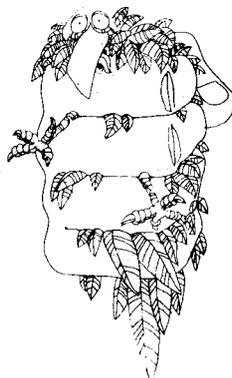


Inflexões e crise da política econômica: 1974-1980*

LUCIANO G. COUTINHO **

1974 - 1976

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



Esta contradição manifestou-se num vaivém continuado. De início (1974), predominou o vetor contencionista com a tentativa frustrada de restringir o crédito e conter as importações, frente à explosão da inflação reprimida desde 1973 e à propagação do choque inflacionário provocado pelas matérias-primas e bens importados. Entrementes, observou-se uma sensível recessão do crescimento industrial que se estenderia até o último trimestre de 1975.

As pressões anti-recessionistas provocaram, a partir de meados de 1975, a reversão da política econômica no sen-

* Versão preliminar, sujeita a revisões. Não deve ser citada sem autorização do autor.

** Professor do Depto. de Economia da UNICAMP.

tido expansionista. O II PND devia ser implementado a pleno vapor: vários projetos megalômanos foram ativados simultaneamente através das empresas estatais; o CDI e o BNDE (agora com os recursos do PIS-PASEP) aprovaram grande número de empreendimentos privados nos setores prioritários de insumos e bens de capital; a situação do crédito foi afrouxada (refinanciamento compensatório) e acreditava-se na viabilidade de conciliar o expansionismo com o controle da situação do balanço de pagamentos e da inflação, em níveis toleráveis.¹ A percepção de que a retomada do crescimento implicaria a deterioração ainda mais acentuada do déficit em conta corrente e de que o financiamento externo poderia tornar-se restritivo (em 1975 o mercado financeiro internacional estava relativamente “apertado”) levou o governo a tomar algumas medidas incisivas no fim de 1975: impôs-se o depósito compulsório, de 100% por 360 dias, sobre o valor das importações e, após uma conflitiva decisão, o presidente da República anunciava em cadeia nacional de TV a abertura dos contratos de risco para exploração de petróleo e lançava o PROÁLCOOL.

A incongruência dos objetivos, implícita na política econômica expansionista — em meio a uma recessão mundial —, fazia-se evidente. Entretanto, acima das dissensões e dúvidas, os projetos iam sendo iniciados, como reflexo do voluntarismo dominante na cúpula governamental. Neste contexto, as empresas estatais, que estavam colocadas dentro do Plano como instrumentos fundamentais de implementação dos projetos de grande porte (na área de insumos), neles lançaram-se impetuosamente. O acúmulo de tensões políticas e divergências dos interesses privados frente às novas políticas setoriais desataria uma das mais intensas e virulentas falsas-controvérsias já vistas a respeito do papel do Estado e, particularmente, das empresas estatais. O governo, levado contra a parede, e sem desistir da sua empreitada, respondeu com uma série de medidas formais de controle sobre as suas empresas: estabeleceu para elas o imposto de renda, proibiu a criação de novas subsidiárias sem o *placet* presidencial, limitou o acesso à bolsa de valores e buscou (infrutiferamente) cercear suas operações na esfera financeira, especialmente com os rentáveis títulos da dívida pública. Além destas medidas o governo empenhava-se efetivamente numa política de proteção e suporte financeiro aos grupos nacionais, notadamente no setor de bens de capital, canalizando recursos através das novas subsidiárias do BNDE (e depois através do PROCAP), limitando temporariamente a correção monetária implícita nos empréstimos daquela instituição, etc. Esta era a resposta consistente com a estratégia proposta no II PND — dar suporte ao setor capitalista

¹ Para a análise em profundidade dos objetivos estratégicos, meios e impasses de implementação do II PND consulte-se o excelente trabalho de Carlos Lessa, *A Estratégia de Desenvolvimento 1974-1976: sonho e fracasso*, UFRJ-FEA, tese, 1978.

nacional para construir uma estrutura equilibrada, *vis-à-vis* o capital estrangeiro e o setor estatal.²

Na primeira metade de 1976, o crescimento industrial havia sido firmemente reativado, o setor privado continuava investindo e as empresas estatais efetuavam grandes dispêndios, com alguns projetos de grande porte em plena execução (Itaipu, conclusão do II Estágio). A inflação reacelerava-se, com o choque do depósito compulsório e com a expansão do déficit global do setor público (orçamentos fiscais e monetário), intensificando-se as fricções políticas quanto à implementação das metas do II PND. Dentro da cúpula do governo o próprio setor responsável pelo Plano (min. Veloso/SEPLAN) começou a recuar, frente à patente inviabilidade técnica e financeira de inúmeros projetos. Os que dependiam do mercado externo já estavam irrecorrivelmente comprometidos e a insistência neles apenas levou a uma humilhante seqüência de concessões aos sócios estrangeiros, nos poucos casos em que estes ainda não haviam saltado fora.

1976 - 1978

Antes que se completasse a metade do ano modificou-se rapidamente a configuração de forças dentro do governo com o fortalecimento progressivo do setor responsável pela política de financiamento e crédito (min. Simonsen, M.F.B.B-CMN). Logo articulou-se uma política de intenção contencionista mas, ironicamente, prisioneira de uma nova e irreconciliável incongruência de objetivos. Partindo do suposto de que a inflação era causada pelo excessivo crescimento da demanda, pretendia-se, de um lado, cortar o ímpeto do gasto e do investimento (público e privado) e, de outro, amenizar o problema do financiamento das contas externas (com uma dívida já elevada e perfil inconveniente).

A opção fundamental de política então adotada foi a seguinte: comprimir a expansão do crédito com liberação da taxa de juros e controlar a expansão do gasto público total. A subida da taxa de juros desestimularia o gasto e o investimento privado e arrefeceria a "demanda" por crédito por parte das empresas, enquanto a contenção do gasto total do setor público contribuiria para desaquecer o ritmo de crescimento da demanda agregada. Por outro lado, a subida da taxa de juros facilitaria a correção dos desequilíbrios do financiamento externo viabilizando uma entrada substancial de empréstimos em moeda, com objetivo de recompor o nível da reserva externa e racionalizar o perfil de amortização. As condições de crédito no euromercado já se haviam revertido e eram cada vez mais favoráveis para a tomada de empréstimos (prazos longos

² Sobre este ponto vide Carlos Lessa, *op. cit.*

e taxas de juros moderadamente negativas). Devia-se, portanto, tirar proveito da situação e, ao mesmo tempo, compatibilizar o impacto expansionista da entrada dos recursos externos (sobre a expansão creditícia) através de um controle mais apurado e abrangente do “orçamento monetário”, compensando-se a expansão do crédito de origem externa com um aperto no crédito lastreado em fontes internas. Manipulava-se, para tal, a taxa de depósito compulsório dos bancos, sucessivamente ampliada. Entre abril de 1976 e o fim deste ano, o comando da política econômica, agora transferido para o ministro da Fazenda, implementou um elenco de “pacotes” importantes:

1. aumentou seguidamente o depósito compulsório bancário e procurou disciplinar o mercado financeiro e de capitais,³ ao mesmo tempo em que fazia algumas concessões paralelas para compensar os bancos (facilitou o CDB como instrumento de captação negociável e de curto prazo);
2. o aperto creditício geral foi acompanhado por um corte sensível com relação à construção civil (Res. 386) e por uma redução nos prazos de financiamento de bens duráveis;
3. foram estabelecidos cortes e tetos para os gastos da administração direta, Rede Ferroviária Federal e DNER. As grandes empresas estatais escaparam aos cortes, mas foi implantado um sistema muito mais rígido de controle dos investimentos, através da aprovação prévia de um “orçamento” para o ano seguinte pela SEPLAN/CDE;
4. finalmente, operou-se a liberação total das taxas de juros, reforçando-se as condições para a entrada maciça de empréstimos externos.

