

Universidade de Lisboa
ISEG – Lisbon School of Economics and Management



*A gestão da moeda e a assimetria distributiva:
o desenvolvimento da política monetária brasileira e o impacto
da distribuição de renda em sua capacidade de influenciar as
escolhas intertemporais de consumo das famílias*

Luiz Fernando Carnot Ribeiro de Almeida

Orientador: Prof. Doutor Nuno João de Oliveira Valério

Tese especialmente elaborada para obtenção de grau de Doutor em
História Económica e Social

2023



Lisbon School
of Economics
& Management
Universidade de Lisboa

U LISBOA

UNIVERSIDADE
DE LISBOA

*A gestão da moeda e a assimetria distributiva:
o desenvolvimento da política monetária brasileira e o impacto da
distribuição de renda em sua capacidade de influenciar as escolhas
intertemporais de consumo das famílias*

Luiz Fernando Carnot Ribeiro de Almeida

Orientador: Prof. Doutor Nuno João de Oliveira Valério

Tese especialmente elaborada para obtenção de grau de Doutor em História
Económica e Social

Júri:

Presidente:

Doutora Leonor Freire da Costa, Professora Catedrática do Instituto Superior de Economia e Gestão da Universidade de Lisboa e membro do Conselho Científico do Instituto Superior de Economia e Gestão da Universidade de Lisboa, nomeada Presidente do Júri, por subdelegação de competências da Presidente do Conselho Científico, Doutora Maria Rosa Vidigal Tavares da Cruz Quartin Borges;

Vogais:

Doutor João Alberto Sousa Andrade, Professor Catedrático Jubilado da Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra;

Doutor Nuno João de Oliveira Valério, Professor Catedrático Jubilado do Instituto Superior de Economia e Gestão da Universidade de Lisboa;

Doutor Carlos Gabriel Guimarães, Professor Titular do Departamento de História da Universidade Federal Fluminense, Brasil;

Doutora Rita da Conceição Cardoso Martins de Sousa Ribeiro Marto, Professora Associada com agregação do Instituto Superior de Economia e Gestão da Universidade de Lisboa;

Doutora Maria Cândida Rodrigues Ferreira, Professora Auxiliar do Instituto Superior de Economia e Gestão da Universidade de Lisboa.

Agradecimentos

Agradeço ao Banco Central do Brasil pela concessão da licença que tornou possível a minha participação no programa de doutoramento em História Econômica e Social do Instituto Superior de Economia e Gestão (ISEG) da Universidade de Lisboa.

Também sou grato a todos os parentes, amigos, professores e colegas que, cada um ao seu modo, me incentivaram a trilhar o caminho desde a candidatura até a conclusão desta tese.

Por fim, agradeço ao meu orientador, o Professor Doutor Nuno João de Oliveira Valério pelos comentários, sugestões, recomendações e, principalmente, pela atenção dispensada ao longo de todo o desenvolvimento deste trabalho.

Resumo

O conhecimento sobre o comportamento dos agentes econômicos foi um dos elementos chave para que o Brasil viesse a superar algumas de suas principais crises, como as grandes inflações das décadas de 1980 e de 1990. Além disso, a história do país está repleta de exemplos sobre o quanto os excessos ou as insuficiências das ações das autoridades competentes foram capazes de ampliar os custos econômicos e sociais do enfrentamento dos problemas (muitas vezes introduzindo novas adversidades). Diante disso, e com o intuito de contribuir para o processo de aperfeiçoamento dos mecanismos de atuação do Banco Central do Brasil, este trabalho busca contextualizar e apresentar a evolução histórica da política monetária nacional e investigar a existência de indícios de que as características da distribuição de renda influíram na capacidade das autoridades de influenciar as escolhas intertemporais de consumo das famílias (elemento que representa cerca de 65% do PIB brasileiro pela ótica da demanda).

Palavras-chave: consumo das famílias, distribuição de renda, política monetária, banco central, políticas públicas.

Abstract

Knowledge about the behaviour of economic agents was one of the key elements that enabled Brazil to overcome some of its major crises, such as the high inflations of the 1980s and 1990s. Furthermore, the history of the country is full of examples of how the excesses or inadequacies of the actions of the incumbent authorities came to amplify both the economic and social costs of addressing problems (often even introducing fresh adversities). Taking into account this context, and with the aim of contributing to the improvement of the action mechanisms of the Central Bank of Brazil, this work seeks to contextualize and present the historical evolution of national monetary policy and investigate the existence of indications that the characteristics of income distribution have impacted the authorities' ability to influence the intertemporal structure of the household consumption choices (an element that represents about 65% of the Brazilian GDP from the demand perspective).

Keywords: household consumption, income distribution, monetary policy, central bank, public policy.

Índice

Introdução	1
Capítulo I - A autoridade monetária antes da Sumoc	7
Capítulo II – Política econômica na 4ª República (1946-1964)	22
2.1. Introdução	22
2.2. Governo Dutra.....	23
2.3. Governo Vargas	32
2.4. Governo Café Filho	42
2.5. Governo Kubitschek	45
2.6. Governo Quadros	56
2.7. Parlamentarismo no Brasil	59
2.8. Primeiros-Ministros Tancredo Neves, Brochado da Rocha e Hermes Lima.....	60
2.9. Governo Goulart (presidencialismo)	64
Capítulo III – Militares, reformas e o PAEG (1964-1967)	74
3.1. Introdução	74
3.2. Governo Castello Branco	75
Capítulo IV – O Milagre Econômico (1968 - 1973)	99
4.1. Introdução	99
4.2. Governo Costa e Silva.....	100
4.3. Governo Médici.....	118
Capítulo V – Desaceleração e abertura política (1974 – 1984).....	139
5.1. Introdução	139
5.2. O período ano a ano.....	142
5.2.1. 1974.....	142
5.2.2. 1975.....	151
5.2.3. 1976.....	158
5.2.4. 1977.....	164
5.2.5. 1978.....	170
5.2.6. 1979.....	178
5.2.7. 1980.....	192
5.2.8. 1981.....	199
5.2.9. 1982.....	205

5.2.10. 1983.....	211
5.2.11. 1984.....	222
5.2.12. 1985.....	230
Capítulo VI - Democracia e experiências monetárias (1985–94)	233
6.1. Introdução	233
6.2. Sarney e o «choque heterodoxo»	234
6.3. O período ano a ano.....	237
6.3.1. 1985.....	237
6.3.2. 1986.....	245
6.3.3. 1987.....	255
6.3.4. 1988.....	267
6.3.5. 1989.....	274
6.3.6. 1990.....	284
6.3.7. 1991.....	296
6.3.8. 1992.....	305
6.3.9. 1993.....	311
6.3.10. 1994.....	318
Capítulo VII - Real – Parte I (1994–99)	324
7.1. Introdução	324
7.2. O período ano a ano.....	326
7.2.1. 1994.....	326
7.2.2. 1995.....	337
7.2.3. 1996.....	346
7.2.4. 1997.....	352
7.2.5. 1998.....	359
7.2.6. 1999.....	365
Capítulo VIII - Real – Parte II (1999–2010)	373
8.1. Introdução	373
8.2. O período ano a ano.....	375
8.2.1. 1999.....	375
8.2.2. 2000.....	381
8.2.3. 2001.....	388
8.2.4. 2002.....	395
8.2.5. 2003.....	406

8.2.6. 2004.....	413
8.2.7. 2005.....	419
8.2.8. 2006.....	425
8.2.9. 2007.....	430
8.2.10. 2008.....	435
8.2.11. 2009.....	444
8.2.12. 2010.....	449
Capítulo IX – A política monetária e a distribuição de renda.....	457
9.1. Introdução.....	457
9.2 Objetivos e metas da política monetária	459
9.3 Os canais de transmissão da política monetária e as distribuições de renda e de riqueza	461
9.4 A renda monetária, o consumo monetário e a POF.....	467
Capítulo X – Modelo, dados e testes.....	477
10.1. Introdução.....	477
10.2. O modelo.....	478
10.3. Os dados.....	483
10.3.1. Renda	483
10.3.2. Consumo das Famílias	491
10.4. Testes	498
10.4.1. Testes preliminares	500
10.4.2. Variáveis Instrumentais.....	502
10.4.3. Resultados dos testes do modelo	504
Conclusão	511
Apêndice A – Cálculo da expressão de $\Delta \ln Ct + 1$	514
Lista de Figuras.....	516
Lista de Tabelas	519
Lista de Siglas	520
Referências.....	525

Introdução

O desenvolvimento da política monetária no Brasil deu-se de forma lenta e gradual, mediante a adoção de práticas internacionalmente reconhecidas, a superação de limitações de cunho político e econômico, e, principalmente, o acúmulo de experiências na gestão da moeda. Se hoje (2023) o Banco Central do Brasil (BCB) dispõe de grande credibilidade na perseguição de seus objetivos, tal situação se alicerça em uma longa sequência de erros e acertos que inicia-se antes mesmo da existência de sua instituição precursora, a Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc).

Em linhas gerais, esse processo pode ser dividido em duas frentes distintas.

A primeira, de cunho político e econômico, foi fruto de um progressivo, porém tortuoso, amadurecimento da sociedade e das instâncias políticas. Pouco a pouco, a realidade imposta pela dinâmica das condições internacionais e pelas sucessivas crises domésticas, evidenciou as fragilidades e as contradições dos modelos adotados, tornando possível a superação de resistências políticas, a reorganização dos limites de competência, a contenção (ou eliminação) de focos de problemas, e a redução de potenciais conflitos de interesse.

(...) policymaking does not occur in a vacuum; it is influenced by elite attitudes and beliefs, priorities at the apex of the political system, competition between institutions and between actors, and by the course of deliberations over policy ends.

In (TAYLOR, 2009), p. 490.

O processo envolveu a participação de múltiplos agentes.

Em grande parte da primeira metade do século XX, as atribuições foram distribuídas entre o Ministério da Fazenda, o Tesouro e, principalmente, o Banco do Brasil (BB), sendo este último o operador de fato das políticas adotadas – embora acumulasse as funções de banco comercial e de banco de fomento. Com o nascimento da Sumoc, embrião politicamente possível do futuro banco central, o desenho do sistema foi alterado, sem que houvesse uma redução substancial da influência política e

operacional do BB. Por um lado, as atribuições normativas foram deslocadas deste último para a nova Superintendência. Por outro, a Sumoc foi instituída dentro do Banco do Brasil, a operacionalização das decisões continuou a ser realizada pelo banco e, do ponto de vista hierárquico, a Superintendência passou a estar subordinada a um colegiado, o Conselho da Sumoc, cuja maioria dos assentos era ocupada por representantes do BB. O surgimento do Banco Central do Brasil e do Conselho Monetário Nacional – CMN (com as respectivas extinções da Sumoc e do seu Conselho) não alterou de forma significativa a situação, mas deu início a um processo que no médio e no longo prazo removeria os laços com a instituição comercial e, mais adiante, resultaria na reunião de condições para que a instituição pudesse assumir o papel de um banco central de fato.

Cabe pontuar que os primeiros anos do BCB foram parcialmente¹ coincidentes com a fase mais autoritária da ditadura militar e com uma percepção equivocada do papel da autoridade monetária por parte de alguns generais. Esse fato é ilustrado no diálogo relatado pelo ex-ministro Roberto Campos em seu livro de memórias.

Dois meses antes da transmissão do poder fui, como ministro do Planejamento, instruído por Castello Branco para explicar ao presidente eleito, Costa e Silva, os capítulos econômicos da nova Constituição de 1967. Aproveitei para sugerir-lhe que pusesse termo aos boatos de substituição do presidente do Banco Central, pois a lei lhes dava mandato fixo, precisamente para garantir estabilidade e continuidade na política monetária.

– O BACEN é o guardião da moeda – acrescentei.

– O guardião da moeda sou eu – retrucou Costa e Silva.

In (CAMPOS, 1994), p. 669.

Entretanto, a sucessão de crises externas iniciada nos anos 1970, o processo inflacionário experimentado pelo país (especialmente a partir dos anos 1980), e o (consequente) enfraquecimento do regime, acabariam por contribuir para a eliminação de óbices importantes (já no período democrático), como (i) a Conta Movimento; (ii) o

¹ Parcialmente porque a criação do BCB deu-se ao longo do governo Castello Branco, general que não pertencia à chamada «linha dura» do regime.

Orçamento Monetário (especialmente em função da forma como este havia sido utilizado pelo regime ditatorial); e (iii) o financiamento do Tesouro pelo BCB, tendo sido fixada na nova Constituição da República (1988) a proibição da autoridade monetária «conceder, direta ou indiretamente, empréstimos ao Tesouro Nacional» e a qualquer outro órgão ou entidade que não constituísse uma instituição financeira. Ao longo desse processo, o Banco do Brasil continuou a ser uma instituição muito importante, mas deixou de exercer qualquer função de autoridade monetária.

O grande salto para o fortalecimento institucional do BCB, entretanto, teria início nos anos 1990, com a assinatura de um acordo internacional nos moldes do «Plano Brady» e com a adoção do Plano Real, ambos no governo civil de Itamar Franco. Mais que elaborar um programa de estabilização econômica exitoso, a equipe organizada pelo então ministro da Fazenda Fernando Henrique Cardoso (posteriormente presidente) redesenhou a composição do CMN e ampliou o poder deliberativo do BCB, entre outros, o que, em função do sucesso do plano, criou condições políticas para o aumento da independência operacional da instituição.

Do ponto de vista hierárquico, e avançando para além dos limites temporais desta pesquisa, o BCB permaneceria subordinado ao Ministério da Fazenda (posteriormente da Economia) até 2021, quando tornou-se uma «autarquia de natureza especial», caracterizada pela «ausência de vinculação a ministério, de tutela ou de subordinação hierárquica». Somente o tempo mostrará se tal patamar de autonomia foi acertado, dados os riscos de não coordenação entre as políticas fiscal e monetária.

De volta às frentes de desenvolvimento mencionadas, torna-se importante destacar a segunda, e não menos importante delas: a frente técnica. Esta última abrangeu, entre muitos outros, as mudanças nos objetivos perseguidos pelas autoridades monetárias (muitas vezes meras previsões), o desenvolvimento dos mercados, a modernização dos processos e dos sistemas adotados, e a ampliação/atualização do ferramental disponível.

Relatados esses fatos, cabe pontuar que a proposta desta pesquisa é dual. Por um lado, ela busca apresentar o desenvolvimento institucional, metodológico e ferramental da

política monetária brasileira por meio da identificação e da contextualização das principais iniciativas adotadas pelas autoridades competentes no período entre 1945 e 2010. Por outro, ela preocupa-se com a capacidade do BCB de influenciar as escolhas intertemporais de consumo das famílias e com o impacto potencial de suas medidas na sociedade, investigando a existência de um nexos entre a assimetria distributiva e o resultado das iniciativas das autoridades (consubstanciadas no valor da taxa de juro real).

A história da política monetária brasileira mostra que a compreensão do comportamento dos agentes econômicos foi um dos fatores chave para a superação de crises, como as grandes inflações das décadas de 1980 e de 1990. Paralelamente, ela está repleta de exemplos sobre o quanto os excessos ou as insuficiências de medidas adotadas ampliaram os custos dos problemas enfrentados, muitas vezes introduzindo novas adversidades. Diante disso, surpreende o fato do Brasil sequer dispor de um acompanhamento regular e com frequência razoável dos hábitos de consumo de sua população, sendo o único estudo detalhado sobre o tema realizado a cada sete ou oito anos pelo IBGE: a Pesquisa de Orçamentos Familiares (POF).

Por tudo isso, e à luz da história da política monetária brasileira, a investigação pretende iniciar uma reflexão sobre os benefícios do acompanhamento por segmento de faixa de renda desse consumo. É importante enfatizar que este último representa cerca de 65% do PIB nacional pela ótica da demanda, sendo objeto incontornável de políticas como a de manutenção do poder de compra da moeda. Além disso, sabe-se que a adoção de iniciativas voltadas para «agentes representativos» tende a produzir resultados distintos nos diferentes segmentos da sociedade, situação cuja relevância é ainda maior em ambientes de grande assimetria, como o do Brasil.

The amount that the community spends on consumption obviously depends (i) partly on the amount of its income, (ii) partly on the other objective attendant circumstances, and (iii) partly on the subjective needs and the psychological propensities and habits of the individuals composing it and the principles on which the income is divided between them (which may suffer modification as output is increased).

A questão chave a ser respondida por este trabalho é: Há evidências de que as características da distribuição de renda no Brasil impactaram a capacidade das autoridades monetárias de influenciar as escolhas intertemporais de consumo das famílias?

Para atingir seu objetivo, ele inclui, além desta introdução, dez capítulos, conforme a descrição nos parágrafos a seguir, uma conclusão e um apêndice.

Os primeiros oito capítulos apresentam a evolução política, institucional e técnica da política monetária brasileira, identificando as motivações por trás das ações das autoridades envolvidas, os mecanismos de atuação e, não menos importantes, os contextos nos quais os eventos estiveram inseridos. A delimitação de cada capítulo tem por base marcos históricos ou econômicos, sendo a organização realizada da seguinte forma: (i) a autoridade monetária antes da Sumoc – apresentação de alguns modelos anteriores à criação da Superintendência e do desenvolvimento dos primeiros instrumentos clássicos de política monetária; (ii) a Quarta República – interregno democrático entre o fim da ditadura Vargas e o golpe de Estado de 1964, que coincidiu com a existência da Superintendência da Moeda e do Crédito; (iii) o governo Castello Branco – período imediatamente posterior ao golpe de 1964 e de grandes transformações no sistema financeiro nacional, que incluiu, entre outros, a criação do Banco Central do Brasil; (iv) o «Milagre Brasileiro» – caracterizado pela grande aceleração do crescimento do PIB e pelo recuo da inflação; (v) desaceleração econômica e a abertura política – a segunda metade da ditadura militar, caracterizada por um lento processo de abertura política, por duas grandes crises mundiais do petróleo e pela insustentabilidade dos projetos do regime; (vi) democracia e experiências monetárias – período que compreende o retorno da normalidade democrática e o conjunto de programas fracassados de combate à inflação que precedeu o Plano Real; (vii) a primeira fase do Real – os cinco anos iniciais do programa de estabilização econômica e a experiência da adoção de uma política monetária baseada em metas cambiais; e (viii) a

segunda fase do Real – a política monetária brasileira após a adoção do regime de metas para a inflação.

Os dois últimos capítulos tratam exclusivamente da relação entre a distribuição de renda no Brasil e a política monetária. O primeiro aborda os canais de transmissão desta última, as possibilidades de introdução de «ruído» devido às características da assimetria distributiva, e faz uma análise do nexos entre os rendimentos e as despesas por grupos de faixa de renda, com base em dados da POF, buscando identificar as propriedades de tal relação nos diferentes segmentos de renda da população. Já o segundo descreve o modelo adotado para responder à questão proposta por esta investigação, introduz as limitações impostas pelos dados disponíveis e as soluções encontradas para a realização dos testes, além de apresentar os resultados encontrados.

Capítulo I - A autoridade monetária antes da Sumoc

Mesmo sem dispor de uma instituição dedicada a influenciar o custo e a disponibilidade de moeda, o Brasil do período pré-Sumoc colecionou uma série de experiências no emprego do que hoje consideramos serem os instrumentos clássicos da política monetária. A utilização desse ferramental, típica de uma autoridade monetária moderna, impôs um caráter dual à principal instituição financeira do país, o Banco do Brasil, que acumulou funções de banco comercial e de banco central apesar de todos os potenciais conflitos de interesse envolvidos. Entre essas atribuições, merecem destaque o monopólio da emissão de moeda, a execução da política cambial, a fiscalização bancária, as operações de redesconto e o recolhimento de depósitos compulsórios.

Cabe registrar de antemão que as políticas cambial e fiscal serão propositadamente afastadas do foco deste capítulo, sendo mencionadas apenas quando necessário. O objetivo é limitar o escopo e simplificar a exposição a seguir, sem prejuízo da apresentação da política monetária.

O primeiro instrumento clássico de execução da política monetária foi instituído no Brasil em 1920 e teve por objetivo mitigar o efeito doméstico da depressão que atingiu as economias centrais ao longo daquele ano. A crise externa impactara as exportações do país, promovera a depreciação da moeda e (em função da exposição cambial) comprometera alguns setores da economia, elevando tanto a incerteza quanto a percepção de risco dos bancos nacionais – com reflexos importantes na oferta e no custo do crédito.

A inexistência de um prestamista de última instância no sistema financeiro agravou a situação, ampliando o risco das instituições que, segundo o então presidente do Banco do Brasil², passaram a operar, em sua maioria, com reservas em moeda de no mínimo 50% (PELÁEZ, 1971).

² José Maria Whitaker.

Buscando ampliar a flexibilidade do sistema bancário, o governo decidiu instituir a Carteira de Emissão e de Redesconto (Cared)³, em novembro de 1920. A nova Carteira teria por objetivos principais: (i) elevar a elasticidade da oferta de moeda; (ii) reduzir as reservas mantidas pelos bancos; e (iii) promover a redução das taxas de juros (PELÁEZ, 1971).

A Cared passou a emitir e a emprestar moeda⁴ às instituições por meio de operações de redesconto⁵, retirando de circulação os valores das quitações das dívidas nas ocasiões dos respectivos pagamentos (reduzindo, no médio e longo prazos, o impacto das emissões). Adicionalmente, somente os títulos comerciais⁶ foram autorizados a ser usados como garantia das operações, evitando que Carteira fosse utilizada para fins de financiamento do governo (por meio do redesconto de títulos públicos). Finalmente, a legislação estabeleceu um teto para as emissões de moeda da Cared⁷, limitando sua capacidade de ampliar o volume de meios de pagamento.

Do ponto de vista administrativo, a Carteira foi subordinada à superintendência do presidente do Banco do Brasil, ficando a cargo de um diretor nomeado pelo presidente da República e dispondo de caixa e contabilidade próprias.

José Maria Whitaker foi presidente do Banco do Brasil no tempo do Eptácio Pessoa. Pode-se dizer que é daí que surge a ideia de banco central do Brasil, quando ele criou a Carteira de Redesconto. Ele criou a Carteira de Redesconto no Banco do Brasil. Pode-se dizer, portanto, que o início de uma existência de banco central foi na presidência do

³ Decreto nº 4.182, de 13 de novembro de 1920.

⁴ Inicialmente a nova moeda seria emitida pela própria Carteira, mas uma mudança posterior na regra estabeleceu que ela fosse emitida pelo Tesouro, sendo carimbada pelo Banco do Brasil (PELÁEZ, 1971).

⁵ Essas operações correspondiam a empréstimos concedidos pela Cared às instituições financeiras, nas condições (prazo e juros) fixadas pelo texto legal, e protegidos pelos instrumentos oferecidos como garantia (títulos comerciais).

⁶ De acordo com o parágrafo primeiro do artigo 9º do decreto que instituía a Carteira de Redescontos: «Só serão admitidos a redesconto efeitos do comércio, letras de câmbio e saques emitidos em moeda nacional, à ordem, de valor não inferior a 5:000\$, devidamente selados e garantidos, pelo menos, por duas firmas comerciais ou bancarias, plenamente idôneas, e mais o Banco que for portador, cujos fundos de reserva tenham com o capital realizado uma relação suficiente, a juízo do Governo, para assegurar as operações. O prazo dos títulos redescantados não excederá de quatro vezes e a taxa de redesconto de 6 % ao ano. Só serão admitidos a redesconto os papeis emitidos para fins agrícolas e industriais, ficando excluído o papel de especulações mercantis ou que proceda de operações sobre bens de raiz».

⁷ Inicialmente fixado em cem mil contos de réis.

José Maria Whitaker no Banco do Brasil, quando presidente da República Epitácio Pessoa.

In Bulhões (1989), p. 44.

Embora a legislação tenha vedado o redesconto de títulos públicos, o Banco do Brasil encontrou caminhos alternativos para ofertar recursos ao governo, sendo o expediente amplamente adotado até o primeiro semestre de 1922. Além disso, a prática acabou por ser facilitada em outubro do mesmo ano, pois a legislação⁸ equiparou os títulos do Tesouro aos demais instrumentos redescontáveis (permitindo que a Cared se transformasse em um provedor de recursos ao Tesouro Nacional). O resultado foi a transformação da Carteira «em prestamista para as transações de negócios do governo», trazendo poucos benefícios para os bancos comerciais e para o setor produtivo (PELÁEZ, 1971).

Crítico dessa condição, Artur Bernardes⁹, então candidato à presidência, «prometeu que, se fosse eleito, criaria um verdadeiro banco de emissão». Seu programa de governo previa a promoção de uma reforma monetária, retirando do Tesouro os poderes de emissão de moeda e transferindo-os para o Banco do Brasil (FRITSCH, 2014).

Isso de fato veio a ocorrer. Dois meses após assumir a presidência, Bernardes suspendeu o direito de emissão do Tesouro por dez anos¹⁰, transferindo o monopólio da operação para o Banco do Brasil. Adicionalmente, as atividades da Cared foram encerradas, deixando o país mais uma vez sem um prestamista de última instância.

Ainda no tocante ao monopólio de emissão, (PELÁEZ, 1971) registra que o controle do governo sobre o Tesouro já levava muitos a considerar a instituição inapropriada para a função. Adicionalmente, ganhara força no governo a ideia de que o país necessitava de uma moeda respeitável e conversível para superar a crise vigente.

Os primeiros meses da gestão do novo presidente foram marcados por uma condução cautelosa da política monetária, alinhada com o estabelecimento de uma meta de

⁸ Decreto nº 4.595, de 18 de outubro de 1922.

⁹ Presidente do Brasil entre 15 de novembro de 1922 e 15 de novembro de 1926.

¹⁰ Decreto nº 4.635-A, de 8 de janeiro de 1923.

apreciação cambial. Entretanto, circunstâncias econômicas e políticas, como as necessidades da política de defesa do preço do café (1923) e a eclosão de revoltas militares em São Paulo (1924)¹¹, acabaram por forçar o Banco do Brasil a emitir quantidades elevadas de moeda no biênio 1923-24, dando origem a adoção de uma política contracionista no biênio seguinte, com o Banco do Brasil a reduzir os meios de pagamento¹² e com o Executivo a impor uma maior disciplina fiscal, com forte impacto sobre a atividade econômica.

Eleito em 1926, o presidente Washington Luís e seu ministro da Fazenda, Getúlio Vargas, buscariam eliminar as crises econômicas por meio de uma ampla reforma monetária, apoiada no retorno ao padrão-ouro. A ideia era tornar moeda brasileira conversível (à razão de 200 miligramas de ouro por mil-réis¹³), ficando os recursos necessários à operação a depender «do estoque de ouro dos diversos fundos de moeda, excedentes orçamentários, operações de crédito etc.» (PELÁEZ, 1971).

Um novo fundo de estabilização cambial foi instituído, sendo denominado Caixa de Estabilização. Sob a supervisão do Ministério da Fazenda, o novo fundo tornou-se responsável pelo entesouramento do ouro, comprando-o com as suas próprias emissões de notas a uma taxa preestabelecida pelo governo. Essa taxa acabou por receber a alcunha de «taxa vil», pois o governo optara por depreciar a moeda nacional para alcançar a estabilização do câmbio, com impacto negativo para diversos setores da economia.

Segundo (FRITSCH, 2014), o plano do governo dividia-se em três fases. A primeira, «estabilização do valor da moeda», teria início imediatamente e compreenderia a criação da Caixa de Estabilização, «um órgão do Tesouro que teria a atribuição precípua de emitir notas conversíveis à vista contra depósitos em ouro nela feitos ao novo par» e de acumular o metal necessário. A segunda seria a decretação da conversibilidade plena das notas em circulação (inclusive daquelas não emitidas pela Caixa), devendo ser

¹¹ Ver (FRITSCH, 2014), p. 62-65.

¹² De acordo com os números de (VILELA; SUZIGAN, 2001), o total de meios de pagamento ao final de 1922, em cruzeiros (padrão monetário criado em 1942), correspondia a Cr\$ 4,094 milhões. Este número seria elevado para Cr\$ 4,998 milhões (1924), e reduzido para Cr\$ 4,531 (1926).

¹³ Decreto nº 17.618, de 5 de Janeiro de 1927.

levada adiante somente quando o estoque de ouro fosse considerado suficiente. Finalmente, a terceira e última fase seria a mudança da unidade monetária nacional, de mil-réis para cruzeiro, sendo o poder de emissão transferido para o Banco do Brasil.

A maior oferta de liquidez no exterior favoreceu o êxito inicial do plano. A partir de 1926 (e até meados de 1928) a expansão dos fluxos de investimentos estrangeiros¹⁴ mais que compensou o enfraquecimento dos resultados das transações correntes, tendo a ampliação dos superávits no balanço de pagamentos acabado por converter-se em expansão das emissões da Caixa (FRITSCH, 2014). Porém, a grande crise do setor cafeeiro (iniciada poucos meses antes da «Quinta-Feira Negra», nos EUA) e a brusca reversão do cenário internacional acabaram por inviabilizar a continuidade da programação.

A deterioração da posição externa na segunda metade de 1928 resultou da operação de duas causas independentes. Por um lado, a estagnação das exportações num contexto de crescimento acelerado das importações, induzido pela recuperação dos níveis de atividade e investimento domésticos, provocou rápida erosão do saldo comercial. Por outro lado, uma contração progressiva do saldo em conta corrente foi acompanhada pelo estancamento temporário do fluxo de empréstimos externos de longo prazo para a periferia na segunda metade de 1928.

In (FRITSCH, 2014), p. 68.

A deterioração das contas externas levou a Caixa de Estabilização a reduzir o ritmo das emissões, mas o Banco do Brasil continuou a adotar uma política expansionista (de crédito), tornando-o alvo de muitas críticas. O fundamento era que em meio ao crescente desequilíbrio externo, a política monetária sob o padrão-ouro deveria ser contracionista, ou seja, diametralmente oposta a aquela praticada pela instituição (FRITSCH, 2014).

O aumento da pressão acabou por levar o banco a adotar uma atitude ortodoxa e a reduzir drasticamente seus empréstimos ao setor privado. Com isso, a limitada expansão monetária de 1928 converteu-se em redução de liquidez (1929), impactando

¹⁴ Segundo (FRITSCH, 2014), a maioria desses investimentos era constituída por empréstimos públicos.

o nível da atividade econômica (que deteriorar-se-ia ainda mais em função do colapso do programa de valorização do café¹⁵).

Contrariando a premissa básica que norteara os programas de valorização até então, a safra recorde de 1927-28 foi amplamente superada pela de 1929-30, provocando um grande aumento dos estoques e dos encargos para os agricultores. Além disso, o fenômeno foi sucedido pela deterioração das condições de crédito em Londres¹⁶, o que inviabilizou a contratação de um financiamento externo. Finalmente, diante do fracasso dos esforços do Secretário da Fazenda de São Paulo para a obtenção de crédito no Banco do Brasil e do esgotamento dos recursos do programa de valorização do café¹⁷, o colapso dos preços do principal produto de exportação do país¹⁸ foi inevitável¹⁹.

A nova crise do café impôs um golpe duro ao balanço dos pagamentos que, aliado à postura inflexível do governo e à eclosão da crise internacional, acabou por aprofundar a contração monetária no ano seguinte. A recessão iniciada no início de 1929 transformou-se em uma grande crise nacional que viria a contribuir para o fim da Primeira República.

Já sob o Governo Provisório de Getúlio Vargas, em 1930, a Caixa de Estabilização acabou por ser extinta²⁰, tendo o ouro remanescente sido transferido para Londres, «a crédito da Delegacia do Tesouro Nacional naquela cidade». Cabe registrar que o mesmo instrumento legal que pôs fim à Caixa transferiu suas atribuições para o Banco do Brasil.

¹⁵ O programa de valorização do café foi instituído em 1906 (em um evento denominado Convênio de Taubaté) e teve por objetivo sustentar o preço internacional do principal produto de exportação do país. Amparava-se em um acordo entre os produtores e o governo para retirar o excesso de produção do mercado nos anos de grandes safras, viabilizando um equilíbrio artificial entre a oferta e a demanda, e assegurando uma melhor remuneração das exportações. O programa baseava-se em duas premissas principais: (i) a de que uma grande safra era sempre sucedida por outras menos exuberantes, o que reduzia o risco de superprodução e facilitava a gestão de estoques; e (ii) da inelasticidade da demanda por café, o que possibilitava a sustentação de preços elevados sem o efeito colateral de uma retração no consumo.

¹⁶ O agravamento das tensões financeiras em Londres precedeu a crise em *Wall Street*.

¹⁷ Em 11 de outubro de 1929.

¹⁸ O Estado de São Paulo acabou por conseguir obter empréstimos externos ainda em 1929, mas estes seriam insuficientes para impedir a deterioração dos preços.

¹⁹ Ao final do ano os preços chegaram a atingir um terço do valor assegurado pelo programa.

²⁰ Decreto nº 19.423, de 22 de Novembro de 1930.

O estoque de notas da Caixa de Estabilização em circulação recuara de 851 mil contos de réis (1929) para 129 mil (1930). No mesmo período, o Tesouro confiscara 592 mil contos em papel-moeda do Banco do Brasil (posteriormente vindo a incorporá-los às suas emissões) e a instituição bancária viera a emitir outros 120 mil, embora estivesse autorizada a fazê-lo até o limite de 300 mil (PELÁEZ, 1971). Com isso, somente as notas do Tesouro registraram expansão entre 1929 e 1930, saltando de 1,952 milhão de contos para 2,543 milhões (montante correspondente ao confisco das cédulas do Banco do Brasil). Na prática, o volume total de papel-moeda em circulação foi reduzido de 3,395 milhões de contos para 2,842 milhões (uma contração de 16,29%)²¹.

As emissões de moeda voltaram a ser realizadas pelo Tesouro (por meio da Caixa de Amortização do Tesouro Nacional) e, a partir do final de 1930, pela Carteira de Redescontos, no Banco do Brasil.

Aproximadamente um mês após o encerramento da Caixa de Estabilização o governo reestabeleceu a Cared²², e, menos de dezoito meses mais tarde, criou a Caixa de Mobilização Bancária (Camob), também no Banco do Brasil. Tanto a Cared como a Camob passaram a funcionar sob a responsabilidade de um mesmo diretor, ambas dispunham de caixa e contabilidade próprias, mas a segunda nascera com data de óbito programada – devendo durar apenas dez anos.

Segundo Arthur de Souza Costa²³, então presidente do Banco do Brasil, a crise de 1929 promovera a redução da confiança nas instituições financeiras. Por um lado, parte dos bancos tornara-se alvo de saques frequentes, obrigando as instituições a desfazerem-se dos ativos mais líquidos e a ficarem em situação de grande vulnerabilidade. Por outro, a outra parcela buscara elevar sua liquidez, reduzindo a oferta de crédito e agravando a situação dos demais setores da economia. Em meio a esse cenário, a criação da Camob deu «aos bancos condições de mobilidades de ativos que lhes permitiu operar

²¹ Números do (INE, 1937), p. 353.

²² Por meio do Decreto nº 19.525, de 24 de dezembro de 1930.

²³ Em entrevista ao jornal Correio da Manhã, publicada em 12 de junho de 1932 («A Caixa de Mobilização Bancária», 1932).

tranquilamente, com a certeza de que em qualquer emergência poderiam atender às solicitações de seus depositantes».

A Camob foi criada para assegurar a solvência das instituições cujos ativos fossem menos líquidos e para incentivar a regularização da oferta de crédito. A proposta era oferecer empréstimos com prazo elevado (de até cinco anos) às instituições que: (i) se inscrevessem; (ii) declarassem as importâncias que poderiam vir a necessitar; e (iii) apresentassem as garantias que dispunham. Com isso, uma vez apreciadas as últimas e concedido o crédito, os valores só poderiam ser utilizados para cobrir saques de depositantes das instituições.

Sua criação, entretanto, também introduziu dois outros elementos importantes da política monetária: as reservas mínimas e o recolhimento compulsório. Por um lado, o decreto-lei que criou a Camob exigiu que todos os bancos estabelecidos no país mantivessem em caixa numerário correspondente a 10% e a 15% do total de seus depósitos a prazo e à vista, respectivamente. Por outro, ele estabeleceu o recolhimento compulsório (aos cofres do Banco do Brasil) dos recursos disponíveis que excedessem 20% da soma global dos depósitos das instituições – valor que contribuiria para o financiamento das operações da Caixa.

Tal como previsto em sua criação, a Camob acabou por ser extinta, vindo a ser reestabelecida no Banco do Brasil em abril de 1944²⁴ sob a denominação Caixa de Mobilização e Fiscalização Bancária. Sua reinstituição foi a última medida de ordenamento do sistema bancário que antecedeu à criação da Sumoc (FIGUEIREDO FILHO, 2005).

No tocante à reinstituição da Carteira de Redescontos (1930), cabe registrar que o governo optou pela adoção do formato original, de 1920. A Cared foi reestabelecida no Banco do Brasil, a legislação vedou a utilização de títulos públicos em suas operações, e a emissão de moeda tornou a ficar limitada a um teto (100 mil contos).

²⁴ Decreto-lei 6.149, de 13 de abril de 1944.

As restrições à emissão, entretanto, acabaram por ser atualizadas ou afrouxadas. Em 1931 o limite foi quadruplicado²⁵ (400 mil contos), quatro anos mais tarde foi ampliado em 300 mil contos²⁶ (tendo as emissões da Carteira atingido 19,38%²⁷ de todo o meio circulante) e, finalmente, em 1937, a legislação²⁸ estabeleceu um teto adicional (de 600 mil contos) destinado exclusivamente para o redesconto de títulos emitidos pelo Departamento Nacional do Café.

Outras mudanças vieram a ocorrer após a declaração de guerra do Brasil à Alemanha (1942), em meio às ações do «plano financeiro para atender à situação criada pela guerra». Tais medidas compreenderam, entre outros: (i) a restrição da faculdade emissora do Tesouro; (ii) a determinação de que todas as emissões do redesconto devessem ser garantidas por disponibilidades do governo, em ouro ou em cambiais e na proporção de 25%; e (iii) a autorização para que a Cared passasse a redescontar as Letras do Tesouro, um título público²⁹.

A limitação da emissão por parte da Cared acabaria por ser contornada por meio de uma prática que, a partir de 1945, tornar-se-ia recorrente e viria a criar uma série de problemas para a execução da política monetária: a encampação de papel-moeda.

A encampação era um mecanismo legal que transferia para o Tesouro parte das emissões realizadas pela Cared e, simultaneamente, resgatava o valor equivalente em débitos (preexistentes) do primeiro com o Banco do Brasil e/ou com a Carteira³⁰, sem que o papel-moeda emitido saísse de circulação. Em outras palavras, a encampação tornava definitiva uma emissão que deveria ser temporária, com um impacto importante sobre a oferta de moeda.

²⁵ Decreto nº 20.828, de 21 de dezembro de 1931.

²⁶ Lei nº 160, de 31 de dezembro de 1935.

²⁷ De acordo com o Anuário Estatístico do Brasil de 1936, o total das emissões via Carteira de Redescontos era de 700 mil contos, enquanto o meio circulante totalizava era de 3,612 milhões de contos.

²⁸ Lei nº 449, de 14 de junho de 1937.

²⁹ Todas essas medidas foram estabelecidas no Decreto-Lei nº 4.792, de 5 de outubro de 1942.

³⁰ Em 1945 isso se deu por meio da amortização de débitos com o Banco do Brasil referentes à compra de ouro (Decreto-Lei nº 7.383, de 15 de março de 1945), em 1946 por meio do cancelamento de Letras do Tesouro detidas pelo Banco do Brasil e pela Cared (Decreto-Lei nº 9.067, de 15 de março de 1946), e em 1947 o montante foi utilizado para novo pagamento de débito da «compra de ouro de cambiais de exportação» (Lei nº 16, de 7 de fevereiro de 1947).

O Banco do Brasil também recebera, ao menos parcialmente, outra atribuição importante de autoridade monetária: a fiscalização bancária.

Anunciada juntamente com a criação da (primeira) Cared, em 1920, a fiscalização bancária fora materializada somente no ano seguinte³¹, com a instituição da Inspetoria Geral dos Bancos – entidade responsável pela supervisão dos bancos e das casas bancárias³², e que ficaria subordinada à superintendência do Ministério da Fazenda.

Entretanto, a publicação de um novo Decreto³³, em 1931, incumbira o Banco do Brasil de «verificar a regularidade das operações feitas [pelos bancos e pelas casas bancárias], organizar a respectiva estatística, propor as medidas repressivas ou preventivas que se tornassem necessárias», deixando as demais funções (originalmente atribuídas à Inspetoria) sob a responsabilidade do Consultor da Fazenda e dos Consultores das delegacias fiscais regionais. Na prática, a publicação do Decreto transferiu a responsabilidade pela supervisão bancária para o Banco do Brasil, que passou a acumular mais uma função de autoridade monetária.

Além de exercer as funções de banco comercial e de acumular atribuições de um banco central, o Banco do Brasil também passou a cumprir o papel de banco de fomento³⁴, a partir de 1937³⁵. Nesse ano, a legislação autorizou o Tesouro a subscrever novas ações da instituição bancária³⁶ e a emitir bônus com o objetivo de direcionar recursos (despendidos ou acumulados) para a Carteira de Crédito Agrícola e Industrial (CCAI) do

³¹ Decreto 14.728, de 16 de março de 1921.

³² A distinção entre banco e casa bancária se fazia por meio do capital da instituição, sendo o banco a pessoa natural ou jurídica com capital superior a 500 mil contos e a casa bancária aquela que, com o mesmo objetivo, tivesse um capital igual ou inferior ao mesmo valor. De acordo com o texto legal, seriam enquadradas em uma dessas categorias quaisquer pessoas naturais ou jurídicas que se destinassem a exercer uma das seguintes atividades: (i) comércio de ouro ou prata por contra própria ou de terceiros (em moeda, em pó ou em barra), de títulos de empresas de qualquer natureza e de efeitos de comércio e de outros valores negociáveis por endosso ou por simples tradição; (ii) empréstimos de qualquer espécie; (iii) operações de câmbio; (iv) depósitos de valores de qualquer natureza; (v) abertura de contas correntes; (vi) descontos redescontos; e (vii) quaisquer operações bancárias relativas ao movimento de crédito - independentemente da forma ou da natureza.

³³ Decreto nº 19.824, de 1 de outubro de 1931.

³⁴ Esse tipo de banco só seria criado oficialmente em 1952, com a instituição do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE).

³⁵ Lei nº 454, de 9 de julho de 1937.

³⁶ Até o limite de 100 mil contos.

Banco do Brasil – cujo propósito era financiar os períodos de entressafra, a aquisição de maquinaria (agrícola e industrial), as compras de matérias-primas e de animais, além das reformas e melhorias dos equipamentos da indústria.

As operações da nova Carteira iniciaram-se no ano seguinte (1938) e rapidamente cresceram em volume. De um total de 98 mil contos no primeiro ano, as concessões de empréstimo alcançaram os 340 mil em 1940 e atingiram os 5,25 milhões em 1945³⁷.

Cabe registrar que os meios de pagamento apresentaram uma expansão expressiva ao longo de toda a primeira metade da década de 1940³⁸, fruto de emissões para financiar o déficit orçamentário e para absorver os crescentes saldos positivos da Balança Comercial (VILELA; SUZIGAN, 2001). Por um lado, o envolvimento do Brasil na segunda guerra mundial (1942), a política de investimentos e o reinício dos pagamentos da dívida externa ampliaram largamente as despesas do governo. Por outro, o aumento das exportações e o recuo das importações, frutos também da guerra, mais que duplicaram os resultados da balança comercial³⁹, motivando a política cambial a enxugar o excedente de divisas estrangeiras com moeda nacional.

Preocupado com o financiamento de suas despesas, mas também com o impacto da expansão monetária sobre a inflação, o governo anunciou, em outubro de 1942, um conjunto de seis medidas. Além das três já mencionadas no âmbito do «plano financeiro para atender à situação criada pela guerra», as outras três incluíram: (i) a emissão de três milhões de contos de réis em Obrigações de Guerra; (ii) a emissão de um milhão de contos de réis em Letras do Tesouro; e (iii) a mudança da unidade do sistema monetário, de mil-réis para cruzeiro⁴⁰.

As emissões de Obrigações e de Letras tiveram por objetivo viabilizar a antecipação de receitas sem agravar o problema da inflação. A colocação das primeiras foi parte

³⁷ Números de (PELÁEZ, 1971), p. 77-78.

³⁸ De acordo com os números de (VILELA; SUZIGAN, 2001), a expansão dos meios de pagamento foi de Cr\$ 11,568 milhões, ao final de 1940, para Cr\$ 41,489 milhões, ao final de 1945.

³⁹ O saldo médio da balança comercial saltou de US\$ 83,1 milhões (período entre 1931 e 1940) para US\$ 178,5 milhões (entre 1941 e 1944), atingindo os US\$ 400,9 milhões em 1946.

⁴⁰ Decreto-Lei nº 4.791, de 5 de outubro de 1942.

compulsória e parte voluntária, sendo a porção obrigatória vinculada à renda do adquirente. Já a colocação das segundas foi feita por meio da oferta dos instrumentos aos bancos, e visavam uma captação mais rápida de recursos. A expectativa do governo era que, dada a autorização para a Cared redescotar Letras do Tesouro⁴¹, a colocação dos instrumentos seria bastante facilitada.

Essas letras certamente terão colocação fácil nos bancos. Uma vez tomadas, se por qualquer circunstância tiverem os bancos necessidade de numerário, poderão levá-las à Carteira de Redescontos do Banco do Brasil, autorizada por esta mesma lei a fazer-lhe empréstimos com a garantia desses títulos.

Declaração do ministro da Fazenda⁴² in («Medidas de caráter financeiro», 1942).

Finalmente, o governo aproveitou a publicação das demais medidas para promover a mudança da unidade do sistema monetário. A conversão do mil-réis para o cruzeiro se deu à taxa de um para um (um mil-réis para um cruzeiro), com o último podendo ser dividido em cem centavos. Assim, todos os atos e fatos relativos a dinheiro posteriores a 31 de outubro de 1942 passaram a referir-se à nova moeda.

(...) a lentidão na absorção de recursos, por meio da tomada de Obrigações de Guerra, acarretou considerável aumento do meio circulante. