
FEV			6,31	5,63	7,62	10,94	17,00	16,75	15,06
MAR			6,19	5,56	7,81	10,56	19,56	14,81	15,44
ABR			5,94	5,44	7,87	11,06	13,69	17,00	14,87
MAI			7,25	6,31	8,44	10,62	10,25	16,94	14,44
JUN			6,81	6,06	9,19	10,50	9,94	17,25	16,00
JUL			6,50	6,50	8,81	11,12	10,06	18,68	13,88
AGO			6,06	6,50	9,25	12,12	12,50	18,56	12,44
SET			6,13	7,12	9,69	12,75	13,94	18,06	11,94
OUT			5,75	7,37	11,87	15,31	14,87	16,00	10,19
NOV			5,31	7,25	11,87	13,94	16,87	12,62	10,13
DEZ	10,19	6,63	5,38	7,50	12,31	14,44	16,37	14,81	9,50

Nota: (1) Taxas de captação dos bancos.

Fonte: World Financial Markets, Morgan Guaranty Trust Company of New York, vários números.

Tabela 17

## DÍVIDA PÚBLICA E SEU SERVIÇO

(Cr\$ Bilhões Correntes)

ANOS	Saldo ORTN e LTN Total Geral	Colocação no Ano de ORTN e LTN	Serviço = CM + Juros das ORTNs + Desc. das LTNs	Serviço/ Colocação (%)
1975	97,5	49,7	20,1	40,4
1976	153,8	56,3	46,5	82,6
1977	240,4	86,6	69,1	79,8
1978	357,5	117,5	109,6	93,3
1979	521,2	163,6	160,9	98,3
1980	848,0	326,8	258,6	79,3
1981	3.087,5	2.239,5	1.263,4	56,4
1982	7.861,9	4.774,4	4.015,3	84,1

Fonte: BACEN.

Tabela 18

## PREÇO DO PETRÓLEO E SEUS DERIVADOS

ANOS	US\$ por t	US\$ por* Barril <sup>1</sup>	Cr\$ por t	Índice de Preço Real <sup>2</sup> (Base:1973=100)		
				Gasolina	Óleo Diesel	Óleo Combust
1973	19	2,7	116,5	100,0	100,0	100,0
1974	78	11,2	530,4	152,7	107,3	114,9
1975	78	10,9	634,1	184,5	119,3	123,7
1976	84	11,7	898,8	216,4	125,7	135,1
1977	90	12,8	1.269,0	220,9	143,1	140,4
1978	91	12,9	1.647,1	207,3	137,6	135,9
1979	125	18,6	3.362,5	211,8	153,2	167,5
1980	215	30,5	11.330,5	300,0	156,9	306,1
1981	251	34,3	23.343,0	296,4	187,2	404,4

Notas: (1) Preço Médio OPEP.

(2) Deflacionado pelo IGP-DI; (\*) Fonte Banco Mundial.

Fonte: MOURA DA SILVA, A. - C.E., set/1982.

Tabela 19

## TESOURO NACIONAL

(Cr\$ Milhões de 1977)

	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Receita Efetiva	177.801	170.744	203.452	214.191	218.671	180.157	204.944	194.779	199.097
Despesa Efetiva	168.815	170.614	202.934	213.272	215.621	179.345	204.602	194.517	198.812
Superávit	8.986	131	518	920	3.051	811	342	262	285

Nota: Deflacionado pelo IGP-DI (Revista Suma Econômica, Janeiro/1985).

Fonte: BACEN e Banco do Brasil

Tabela 20

## TESOURO NACIONAL - VARIAÇÃO PERCENTUAL SOBRE O PERÍODO ANTERIOR

	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Receita Efetiva	7,97	(3,97)	19,16	5,28	2,09	(17,61)	13,76	(4,96)	2,22
Despesa Efetiva	3,08	1,07	18,94	5,09	1,10	(16,82)	14,08	(4,93)	2,21
Superávit	877,80	(98,54)	295,42	77,61	231,63	(73,42)	(57,83)	(23,39)	8,78

Fonte: BACEN e Banco do Brasil .

Tabela 21

INDICADOR DA PRODUÇÃO FÍSICA - INDÚSTRIA GERAL  
ÍNDICE MENSAL - BASE: 1975=100

Ano Mês	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
JAN	91,83	99,17	102,15	109,21	120,89	128,85	128,99	109,34
FEV	86,17	101,74	98,92	103,68	112,79	126,31	128,07	107,95
MAR	93,33	108,68	115,94	119,13	125,77	139,47	129,20	127,86
ABR	98,34	106,27	107,66	115,11	121,26	129,74	120,66	120,06
MAI	98,67	112,23	118,54	121,68	131,83	142,60	124,56	127,05
JUN	101,94	115,69	118,46	122,54	131,85	144,47	128,36	132,58
JUL	105,79	117,87	118,00	124,47	133,90	151,50	132,99	136,53
AGO	103,85	119,05	122,68	133,47	142,17	149,84	128,77	139,82
SET	106,46	117,11	117,82	126,48	130,85	153,67	125,70	134,69
OUT	110,15	120,85	121,50	134,53	146,42	156,55	129,33	132,77
NOV	103,26	113,70	117,71	126,24	134,76	145,20	121,95	125,87
DEZ	100,19	110,43	112,27	119,30	124,80	132,49	112,56	113,68
MÉDIA	100,00	111,90	114,31	121,32	129,77	141,70	125,93	125,68

Fonte: IBGE.

Tabela 22A

DEPÓSITOS REGISTRADOS EM MOEDA ESTRANGEIRA  
NO BANCO CENTRAL - (SALDOS EM US\$ MILHÕES)

DATA	Circular nº 230	Resolução nº 432
1977-DEZ	155,2	1.333,2
1978-DEZ	112,0	1.421,4
1979-JAN	109,8	1.527,5
FEV	107,8	1.533,1
MAR	124,0	1.519,5
ABR	160,7	1.958,0
MAI	178,3	2.058,4
JUN	236,1	2.194,0
JUL	253,8	2.264,1
AGO	337,7	2.238,2
SET	422,7	2.746,9
OUT	607,3	3.118,7
NOV	707,3	3.487,4
DEZ	748,2	3.738,4
1980-JAN	914,1	3.530,2
FEV	935,0	3.627,5
MAR	970,8	3.588,1
ABR	962,8	3.482,5
MAI	837,7	4.169,8
JUN	704,3	3.990,6
JUL	617,2	4.266,8
AGO	533,5	4.615,3
SET	459,3	4.624,8
OUT	404,2	5.126,5
NOV	383,4	5.026,7
DEZ	295,9	5.566,4
1981-JAN	281,1	5.341,8
FEV	272,3	5.216,2
MAR	250,6	5.245,7
ABR	266,6	4.734,9
MAI	293,2	4.953,0
JUN	797,7	5.846,5
JUL	1.349,1	6.207,3
AGO	1.573,3	6.127,4
SET	1.733,3	6.308,1
OUT	1.875,8	6.358,3
NOV	1.882,4	6.455,4
DEZ	1.903,0	6.629,2
1982-JAN	1.777,0	6.775,0
FEV	1.767,0	6.301,0
MAR	1.544,0	6.493,0
ABR	1.497,0	6.116,0
MAI	1.744,0	6.119,0
JUN	1.825,0	6.501,0
JUL	1.980,0	6.513,0
AGO	1.958,0	6.702,0
SET	2.083,0	6.578,0
OUT	2.238,0	6.291,0
NOV	2.250,0	6.510,0
DEZ	2.072,0	5.765,0

Fonte: Banco Central

Tabela 22B

PROPORÇÃO ENTRE OS DEPÓSITOS EM MOEDA ESTRANGEIRA E A BASE MONETÁRIA

Final de Período	A: Base Monetária (Cr\$ Milhões)	B: Depos. em Moeda Estrang/Cr\$Milh	B/A (%)
1977	166.853	23.963	14,36
1978	241.823	32.048	13,25
1979	445.853	190.681	42,77
1980	699.475	383.981	54,90
1981	1.188.137	1.090.415	91,78
1982	2.219.311	1.980.410	89,24

Fonte: BACEN

Tabela 23

PREÇOS CORRENTES DOS DERIVADOS DE PETRÓLEO / 1979

Cr\$/Litro<sup>1</sup> ou Kg<sup>2</sup>

	1º/1 a 09/2	10/2 a 27/5	28/5 a 29/7	30/7 a 09/9	10/9 a 25/11	26/11 a 31/12	Δ% no ano	Δ% Real no Ano 3
Gasolina A	8,400	9,600	10,200	10,200	14,300	22,600	169,0	51,8
Gasolina B	10,200	12,500	13,500	13,500	21,500	34,000	233,3	88,1
Querosene	4,720	5,900	6,300	9,450	9,450	14,940	216,5	78,6
Diesel	4,600	5,400	5,800	8,700	8,700	12,000	160,9	47,2
Óleo Combust. A/BPF	1,070	1,400	1,600	2,400	2,400	2,400	124,3	26,6
Óleo Combust. BTE	1,240	1,600	2,000	3,000	3,000	3,000	141,9	36,5
Gás Liquef. de Petróleo	7,200	8,400	8,400	8,400	9,300	9,300	29,2	(27,1)

Notas: (1) Gasolina A e B, querosene e diesel.  
 (2) Óleo combustível A/BPF e BTE, gás liquefeito de petróleo.  
 (3) Deflacionado pelo IGP-DI.

Tabela 24

PARTICIPAÇÃO DO BANCO DO BRASIL NOS EMPRÉSTIMOS DO SISTEMA FINANCEIRO AO SETOR PRIVADO  
(Saldos em Cr\$ Milhões) (%)

Fim do Período	Banco do Brasil	Demais Instituições	TOTAL	Banco do Brasil	Demais Instituições	TOTAL
1974	80.643	290.166	370.809	21,7	78,3	100,0
1975	132.728	446.852	579.580	22,9	77,1	100,0
1976	214.115	701.184	915.299	23,4	76,6	100,0
1977	318.446	1.064.189	1.382.635	23,0	77,0	100,0
1978	437.896	1.622.776	2.060.672	21,3	78,7	100,0
1979	720.726	2.679.118	3.399.844	21,2	78,8	100,0
1980	1.211.180	4.678.598	5.889.778	20,6	79,4	100,0
1981	2.025.289	10.181.256	12.206.545	16,6	83,4	100,0
1982	3.452.000	22.255.000	25.707.000	13,4	86,6	100,0

Fonte: Banco Central.

Tabela 25

ÍNDICE DA PRODUÇÃO FÍSICA - INDÚSTRIA GERAL  
 VARIAÇÃO SOBRE IGUAL PERÍODO DO ANO ANTERIOR

Mês \ Ano	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
JAN	8,00	3,01	6,90	10,70	6,58	0,11	(15,23)
FEV	12,87	0,08	5,87	9,77	9,19	0,75	(15,47)
MAR	14,11	2,40	4,73	8,26	9,78	(2,12)	(10,64)
ABR	12,50	2,12	5,29	7,51	9,08	(3,33)	(8,23)
MAI	12,76	2,86	4,71	7,69	8,89	(5,32)	(6,21)
JUN	12,89	2,78	4,49	7,67	9,01	(6,36)	(4,61)
JUL	12,66	2,37	4,64	7,66	9,64	(7,28)	(3,52)
AGO	12,92	2,46	5,20	7,50	9,05	(8,19)	(2,00)
SET	12,57	2,24	5,45	7,02	10,00	(9,41)	(1,00)
OUT	12,26	2,06	6,01	7,22	9,65	(10,29)	(0,63)
NOV	12,05	2,19	6,13	7,18	9,47	(10,82)	(0,29)
DEZ	11,90	2,15	6,14	6,97	9,19	(11,13)	(0,20)

Fonte: IBGE.

BIBLIOGRAFIA CITADA

I - Artigos e Livros

1. ABRAMO, L. - "Greve Metalúrgica em São Bernardo: Sobre a Dignidade no Trabalho", São Paulo, 1985, mimeo.
2. BACHA, E. - "Choques Externos e Perspectivas de Crescimento: O Caso do Brasil 1973/89" in Revista PPE nº 14 (3), dez/1984.
3. BATISTA JR., P.N. - "Mito e Realidade na Dívida Externa Brasileira", Ed. Paz e Terra, RJ, 1983.
4. CALABI, A.S.; REISS, G.D.; LEVY, P.M. - "Geração de Poupanças e Estrutura de Capital das Empresas no Brasil", FIPE, 1979.
5. COUTINHO, L.G. e REICHSTUL, H.P. - "Investimento Estatal - 1974 a 1980: Ciclo e Crise" in Desenvolvimento Capitalista no Brasil nº 2, Ensaios Sobre a Crise, Ed. Brasiliense.
6. CRUZ, P.D. - "Dívida Externa, Política Econômica e Padrões de Financiamento: A Experiência Brasileira nos Anos Setenta", Ed. Brasiliense, 1984.
7. DIAS, G.L. da S. e MENDONÇA DE BARROS, J.R. - "Fundamentos Para Uma Nova Política Agrícola", Brasília, nov/1983, CFP, Col. Análise e Pesquisa, Vol. 26.
8. MENDONÇA DE BARROS, J.R. - "Transição e Descontinuidade no Crescimento Agrícola", jun/1984, mimeo.
9. SERRA, J. - "Ciclos e Mudanças Estruturais na Economia Brasileira do Pós-Guerra", in Revista de Economia Política, Vol. 2/2, nº 6, abr-jun/1982.
10. SILVA, A.M. - "Preço Real dos Derivados de Petróleo", in Conjuntura Econômica, Vol. 36, set/1982, FGV-RJ.

## II - Documentos, Entrevistas e Conferências

### 1. CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL

- "Brasil: Análise Econômico-Financeira do 1º Semestre de 1979. Perspectivas de Política Monetária Para o Segundo Semestre de 1979", documento apresentado pelo ministro Mário Henrique Simonsen.
- "Programação do Setor Externo Para 1983", 25.10.82.
- Comunicados de 1976 a 1982.

### 2. DELFIM NETTO, A.

- Discurso de Posse, Ver Gazeta Mercantil de 16.08.79.
- Entrevistas:
  - . ao O Estado de São Paulo em 25.09.79
  - . à Gazeta Mercantil em 22.10.79; 14.12.79 e 14.11.80
  - . ao Jornal do Brasil em 14.10.79 e 05.11.80
  - . ao O Globo em 09.12.79 e 05.11.80.

### 3. GALVEAS, E.

- Declarações à Gazeta Mercantil em 13.11.80 e 14.11.80.

### 4. Informes Confidenciais do Forum Gazeta Mercantil nºs 1 a 15.

### 5. LANGONI, C.

- Declarações à Gazeta Mercantil em 06.11.80.

### 6. MARTINS, J.C.

- Declarações à Gazeta Mercantil em 19.10.79

### 7. II e III PND

### 8. Revista Bancária Brasileira nº 571 de jul/1980 e nº 573 de set/1980.

### 9. SIMONSEN, M.H.

- Pronunciamento na Comissão de Economia da Câmara dos Deputa-

dos, abr/1976.

- "Moeda, Juros e Inflação", palestra proferida no BACEN em out/1978.
- "As Diretrizes do Planejamento", 11.03.79.
- "A Inflação Brasileira e a Atual Política Anti-Inflacionária", discurso proferido no Senado em 31.05.79.
- Pronunciamento no Encontro Nacional Empresa-Governo promovido pela Revista Exame, abr/1979.
- Carta de Demissão entregue ao Presidente da República, ago/1979.

### III - Fontes de Consulta

- Arquivo do Centro de Informações da Gazeta Mercantil.
- Relatórios Anuais do Banco Central do Brasil - 1976 a 1982.

### IV - Bibliografia do Anexo

1. BRANDÃO, C. - "Estrutura Funcional do Sistema Financeiro Nacional", palestra realizada na Escola Superior de Guerra pelo Presidente do Banco Central, jul/1979.
2. \_\_\_\_\_ - "O Banco Central e a Execução da Política Monetária do Governo", palestra realizada na Escola Nacional de Informações pelo Presidente do Banco Central, mai/1979.
3. FERREIRA, E.F. - "A Política Monetária no Brasil: O Banco Central Como Banco de Fomento e a Atual Controvérsia Sobre o Modelo Institucional", trabalho apresentado na XVI Reunião dos Técnicos de Bancos Centrais do Continente Americano, 1979.
4. \_\_\_\_\_ - "A Política Monetária no Brasil - O Orçamento Monetário", Departamento Econômico do Banco Central do Brasil - set/1978.

5. LEMGRUBER, A.C. - "A Taxa de Inflação, a Programação Monetária e o Impacto dos Subsídios em 1979 e 1980", FGV-IBRE, Centro de Estudos Monetários e de Economia Internacional, mai/1980.
6. \_\_\_\_\_ - "Notas Sobre os Subsídios, o Déficit Governamental e a Expansão da Moeda e da Dívida Interna nos Últimos Anos", FGV-IBRE, ago-set/1979.