Os efeitos deste conjunto de medidas sobre o crescimento industrial (duráveis e não-duráveis) e sobre a construção civil logo se fizeram sentir, inflitando-se a tendência em 1977, num sentido recessivo. Por outro lado, a contenção das importações e alguns resultados expressivos na exportação de produtos agrícolas (especialmente do café), aliados à estabilização dos preços do petróleo importado, melhoraram consideravelmente os resultados do balanço comercial. A taxa de inflação estabilizou-se momentaneamente num patamar mais baixo. Passado um primeiro momento de tensão (pedido de demissão do min. Severo Gomes, em fevereiro) e de críticas do empresariado contra a implementação

³ O alargamento do déficit público (na fase 74-75 quando houve erosão da reserva externa) obrigou à ampliação continuada da dívida pública, cuja emissão e sustentação secundária estavam apoiadas em numerosos agentes, inclusive corretoras de pequeno tamanho e elevado grau de risco. Em 1976, a expansão das reservas começou a obrigar o Tesouro a ampliar o lançamento dos títulos para financiar este novo foco de expansão creditícia, relocando-se a expansão da dívida interna à dívida externa. Para disciplinar o mercado e minimizar as constantes quebras fraudulentas (apoiadas graciosamente pelos fundos do IOF) o governo baixou novos regulamentos e limites operacionais, ampliando os requisitos de capital-mínimo dos agentes.

desta política contencionista, com abandono do II PND, a situação parecia, finalmente, sob controle. Tanto que o próprio presidente da República decide — para alívio geral — abandonar o projeto de racionamento da gasolina, através das “simonetas” e, por um momento, voltou a predominar o otimismo, com maior concentração de poderes nas mãos do ministro da Fazenda e reforço à sua política.

Mas, este momento duraria pouco, porquanto o esquema de política acionada continha uma nova incongruência, extremamente artilosa. A forte elevação da taxa de juros, associada à entrada cada vez mais intensa de empréstimos do exterior, amplificou crescentemente um “hiato” financeiro na operação da dívida pública, utilizada para financiar a conversão do saldo líquido dos recursos entrantes. O Banco Central captava cruzeiros a taxas elevadas no mercado de dinheiro para sustentar o afluxo de empréstimos externos a taxas de juros sensivelmente mais baixas. Por outro lado, a recessão e a contração do investimento privado obrigavam as empresas a reciclar ampliadamente as suas dívidas a taxas de juros bastante elevadas. Isto tornava-se particularmente proibitivo para as pequenas e médias empresas e para o setor agrícola que, além de ter seus preços mínimos tabelados “por baixo”, não poderia reciclar o seu elevado grau de endividamento às taxas de juros de mercado. A suavização do ritmo da desvalorização cambial despertava, paralelamente, pressões dos setores exportadores. Para fazer frente a esta avalanche de pressões, que advinham da opção pela elevação da taxa de juros, o governo foi sendo forçado a abrir um leque crescente de linhas de crédito subsidiado que abrangiam o setor agrícola, as PMEs e as atividades de exportação. Parte das operações subsidiadas foi sendo financiada pela elevação do depósito compulsório bancário ao nível recorde de 40% (exigindo, inclusive, um decreto presidencial para superar o teto máximo permitido por lei), de forma que os bancos foram obrigados a dirigir para as novas linhas subsidiadas parcelas correspondentes do compulsório recém-elevado. Esta aguda compressão dos recursos livres dos bancos pressionou ainda mais a taxa de juros no segmento livre de mercado, alcançando níveis reais extremamente elevados, passando a atuar como uma tensão inflacionária permanente a erodir a rentabilidade efetiva das empresas. Estas, como mecanismo defensivo, buscavam reajustar os preços, à frente, para vencer as taxas de juros e desvalorizar os seus passivos. Reforçou-se, assim, significativamente, o mecanismo aceleracionista. A reaceleração da inflação no último trimestre de 1977 e daí por diante até 1979 iria alargar crescentemente o hiato financeiro implícito nas operações de crédito subsidiado (dadas as taxas fixas de correção monetária para cada tipo de operação) obrigando o Tesouro a recorrer maciçamente ao mercado monetário para cobrir aquele hiato. De outro lado, a subida da taxa de juros atraía os empréstimos externos em escala crescente, com a expansão continuada das reservas pressionando a expansão creditícia e con-

correndo de forma premente para ampliação acelerada das operações de dívida pública. O “spread” negativo implícito nas operações de empréstimos externos, o volume crescente dos subsídios creditícios e o elevado custo-de-giro da própria dívida pública desembocariam numa aceleração desenfreada e vertiginosa da massa de títulos públicos, numa velocidade espantosa, superior mesmo ao giro dos depósitos à vista dos bancos comerciais. De outro lado, a subida da taxa de juros para aplicações financeiras permitia às empresas oligopolistas mais poderosas a obtenção de ponderáveis “lucros” não operacionais enquanto os agentes financeiros e os bancos apropriavam-se de parcela significativa do “spread” efetivo entre as suas taxas de captação e as taxas reais de mercado. Os beneficiários das linhas de crédito subsidiado, por sua vez, desviavam os recursos disponíveis para o mercado apropriando-se da diferença — tudo, em última instância, bancado pelo Tesouro público através da sua dívida financeira em crescimento “explosivo”.

A política contencionista aplicada desta forma e, ao mesmo tempo, levada de roldão pela expansão creditícia originada dos empréstimos no exterior — ao longo de 1977 e principalmente em 1978 e 1.ª metade de 1979 — não somente revelar-se-ia inepta para atingir os seus objetivos como tenderia, progressivamente, a desintegrar a própria efetividade dos instrumentos de intervenção.

Do lado do gasto e do investimento público as repetidas tentativas de impor cortes e controles mais rígidos foram sendo derrotadas pela necessidade de utilizar as empresas estatais, especialmente a partir de 1978, como tomadoras de grande escala no “Euromocedas”. O governo passou a controlar, desde 1976, através do ministro da Fazenda, todos os aumentos de preços e tarifas públicas que — com a única exceção dos derivados de petróleo — deterioraram-se sensivelmente, fazendo murchar a capacidade interna de financiamento das suas empresas. Posteriormente, em fins de 1978, foram impostos limites ainda mais rígidos para as operações internas de crédito, forçando-se as empresas a procurar o mercado financeiro internacional. A partir de 1977 o endividamento externo das empresas estatais cresceu espetacularmente, aproveitando-se das condições de sobrelíquidez do euromercado para esticar os prazos médios de amortização e melhorar os termos e condições do cronograma de amortização. Ao longo de 1978, particularmente, a expansão das reservas atingiu pouco mais de US\$ 4,6 bilhões, estourando todas as previsões do orçamento monetário. O crescimento descontrolado da dívida, aguçado pela intensificação do diferencial das taxas de juros, já revelava, claramente, que as incongruências dos meios e objetivos da política econômica a arrastaram a um impasse desintegrador.

O processo de contenção do dispêndio público, como já vimos na 1.ª parte deste trabalho, funcionou de modo bastante desigual entre os setores da administração indireta, com uma contração efetiva do dispêndio nas áreas de infra-estrutura, transportes, telecomunicações e gastos sociais, enquanto as empresas

estatais mais poderosas (do SPE) utilizavam esta válvula de escape para financiar a sustentação de suas inversões e contribuía, desta forma, para frustrar a intenção recessionista da política econômica. Por outro lado, a insistência quase obsessiva em “desaquecer” a demanda agregada através da política de juros elevados e da tentativa de aperto creditício acumulava, em escala crescentemente imaneável, o grave problema do financiamento do desequilíbrio financeiro do Tesouro. A velocidade estonteante do giro da dívida pública, a abertura incontrolável do déficit financeiro, a enxurrada de empréstimos externos, criavam pressões autodestruidoras da meta original de contencionismo creditício. Os apertos de curto prazo tinham que ser rapidamente revertidos para não decretar inadimplência generalizada das instituições financeiras que operavam a circulação dos títulos públicos, enquanto, em outros momentos, o desembolso concentrado de empréstimos externos de grande magnitude tendia a inundar o mercado monetário tornando inteiramente descontrolada a política creditícia e monetária que, justamente, havia sido postulada como o instrumento nuclear de controle da inflação e do crescimento. Ademais, a política cambial ficou completamente rigidificada pela política de financiamento externo, frente ao peso crescente do fluxo de serviço da dívida sobre as exportações, tornando-se cada vez mais difícil eliminar o relativo grau de supervalorização da taxa cambial, acumulado desde 1973.

1979 (1.º SEMESTRE)

Na primeira metade de 1979, diante do intenso coro de críticas e tensões provocadas pela inflação ascendente e pela elevada taxa real de juros, a nova administração resolveu concentrar ainda mais os poderes de decisão da área econômica. A desorganização e inoperância dos principais instrumentos de política assim o exigiam: o ministro Simonsen foi deslocado do Ministério da Fazenda para a SEPLAN, que passou a coordenar o CMN e o orçamento monetário, além de sua função de controle do gasto e investimento público. Fundiu-se assim, num comando único, a responsabilidade pelo conjunto de operações ativas (alocação de crédito, gastos, inversões) e passivas do governo (regulação bancária, da receita fiscal e da dívida pública).⁴ Com esta mudança esvaziou-se muito o MF, que perdeu virtualmente o controle sobre o Banco Central.

Entretanto, apesar da concentração de poderes a SEPLAN revelou-se inapta para formular um novo esquema de política econômica capaz de enfrentar a

⁴ Do ponto de vista formal este arranjo, colocado em prática logo no início do governo Figueiredo, representou um importante passo no sentido de centralização das decisões de política econômica, sob a batuta do ministro-chefe da SEPLAN. A única exceção a esta tendência residiu na passagem do BNDE para a área do MIC.

situação caótica. Houve, porém, uma perceptível mudança de orientação, o que revelava que o ministro Simonsen se havia apercebido — embora tardiamente — de algumas das sérias incongruências do esquema de política até então prevalente. Esta nova orientação pode ser resumida no seguinte conjunto de medidas:

1) *Quando ao financiamento externo e expansão creditícia (visando a reduzi-la):*

- a — desacelerar o fluxo do endividamento externo de forma a queimar parte das reservas e favorecer a contração da “base” monetária (uma taxa de depósito compulsório, de 50%, por 1 ano imposta aos empréstimos em moeda estrangeira, em abril);
- b — efetuar a retirada gradual dos incentivos fiscais à exportação de manufaturados, a ser compensada, durante 3 anos, por uma aceleração das minidesvalorizações cambiais.⁵ Em 1979, a desvalorização cambial acumulada deveria exceder a taxa de inflação relativa em 6%. As perdas cambiais daí decorrentes para os tomadores de empréstimos externos poderiam ser neutralizadas através das Resoluções n.ºs 432 e 230. Estas possibilitavam, respectivamente, às empresas e bancos, depositar em dólar o equivalente aos empréstimos contraídos (ou, simplesmente, não converter os empréstimos em cruzeiros) e auferir, dessa forma, os ganhos decorrentes da desvalorização cambial mais acelerada. A expectativa era de que a retirada dos subsídios e a atração que as Res. n.ºs 432 e 230 deveriam exercer sobre as massas financeiras disponíveis contribuiriam para “enxugar” a expansão monetária;
- c — impor tetos muito mais rígidos e rigorosamente fiscalizados sobre a expansão global dos empréstimos bancários, inclusive sobre as operações do Banco do Brasil. Neste caso, as novas prioridades favoráveis com relação à política agrícola (sob a coordenação do ministro Delfim Netto) deveriam ser simetricamente compensadas com cortes sobre outros setores. As empresas estatais, por exemplo, tiveram o seu volume de crédito bancário corrente praticamente congelado, com relação ao nível de 1978.

2) *Quanto à política de gastos e investimento:*

- a — operar cortes adicionais no gasto e nos investimentos das estatais (—40 bilhões) de forma a produzir um superávit fiscal que seria utilizado para cobrir parte do explosivo déficit financeiro global do governo;

⁵ A retirada dos subsídios às exportações de manufaturados resultou de um acordo com os norte-americanos após intensas pressões e ameaças de imposição de horas “countervailing duties” sobre as exportações brasileiras. Finalmente, depois de vários meses de negociação, chegou-se ao acordo em janeiro de 1979.

b — reduzir (em valores reais) o volume de operações do BNDE para financiamento de investimentos.

Este conjunto de medidas não chegava a constituir, entretanto, um novo esquema articulado de política, pois pecava por uma insuficiência óbvia: não enfrentava a questão crucial da circulação financeira hiperinflada, a taxas de juros elevadas, sendo sustentada pelo aceleradíssimo “giro” ampliado da dívida pública. Instado publicamente pelo ministro Rischbieter, da Fazenda, a “reformular” o sistema financeiro e particularmente o perfil da dívida pública, o ministro Simonsen acenou com uma outra reforma: uma reforma “bancária”, cujo cerne residiria na separação radical de funções entre o Banco do Brasil e o Banco Central, de forma que este último pudesse “esterilizar” efetivamente os superávits fiscais programados e evitasse que se transformassem em crédito amplificado pelo primeiro. Quanto ao “carrossel” financeiro, tudo devia ficar como estava.

A incapacidade de articular um esquema, frente à complexidade e gravidade da situação, levou ao desgaste inexorável da política adotada. A inflação continuou elevada e começou a acelerar-se mais ainda no fim do semestre, pressionada pelo efeito da taxa de juros e pelo alargamento do déficit financeiro do Tesouro. A redução da reserva externa não foi suficiente para compensar os efeitos expansionistas sobre o crédito advindo da demanda consideravelmente firme por parte do setor agrícola e da indústria de transformação que ainda persistia num momento de ascensão (iniciado em 1978) de seu movimento minicíclico. Sérias fricções começaram a se manifestar com relação ao pretendido corte no gasto e investimento público: o setor de bens de capital e o de material eletroeletrônico (ABDIB e ABNEE) pressionaram vigorosamente em contrário. A ABDIB ameaçou despejar 50 mil desempregados a partir de agosto e exibiu estudos mostrando uma decepcionante carteira de pedidos. As próprias empresas estatais reclamavam e seguravam suas encomendas para provocar a reação do setor de bens de capital. Os banqueiros, por seu lado, assustados com os planos da “reforma bancária”, que transformaria o Banco do Brasil num banco comercial “puro” e ameaçador de suas posições, irritados com os controles sobre a expansão de suas operações engrossavam o cordão dos descontentes.

O acúmulo das pressões, condimentadas pelos indícios de inflação em franca aceleração, levaram o ministro à contra-ofensiva: prometia intensificar as medidas tomadas em dose muito mais forte e vislumbrava a recessão como a única saída. Em meados de agosto, em meio à incerteza e expectativas desfavoráveis, quanto ao futuro da economia e da inflação o ministro renunciou, deixando o país em clima de suspense e nervosismo.

1979 (2.º SEMESTRE) - 1980 (1.º SEMESTRE)

Em 15 de agosto de 1979 o ministro Delfim Netto assumiu o posto do demissionário ministro-chefe da SEPLAN em meio a grande euforia e apoio

entusiástico do empresariado. Esta euforia estridente, frente a uma situação quase caótica, retratava muito bem o estado geral de incerteza e insegurança. O novo ministro não deixou por menos: no seu discurso, repeliu firmemente a idéia da recessão e acenou com uma rápida reversão da escalada inflacionária. Esta retórica otimista era inteiramente descabida e, se tinha por objetivo reinjetar a confiança nos meios empresariais, esta logo dissipar-se-ia com a continuada aceleração da taxa de inflação que, em setembro, alcançou o nível recorde mensal de 7,7%. De fato, além do volumoso déficit financeiro do Tesouro (de 280 bilhões de cruzeiros, sendo aproximadamente 5% do PIB) os preços internacionais do petróleo bruto estavam subindo de forma extremamente rápida (desde a queda do Xá do Irã). A forte subida do preço do petróleo (de 110% entre junho/79 e fevereiro/80) não somente viria reforçar a aceleração inflacionária mas também contribuiria para deteriorar seriamente o balanço de pagamentos.

Depois de quase um mês de mutismo e de ajustamentos na estrutura de poder, com a indicação de técnicos de sua confiança para postos-chave (Banco Central, Ministério da Agricultura) o ministro Delfim Netto reaparece com um novo diagnóstico da situação, realista e sóbrio. Reconheceu que não ia ser possível controlar a inflação a curto prazo (pelo menos em 1979) e apontou para o gravíssimo desequilíbrio financeiro do Tesouro como o problema número 1 a ser enfrentado. A inflação, segundo reconheceu, advinha da situação de crise em que se encontravam as finanças públicas e da forma peculiar de seu financiamento através da hipertrofiada dívida do Tesouro. Além disso, vários ajustes de impacto inflacionário precisariam ser operados nos preços e tarifas dos insumos básicos e serviços públicos — em face da sua deterioração nos últimos dois anos, em virtude da política de contenção adotada desde 1976. Ademais, os preços dos derivados de petróleo teriam que ser significativamente reajustados para acompanhar a subida externa do preço do óleo bruto. Anunciou, portanto, sua disposição de restaurar as finanças do Estado e de implementar uma política de inflação “corretiva” para recompor a capacidade financeira das empresas públicas. O esquema de política para consecução destes objetivos não estava ainda definido e articulado, porém, podia-se perceber que, finalmente, buscava-se eliminar as incongruências de meios e objetivos, com vistas a recobrar a efetividade e consistência dos instrumentos de política econômica. No fim do mês de setembro, em uma longa entrevista, Delfim Netto estabeleceu publicamente as bases do seu esquema de atuação:

1) Na área do financiamento público e privado:

- a — enfrentar imediatamente o problema crucial do déficit do Tesouro, através de mudanças tributárias, da eliminação de parte substancial dos subsídios e da atualização dos preços e tarifas do setor público;
- b — desacelerar o crescimento da dívida externa, através da utilização das reservas, permitindo operar a desvinculação da entrada de empréstimos

em moeda estrangeira do giro ampliado e descontrolado da dívida pública. A livre entrada de recursos externos havia produzido uma situação inteiramente permissiva, em que a emissão interna de crédito e liquidez ficava à mercê da livre iniciativa dos agentes econômicos. Era, pois, necessário que o Estado recuperasse urgentemente o controle sobre a emissão de crédito e liquidez. A utilização das reservas, ainda que temporariamente, aliada à retirada de boa parte dos subsídios, propiciaria um certo alívio sobre o desequilíbrio financeiro do Tesouro. Diminuída, em boa parte, esta tensão e reduzido abaixo da taxa de inflação o coeficiente de correção monetária, poder-se-ia amenizar, progressivamente, o giro aceleradíssimo da dívida pública, melhorando o seu perfil extremamente encurtado. Para evitar, no futuro, que a entrada de empréstimos em moeda estrangeira pressionasse a expansão creditícia acima do desejado, o Tesouro encarregar-se-ia de tomar, diretamente, no exterior.

2) *Na área do gasto (hierarquização de prioridades):*

a — a proposta fundamental era de apoiar, prioritariamente, a expansão da agricultura e das atividades de exportação. A agricultura deveria ser “capitalizada” através de preços mínimos mais realistas, desburocratização e maior agilidade do crédito rural (diminuição das exigências de garantia para as notas promissórias rurais) e ampliação dos tetos de financiamento do valor da produção para vários produtos, inclusive os de alimentação doméstica. O aumento da oferta de produtos agrícolas deveria cumprir dois objetivos: auxiliar a expansão das exportações para uma meta bastante ambiciosa e auxiliar o combate à inflação através da rebaixa do índice de custo dos gêneros alimentícios para o consumo urbano. A expansão das exportações era outra meta fundamental diante do forte aumento dos preços do petróleo e da deterioração continuada dos coeficientes de avaliação da situação do Balanço de Pagamentos (i.e., amortização + juros da dívida sobre exportações). Colocou-se, como objetivo para 1980, um nível de exportações de 20 bilhões de dólares (31,2% sobre o nível de 1979). A expansão das exportações continuaria a ser apoiada pelo crédito subsidiado (8% de juros a.a. sem correção monetária), em conta “aberta” (sem as restrições do orçamento monetário). O mesmo procedimento seria aplicado à agricultura, de forma que a expansão mais acentuada das contas “abertas” deveria ser compensada por restrições creditícias mais fortes em outros setores para manter um teto global. Nenhuma outra restrição direta seria entretanto imposta ao crescimento industrial já que, segundo o novo diagnóstico, a existência de margens bastante amplas de capaci-

dade ociosa tornava compatível uma taxa de crescimento moderada com a estabilização da inflação;

- b — com relação às empresas estatais e à administração indireta o governo deveria ampliar a sua margem de controle e centralização de poder, sem que se buscasse desacelerar o fluxo de inversões. Ao contrário, as empresas estatais deveriam continuar em expansão moderada, com o reforço de suas margens de autofinanciamento, resultante da “atualização” das tarifas dos serviços e preços dos insumos básicos;
- c — finalmente, como objetivo de médio e longo prazo o governo deveria articular uma política de ajustamento e substituição de fontes energéticas. Esta política deveria valer-se de reajustes de preços relativos e de um plano mais coerente de investimento e pesquisa na área de energia.

Anunciados estes objetivos, o ministro não explicitou os meios e o curso de ação necessário para sua consecução, a não ser em certos aspectos e, ainda assim, vagamente. Este sempre havia sido o seu estilo de atuação: agir pragmaticamente, sem aviso prévio, em lances sucessivos. A situação a ser enfrentada era muito grave e as medidas a serem implementadas, para lograr os objetivos anunciados, deveriam, necessariamente, ser arrojadas e audaciosas. Os riscos correriam pelo lado de uma possível “explosão” descontrolada da inflação.

Entre fins de setembro e dezembro de 1979 um elenco de medidas de política econômica foi rapidamente implementado, em golpes sucessivos, e até certo ponto desnorteadores mas que, ao final, estavam coerentemente afinados com os objetivos. Até então, a única medida efetivamente tomada (no fim de agosto) havia sido o tabelamento dos juros bancários através da aplicação de um “redutor” de 10% sobre as taxas médias vigentes no mês anterior. Como a inflação continuou em aceleração, a aplicação deste coeficiente redutor fez cair, temporariamente, o nível real dos juros. Os bancos, porém, logo reagiram, burlando a regulamentação através de artifícios compensatórios (exigências paralelas aos clientes) e exigindo que o governo tabelasse, também, a taxa de captação para garantir o seu “spread” operacional. Esta exigência, como veremos, seria atendida mais tarde.

A seqüência de medidas acima mencionadas, em ordem cronológica, foi a seguinte:

- 1 — degradação da correção monetária através do “expurgo” do petróleo e derivados, do IPA (índice de preços por atacado). Esta medida era de enorme importância, sob vários aspectos: em primeiro lugar desinflava toda a circulação financeira indexada (fundos sociais, cadernetas de poupança) e reduzia a pressão sobre o giro da dívida pública, fazendo cair a taxa de rendimento das ORTNs e LTNs. Além disso, amenizava o efeito transmissor e propagador da correção monetária sobre os preços suavizando,

especialmente, o efeito dos fortes reajustes a serem aplicados aos derivados do petróleo. Com efeito, a brecha entre a taxa de inflação e a correção monetária que fora de 6,4 pontos de porcentagem no 1.º semestre de 1979, ampliou-se significativamente no 2.º semestre para 30 pontos (inflação de 77,2, contra um coeficiente de correção de 47,2);

- 2 — recompôs a incidência do imposto de renda sobre as empresas através de um ajuste das alíquotas, para recuperar a forte evasão da receita deste tributo, posterior à vigência da nova lei das SAs desde fins de 1978;
- 3 — reestruturou e concentrou o aparato institucional de controle de preços através da criação da SEAP (Secretaria Especial de Abastecimento e Preços), que passou a coordenar a SUNAB e o CIP. Decretou, na mesma oportunidade que, doravante, o CIP deveria reajustar as margens de lucro das empresas tomando por base os coeficientes de correção monetária (recém-expurgados). Além disso, acabou com o regime de “liberdade vigiada” que havia sido introduzido pelo ministro Simonsen dois anos antes e limitou em dois os reajustes anuais de preços. Este bloco de medidas de controle de preços era particularmente forte e intervencionista, causando uma reação friccional ponderável por parte dos industriais e comerciantes que se sentiram tolhidos em um aspecto básico de sua liberdade empresarial. Contudo, a reativação prévia dos controles de preço fazia-se imperiosa, do ponto de vista do governo, que já preparava ajustes de grande impacto em vários preços administrados e na taxa cambial;
- 4 — a queda da correção monetária permitiu iniciar lentamente a reciclagem do perfil da dívida. As taxas de captação financeira foram tabeladas de modo compatível com os índices de correção para evitar uma evasão maciça das aplicações financeiras em ativos indexados *a posteriori* (cadernetas) para os outros títulos contratados a taxas nominais prefixadas (CDBs, letras de câmbio). Estas medidas, frente à sustentação da taxa de inflação num patamar muito mais elevado, resultaram num violento rebaixamento das taxas de captação de dinheiro pelo sistema financeiro. Isto contribuía para descomprimir o giro da dívida pública, restaurava as taxas de “spread” operacional dos bancos e desinflava, aparentemente, a “ciranda financeira” situando o espectro de taxas de juros no quadrante negativo;
- 5 — com a duplicação do patamar inflacionário, o incremento semestral dos preços passou a equivaler à taxa anterior de inflação *anual*. Nestas condições, tornava-se socialmente intolerável manter apenas um único reajuste anual para os salários, apesar de que grandes empresas já praticavam a antecipação dos aumentos. Após rápida tramitação, o Congresso aprovou, em fins de outubro, uma nova lei de regulação salarial que estabeleceu reajustes semestrais com base num índice nacional de preços ao consumi-

dor, INPC, a ser calculado pelo IBGE.⁶ A elaboração desta nova política foi iniciativa do Ministério do Trabalho, com colaboração da SEPLAN. Entretanto, em diversas ocasiões, o ministro Delfim Netto atacou-a publicamente, atribuindo aos reajustes salariais a elevada taxa de inflação. Por outro lado, num certo momento, o ministro procurou, confidencialmente, as lideranças sindicais mais importantes para uma negociação política, mediante a qual o governo faria concessões no campo da autonomia em troca de uma trégua quanto às greves. Estas negociações, inicialmente vagas, não progrediram e não foram retomadas pelo chefe da SEPLAN, tendo sido aparentemente desautorizadas pela cúpula governamental. De qualquer forma, esta tentativa indicava que a SEPLAN tendo reforçado e concentrado ainda mais os comandos da área econômica em suas mãos,⁷ ensaiava um arremedo de “bonapartismo”, para regular as relações capital-trabalho;

- 6 — o movimento de centralização do poder na área econômica foi aprofundado com a criação de uma Secretaria Especial para as Empresas Estatais, a SEST, que encampou as funções de algumas subdivisões e comissões já existentes na área da SEPLAN e do Ministério da Fazenda. A SEST deveria manter um escrutínio muito mais rigoroso das determinações e políticas vigentes com relação às empresas estatais;
- 7 — ao longo do último quadrimestre de 1979 implementou-se uma política de “atualização” corretiva de vários preços e tarifas fundamentais, administradas pelo setor público e permitiu-se, também, ao setor privado efetuar alguns ajustes limitados (embora dentro da nova sistemática de reajuste das margens de lucro pela correção monetária degradada). Os reajustes mais importantes, em termos de propagação inflacionária, foram os da gasolina e das tarifas de energia elétrica. Pôs-se em prática, assim, a política de inflação “corretiva”, o que determinou a manutenção do elevado patamar inflacionário;

⁶ A nova lei forçou a generalização de reajustes mais frequentes (diferenciados em favor dos estratos abaixo de 5 salários mínimos), por todas as empresas. Os aumentos acima do INPC só poderiam ser negociados nas datas-base dos dissídios coletivos, sob a rubrica de “ganhos de produtividade”.

⁷ A forte centralização do poder na esfera econômica do governo, sob a SEPLAN, esvaziou quase que completamente o outrora poderoso Ministério da Fazenda, naquele momento sob a chefia do ministro Karlos Rischbieter. Este tentou resistir à centralização e evitar o esvaziamento de suas atribuições. Fez várias propostas de política conflitantes com o esquema armado pelo ministro-chefe da SEPLAN e teve que curvar-se seguidamente à sua hegemonia, até o momento em que uma divergência mais sensível levou-o à exoneração, deixando todo o espaço disponível para o ministro Delfim Netto, que indicou para aquela posição o presidente do Banco Central, um técnico de sua inteira confiança.

8 — finalmente, em dezembro, foi jogado o lance mais arriscado, que completaria todas as ações anteriores: um “pacote” de medidas fiscais na área das transações externas, acompanhado por uma maxidesvalorização cambial de 30%. Foram eliminados os subsídios fiscais (IPI, ICM, imp. de renda) às exportações de manufaturados e, paralelamente, suprimido o depósito compulsório de 100%, por 360 dias, sobre as importações. A maxidesvalorização compensaria os exportadores pela perda dos subsídios, enquanto a retirada do depósito compulsório neutralizaria o impacto desta sobre o custo em cruzeiros das importações. É relevante observar que uma parte das importações estava isenta do depósito compulsório, de modo que, sobre esta parcela, não haveria compensação para o choque inflacionário derivado da máxi. O ganho potencial para os exportadores agrícolas foi absorvido pelo governo através da criação do imposto sobre exportações (alíquota média de 30%). O efeito líquido da maxidesvalorização sobre o balanço comercial não seria, portanto, apreciável, em face das medidas compensatórias, mas no seu conjunto este rearranjo deveria melhorar substancialmente a situação das finanças públicas.

Por outro lado, o impacto da maxidesvalorização sobre o valor em cruzeiros da dívida externa — o fator mais delicado para operar a máxi — pôde ser consideravelmente neutralizado pelo fato de que os tomadores em moeda estrangeira puderam beneficiar-se da própria máxi através da Resolução 432. Com efeito, desde que o min. Simonsen havia anunciado, no início do ano, que a correção cambial deveria exceder em 6% a correção monetária, um considerável volume de recursos alojou-se na 432. Nos dois meses que antecederam a maxidesvalorização este volume duplicou, permitindo aos grandes tomadores, bem “informados”, protegerem-se da mudança cambial.

Este arriscado conjunto de medidas incisivas, implementadas em curto espaço de tempo — a maioria delas com apreciável impacto inflacionário — causou tensões e começou a criar novas incertezas e desconfiança no empresariado. Pressentindo a possibilidade de uma forte escalada das expectativas inflacionárias e consciente da necessidade de abafar o efeito-propagação das medidas recentemente tomadas, o min.-chefe da SEPLAN envidou todos os esforços para intensificar os controles de preço no início de 1980. Foi montada uma verdadeira “blitz” de controle em janeiro e fevereiro, mobilizando-se os fiscais e agentes da receita federal, inclusive com ameaças de escrutínio rigoroso do imposto de renda pessoal dos empresários que tivessem repassado indevidamente o efeito da máxi sobre os preços de seus produtos. A SEPLAN estava, naquela altura, plenamente confiante de que as reformas necessárias já estavam basicamente implantadas e de que, doravante, restava apenas esperar que passasse o impacto inflacionário para que a recuperação da eficácia dos instrumentos da política econômica ficasse evidente.

O excesso de confiança levou à superestimação de forças.⁸ Disposto a “quebrar” as expectativas inflacionárias o ministro anunciou a prefixação dos níveis da correção monetária e da correção cambial, para 1980, em 45 e 40% respectivamente. Na mesma ocasião, afirmou que estes níveis estavam estabelecidos previamente para eliminar incertezas e assegurar uma taxa de inflação de 50%, em 1980. Apostava assim uma cartada por demais ousada, em cima de um elenco de políticas cujo impacto inflacionário era sabidamente forte e realimentador. Nestas condições, a ousadia foi tomada como blefe e a credibilidade do esquema começou a ser posta em dúvida. Com efeito, ao longo do 1.º semestre de 1980 a inflação continuou colada ao patamar de 100% ao ano (média de 6% ao mês), obrigando o governo a fazer novos ajustes tributários e reajustes “corretivos”, para compensar os estragos que a inflação acelerada estava infligindo ao seu esquema. Mas, traiçoeiramente, estes novos encargos fiscais e reajustes de preços e tarifas do setor público provocaram a renovação das tensões inflacionárias. Montou-se, assim, um círculo vicioso da inflação que se encarregaria de demonstrar que o esquema de política aplicado tinha suas fraquezas e não poderia resolver a situação com presteza e tranqüilidade desejadas.

A sustentação da inflação no patamar elevado foi abrindo novos desequilíbrios financeiros: o volume de subsídios creditícios cresceu proporcionalmente, as contas entre a Petrobrás-CNP e o Tesouro avolumaram um substancial déficit,⁹ a expansão do crédito do Banco do Brasil, especialmente para o custeio agrícola, excedeu os limites, etc.

A SEPLAN respondeu a este novo desequilíbrio com novos ajustes tributários:

⁸ Na verdade a rápida implementação do elenco de medidas aqui alinhadas só pode ser efetuada, não apenas em virtude do elevadíssimo grau de centralização das decisões de política econômica mas, também, em função do considerável grau de confiança depositada no ministro-chefe da SEPLAN, por parte do empresariado. Esta confiança foi sendo desgastada pelo impacto das medidas de ajuste e pela intensificação dos controles de preço. Entretanto, no início de 1980 o ministro ainda sentia-se forte e confiante o suficiente para propor o “tabelamento” da inflação.

⁹ Uma parcela substancial do preço de venda dos derivados, particularmente da gasolina, compõe-se de “alíneas percentuais” que são depositadas pela empresa à ordem do CNP. Estas “alíneas” têm várias destinações, inclusive para perdas decorrentes de desvalorizações cambiais. A partir de 1979 uma parcela do preço foi incorporada como imposto especial para municiar o fundo de mobilização energética (programa nuclear). O fato é que, apesar dos aumentos da gasolina, a Petrobrás começou a receber cruzeiros em nível insuficiente para as compras de óleo bruto (a dólares crescentes) e, assim, foi obrigada a sacar do CNP parte de suas reservas que, por sua vez, estavam depositadas em conta no Banco do Brasil à ordem do Tesouro. O valor acumulado destas obrigações em junho de 1980 atingiu cerca de 110 bilhões de cruzeiros, obrigando o governo a projetar novos aumentos de preço dos derivados em junho, julho e agosto para fazer frente a este desequilíbrio.

1. criou-se um empréstimo compulsório de 10% sobre os rendimentos não-tributáveis, acima de 4 milhões, com base nas declarações de imposto de renda de 1979. Este empréstimo deve incidir sobre os 30 mil contribuintes mais ricos do país e, inicialmente, seria devolvido, após 2 anos, sem correção monetária, com juros de 6%. Posteriormente, pressionado pela possível “inconstitucionalidade” deste tipo de empréstimo sem correção, o governo recuou e o regulamentou introduzindo a correção monetária, com juros anuais mais baixos, de 3%;
2. o ajuste mais importante e de maior impacto tributário (e inflacionário) resultou no significativo aumento das alíquotas do imposto sobre operações financeiras, IOF, que pularam de 0,2% para 0,6% ao mês (três vezes) para todas as operações creditícias até 365 dias. As operações de prazo igual ou superior terão alíquota global de 6,9% cobrada no ato da transação. Além disso, o IOF foi estendido às operações de câmbio, sendo fixada uma alíquota adicional de 15% para todas as importações até 30.08.80, sendo depois reduzida para 10%;
3. vários reajustes de alíquotas e formas de incidência foram efetuados no imposto de renda, sobre a distribuição de dividendos e outras rendas do capital, inclusive com retenção na fonte.

O impacto destes ajustes tributários, realizados em fins de abril de 1980, notadamente o do IOF, sobre a inflação, contribuiu significativamente para mantê-la em patamar muito elevado no 1.º semestre. Além disso, os repetidos reajustes corretivos dos preços de insumos e das tarifas das utilidades públicas continuaram realimentando a tendência inflacionária. Para sanar o desequilíbrio da conta Petrobrás-CNP-Tesouro, o governo deve decretar novos aumentos dos derivados no meio do ano, com efeitos semelhantes. Além destes, os novos preços mínimos e condições do crédito agrícola para 1980/81 devem refletir-se em reajustes “realistas”, com base nas expectativas atuais de inflação. Fica, assim, evidenciado que a obtenção do equilíbrio financeiro do Tesouro não pode ser lograda de forma suave e imediata, a partir do conjunto de medidas do 2.º semestre de 1979. O problema do financiamento foi sendo repostado pela própria pressão do elevado patamar inflacionário, obrigando à realização de novos ajustes fiscais para resolvê-lo. No momento de sua implantação estes ajustes tendem a renovar as tensões sobre os preços e são acompanhados por ondas de propagação, adiando para o futuro o momento em que será possível rebaixar o piso inflacionário. Em outras palavras, foram e ainda serão necessárias algumas etapas sucessivas de ajustes para obter o reequilíbrio global das finanças públicas — à custa da manutenção do elevado patamar inflacionário por um período de tempo superior ao que os próprios condutores da política econômica esperavam. De qualquer maneira importa ressaltar que a reforma tributária, *ad hoc* implementada pelo governo, está resul-

tando numa sensível elevação real da carga tributária total que, apesar da inflação elevada, implica uma recuperação efetiva da situação das finanças públicas.

A recente elevação de carga tributária através do forte aumento do IOF visava, porém, a outro objetivo paralelo de fundamental importância: a melhoria das condições do financiamento externo que sofreram uma perigosa deterioração no primeiro quadrimestre de 1980.¹⁰ A sensível subida do IOF teve como efeito uma imediata elevação da taxa de juros no mercado livre, visando facilitar, assim, em tese, a tomada de recursos em moeda estrangeira pelo setor privado, dado o tabelamento bastante favorável da correção cambial.

É relevante sublinhar que o financiamento externo voltou a condicionar fortemente a condução da política econômica a partir de fevereiro, em virtude da sensível piora das condições de crédito, acarretando a deterioração da posição do Brasil perante o sistema financeiro privado internacional.¹¹ Efetivamente, as políticas creditícias das economias avançadas, particularmente a dos EUA, tornaram-se fortemente restritivas desde setembro de 1979, provocando uma subida continuada e forte da taxa de juros nos mercados financeiros, inclusive no “Euromoe-das”. A subida da taxa internacional de juros (até atingir o inusitado pico de 20% no início de abril), associada aos elevados níveis de preço do petróleo, desenhou um quadro de virtual estrangulamento do Balanço de Pagamentos. A posição dos grandes bancos, desde o último trimestre de 1979, passou a ser de grande cautela: o fato é que, desde 1974, os bancos compensaram com grande flexibilidade e lassidão os desequilíbrios das contas correntes internacionais e, particularmente desde 1977 até a 1.ª metade de 1979, haviam estendido as suas linhas de crédito com prazos bastante longos (10 anos, em média) e “spread” operacional bastante baixo (entre 0,5 e 0,75%).

Na segunda metade de 1979, pressionadas pelas políticas regulatórias restritivas, sentiram o seu lado passivo “encurtado” e passaram a enfrentar dificuldades em obter recursos de longo prazo, tanto no mercado financeiro (dada a inversão da estrutura de termo das taxas de juros) quanto na bolsa de valores, onde o valor de mercado das suas ações mergulhara abaixo do valor de par contábil.

¹⁰ O volume de empréstimos bancários do exterior caiu fortemente no período janeiro-abril de 1980 com relação ao mesmo período do ano anterior: reduziu-se de US\$ 2,1 bilhões para apenas US\$ 640 milhões, obrigando a uma paralela redução do nível da reserva externa que baixou de US\$ 9,7 bilhões no fim de 79 para US\$ 7,4 bilhões no fim de abril.

¹¹ Entre os atritos do ministro Rischbieter com o chefe da SEPLAN, deve-se destacar a luta pelo controle da política de comércio exterior, especialmente através do recém-criado CONCEX. Num dos lances desta disputa a assessoria do então ministro da Fazenda produziu um relatório que destacava as sérias dificuldades de médio e longo prazo para superar o desequilíbrio do Balanço de Pagamentos. Este relatório “vazou” e terminou chegando ao conhecimento dos grandes banqueiros internacionais, obrigando o ministro-chefe da SEPLAN a realizar viagem de explicação.

Nestas circunstâncias, percebendo os riscos de um potencial desequilíbrio de liquidez entre suas estruturas ativa e passiva, os bancos empenharam-se em “reciclar” a si próprios. De imediato, decretaram prazos mais curtos para os empréstimos (média de 6 a 7 anos, com carência menor) e buscaram impor taxas de “spread” mais elevadas (no mínimo de 1,25%). Passaram a operar com cautela e lentidão, admitindo mesmo uma moderada redução no volume real de operações. O Brasil, como principal devedor individual (US\$ 37 bilhões) aos bancos, passou, assim, a ser alvo de redobrada atenção. As dificuldades de controle da inflação e a frágil situação do Balanço de Pagamentos, apertado pelo peso dos juros no serviço da dívida e pelas importações de petróleo, eram, do ponto de vista dos banqueiros, sinais inequívocos de que o país deveria pagar uma taxa de risco bem mais elevada.

Com efeito, a situação do financiamento externo complicou-se bastante nos 4 primeiros meses de 1980. As reservas erodiram-se rapidamente, em quase 2,5 bilhões de dólares, superando o total que estava programado para queimar ao longo do ano. A deterioração foi agravada inclusive pela atitude da área externa do Banco Central que recusou-se a pagar os níveis de “spread” exigidos pelos bancos. Ao longo dos meses de março e abril, alguns empréstimos sindicados do Brasil (para a Petrobrás e BNDE) enfrentaram grande dificuldade de colocação e o fluxo de endividamento continuava abaixo do necessário para enfrentar a situação do BP. No cenário interno, algumas vozes conservadoras começaram a fazer eco às receitas propostas pelos banqueiros internacionais com relação ao Brasil: fazer imediatamente uma política recessiva e pedir socorro ao FMI.¹²

Quando estas pressões, coincidindo com um recrudescimento da insatisfação com respeito à irredutibilidade da inflação, chegaram ao ponto máximo, no início de junho, a SEPLAN emitiu uma declaração, contundente, sem identificar diretamente o autor (possivelmente o próprio ministro), reiterando o acerto das políticas vigentes, criticando a sugestão de recorrer ao FMI e responsabilizando, explicitamente, os credores como responsáveis por um possível *défaut*, pelas dificuldades criadas ao financiamento externo do país. O recado era bastante claro: o governo rejeitava a alternativa recessiva e contava com a “boa vontade” da comunidade financeira internacional. Não apenas com a “boa vontade”, é bom que se frise, mas com as condições efetivas de mercado que já estavam melhorando desde a última semana de abril. O rápido aprofundamento da recessão nos EUA, além das expectativas oficiais, num ano eleitoral, havia levado à reversão da

¹² De fato, nos meses de abril e maio vários artigos de editores influentes na grande imprensa internacional começaram a pintar com tinta “cinza-chumbo”, no futuro imediato, a nossa capacidade de manter o fluxo de amortização da dívida. Algumas das cartas de conjuntura dos grandes bancos também manifestavam-se pela recessão imediata da economia brasileira.

política de forte aperto creditício. Ademais, os grandes superávits de petrodólares da OPEP começaram a fluir crescentemente para o euromercado, restabelecendo melhores condições de liquidez. Logo as taxas de juros começaram a declinar verticalmente e, no espaço de 1 mês e meio, já situavam-se ligeiramente abaixo dos níveis previstos para a inflação mundial em 1980 (taxas em torno de 10%, para uma taxa de inflação mundial esperada de 13%).

O governo brasileiro que já havia elevado a taxa interna de juros, através do IOF, para recompor o fluxo necessário de empréstimos, complementou em maio esta medida com outras:

a) o BC ficou autorizado a permitir, após o exame de cada caso, que as instituições financeiras pudessem suplantar os tetos de captação de recursos externos (duas vezes o capital mais reservas) através da Resolução 63;

b) suspendeu-se a proibição aos Estados, Municípios e empresas estatais de tomar empréstimos pela Res. 63.

O objetivo de facilitar ao setor público a tomada de recursos externos através da Res. 63¹³ visava suprir a falta de demanda por parte do setor privado que assustara-se com repetidos boatos de uma nova maxidesvalorização. Este ponto ilustra com clareza o erro de perspectiva incorrido no início do ano, com a tentativa de “tabelar” implicitamente a taxa de inflação, através da prefixação do nível anual da correção monetária e cambial. A prefixação que, segundo as palavras do ministro, devia eliminar a incerteza, acabou por gerar um novo tipo, mais grave, de incerteza, em face do seu óbvio descolamento da taxa corrente de inflação, que continuou correndo no elevado patamar de 100% ao ano, vigente desde o 2.º semestre de 1979. A saída, para contornar a desconfiança do setor privado, residiu em reafirmar, repetidamente, que não haveria nova máxi e em estender, até junho de 1981, a prefixação das taxas de correção ao nível de 50%. Com isso, o governo liberou-se da obrigatoriedade de manter os níveis programados para 1980, embora não possa ultrapassá-los significativamente.

Em meados de junho, a situação do financiamento externo parecia estar regularizada. O BC autorizara o pagamento de taxas de “spread” mais elevadas (até 1,5%) enquanto a taxa de juros no euromercado havia caído significativamente. Um empréstimo sindicado, para a Eletrobrás (de US\$ 450 milhões), foi colocado com facilidade, sob a liderança de grandes bancos, inclusive do Morgan Guaranty e, a partir deste momento, o fluxo de empréstimos elevou-se para uma média de US\$ 2 bilhões mensais, o mínimo necessário para “fechar”, em 1980, o BP.

Retornemos à questão do investimento público e, particularmente, das empresas estatais. Aprofundando a linha de apertar os controles sobre as suas em-

¹³ Esta medida veio facilitar a “reciclagem” da dívida dos Municípios, Estados e empresas estatais médias e pequenas, cujo acesso ao crédito externo estava limitado.

presas, o governo estabeleceu, em maio, um Fundo Nacional de Desenvolvimento a ser alimentado pelos derivados e vendas, atribuíveis à União, correspondentes às suas ações.¹⁴ Este Fundo ficou sob a tutela da SEPLAN, a ser administrado pela SEST, que passou, desta forma, a contar com um instrumento efetivo de barganha e negociação com as empresas. Até então, os dividendos da União revertiam automaticamente às reservas próprias de acumulação das empresas. Com essa mudança, surge também a possibilidade de transferências de capital interempresas, sob o crivo da SEST-SEPLAN. Neste sentido, esta iniciativa pode ser considerada como possível embrião de uma "super-holding" das empresas estatais. Para as empresas mais poderosas, especialmente as grandes empresas do SPE, o volume dos dividendos sob o controle da SEST não representa uma proporção elevada (menos de 10%) dos seus orçamentos totais de inversão. Mas, de qualquer forma, são quantias de vulto (em termos absolutos) e, decerto, obrigarão as empresas a justificar à SEST o porquê de seus planos de investimento. Encurtou-se, assim, num passo a mais, o raio de autonomia das empresas públicas.

Em meados de junho a chefia da SEPLAN, previda pelo crescente desgaste de seu suporte político junto ao empresariado e pelas críticas dos setores conservadores, que faziam o jogo dos banqueiros internacionais, resolveu contra-atacar. Além da nota, já mencionada, dirigida indiretamente aos credores externos, o governo decretou, em reunião do CDE, um corte generalizado de 15% nos investimentos programados pelas empresas estatais para 1980, acompanhado de um corte adicional de US\$ 1,1 bilhões nas importações e outros dispêndios em divisas pelo setor público, além de outras medidas restritivas do gasto corrente, crédito e salários, da administração indireta. Além dos cortes, ficou proibido, até o fim de 1981, a contratação de pessoal por qualquer órgão federal de administração direta ou indireta, vedando-se, também, a ampliação de gastos com pessoal realizados indiretamente através de convênios ou prestação de serviços. As exceções necessitam de aprovação do presidente, com parecer da SEPLAN.

Imediatamente após decretados estes cortes do investimento e medidas de contenção de gasto de custeio do setor público, a SEPLAN reuniu-se com os maiores empresários do país para explicar seu esquema de política, pedir apoio e paciência com relação à inflação.

Estes cortes nas inversões programadas das empresas estatais deverão implicar um declínio do valor real dos investimentos em 1980, com relação a 1979. Com efeito, o orçamento de inversões para 1980 foi programado com base numa inflação esperada entre 65 e 70%, pressupondo-se um crescimento real moderado, em torno de 6%. Como a inflação deve seguramente situar-se acima de 70%, os

¹⁴ O recolhimento dos dividendos deve ser feito em parcelas mensais, com base nos balanços de 1979, devendo totalizar Cr\$ 50 bilhões até o final deste ano.

valores orçados já implicariam redução real dos investimentos. Com os cortes, esta redução deve acentuar-se ainda mais, situando-se entre 20 e 30% do nível de 1979. Considerando-se que os investimentos das empresas públicas representam aproximadamente 27% do fluxo global, esta queda, *coeteris paribus*, significaria um declínio real entre 5 e 6% do investimento total. O impacto sobre o setor doméstico de bens de capital deverá, porém, ser mais moderado na medida em que uma parcela dos cortes de dispêndio materializem-se na forma de cortes de importações de bens de capital.¹⁵

PERSPECTIVAS PARA O FUTURO PRÓXIMO

A justificativa oferecida para os cortes prende-se ao objetivo de “desaquecer” o crescimento industrial, no segundo semestre, visando conter as importações e “facilitar” a inflexão das taxas de inflação. As taxas de crescimento da indústria de transformação já indicavam um movimento de contração (com taxas baixas, mas positivas) desde meados de 1979, após cerca de 12 meses de reaceleração desde 1978. No primeiro trimestre de 1980, o movimento de contração ainda se mantinha e as projeções (sondagens conjunturais) indicavam a continuidade da tendência declinante para os meses à frente, embora em ritmo suave. O efeito dos cortes recentes deve contribuir para acentuar o perfil da desaceleração. É, portanto, bastante provável prever uma deterioração mais acentuada do mercado de trabalho urbano, cujas condições vêm piorando sensivelmente desde o segundo semestre de 1979.

A desaceleração mais marcada do crescimento industrial não contribuirá para um possível rebaixamento do patamar inflacionário mas ajudará a conter as importações dentro dos limites planejados, evitando um déficit mais forte do balanço comercial. Na verdade, o segundo semestre de 1980 representará um teste decisivo para o esquema vigente de política econômica: a necessidade de recompor em nível acelerado o fluxo do financiamento externo, para fechar o BP e estabilizar a reserva de divisas, vai cobrar dois desafios importantes. De um lado, a dívida pública, cujo crescimento fora “abafado”, com um perfil mais equilibrado, deverá ser novamente mobilizada para dar cobertura ao redobrado fluxo de empréstimos em moeda estrangeira. A rentabilidade das ORTNs foi melhorada no início de junho, indicando que as providências estão sendo tomadas neste sentido. A retomada da expansão da dívida interna, a taxas elevadas, deverá pressionar espasmodicamente o mercado de dinheiro e contribuir para “puxar” as taxas de

¹⁵ Aparentemente, os setores mais atingidos pelos novos tetos paralelamente impostos às importações serão o de energia elétrica e siderurgia. No caso do setor elétrico, os cortes de importação possivelmente possam ser efetuados sem prejudicar muito a demanda interna, enquanto o mesmo não seria possível para o setor siderúrgico. Na seção seguinte, o impacto setorial destes cortes será analisado com maior detalhe.

captação do sistema financeiro para cima. É bem verdade que graças à visível degradação da correção monetária as taxas de piso da captação, pelo sistema financeiro, permanecem fortemente negativas, existindo um largo "spread" entre estas e as taxas de ponta no mercado creditício, que estão fixadas com base no patamar inflacionário atual. Assim, a possível subida das taxas de captação poderá comprimir, parcialmente, o nível do "spread", de modo que as taxas finais das operações ativas do sistema financeiro não subam proporcionalmente. Mas, de qualquer forma, está aberta a possibilidade de que as taxas de juros voltem a repercutir sobre a taxa de inflação, com ondas de turbulência perpassando o nível de liquidez real do sistema financeiro e com uma provável piora no perfil recém-melhorado da dívida pública.

Em outras palavras, o governo logrou recuperar, virtualmente, a situação das finanças públicas, ampliou o raio de manobra da política econômica e reforçou intensamente a centralização nesta área; não obstante, ainda terá que enfrentar a difícil questão do financiamento externo, com seus reflexos internos, que podem vir a afetar, negativamente, os progressos realizados dentro de seu esquema. A situação precaótica foi superada, mas os obstáculos estruturais — especialmente os provenientes do serviço do endividamento externo — continuam presentes e são, ademais, complicados pelo fato de se ter saltado, no curso do processo de ajuste, para um patamar inflacionário bastante elevado. O grau de vulnerabilidade atual das contas externas é grave e ainda o será, seguramente, ao longo de 1981. Qualquer aumento mais forte dos preços reais de petróleo ou a superveniência de uma recessão mundial mais acentuada pode levar ao colapso da capacidade nacional de pagamento e precipitar uma recessão profunda da economia sem "resolver" o problema de inflação elevada.

O outro desafio reside no controle sobre os investimentos das grandes empresas estatais. Apesar da relativa centralização de comandos sob a SEST, a necessidade de utilizar as empresas para continuar captando empréstimos externos pode, outra vez, frustrar as intenções de manipular o investimento público no sentido contracionista.

Finalmente, o atual esquema de política econômica continua apostando contra o tempo. Precisa completar, ainda, alguns ajustes corretivos e, depois, empenhar-se na redução do patamar inflacionário. Esta tarefa será, à parte as vulnerabilidades já apontadas, dificultada pelo enraizamento das expectativas que se estabilizaram nos níveis atuais e que tenderão a resistir a um rebaixamento do piso da inflação. Para isso o governo precisará abster-se por algum tempo de provocar novas tensões e reajustes e operar, mais uma vez, com intensidade um esforço de controle de preços. A grande questão reside em saber se o atual esquema de política, e o seu comandante-em-chefe, conseguirá reunir condições de força e credibilidade para tentar esta empresa — quando e se a oportunidade surgir.

PERFIL DA DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL
% ORTN e LTN — sobre o total emitido

Período	ORTN		LTN		Total		
	Bco. Central	Público	Bco. Central	Público	Bco. Central	Público	
1979	Janeiro	2,0	48,2	6,8	43,0	8,7	91,3
	Fevereiro	2,3	44,9	9,3	43,5	11,5	88,5
	Março	1,3	46,3	3,8	48,6	5,2	94,8
	Abril	0,9	45,9	4,8	48,4	5,8	94,2
	Maió	0,0	46,7	4,8	48,5	4,8	95,2
	Junho	0,4	45,8	7,3	46,5	7,7	92,3
	Julho	0,3	44,6	7,1	48,0	7,5	92,5
	Agosto	0,6	43,1	7,9	48,4	8,5	91,5
	Setembro	0,1	44,1	11,0	44,8	11,1	88,9
	Outubro	1,0	44,2	12,8	42,0	13,8	86,2
	Novembro	0,5	45,6	16,7	37,2	17,2	82,8
	Dezembro	3,4	44,8	20,4	31,4	23,8	76,2
1980	Janeiro	4,8	45,2	17,2	32,8	22,1	77,9
	Fevereiro	1,4	50,7	15,7	32,2	17,1	82,9
	Março	1,2	53,0	18,5	18,5	19,7	80,3
	Abril					22,9	77,1

Fonte: Boletim do Banco Central.

EVOLUÇÃO REAL DA DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL
Cr\$ bilhões de 1977

	Jan.	Fev.	Mar.	Abril	Maió	Junho	Julho	Ago.	Set.	Out.	Nov.	Dez.
1976	167,7	160,1	162,4	169,1	174,5	185,8	192,5	190,9	192,5	191,6	192,5	188,4
1977	187,6	191,8	192,2	189,9	190,4	196,4	197,3	201,1	203,6	204,2	209,5	212,3
1978	213,3	213,3	214,2	213,1	212,7	210,5	209,5	210,3	213,9	216,5	223,3	224,2
1979	216,2	209,7	199,9	196,7	200,7	205,8	210,8	208,8	203,4	198,7	193,7	184,3
1980	175,1	172,1	166,1	159,4								

Fonte: Boletim do Banco Central.
 Deflacionado pelo Índice Geral de Preços (coluna 2).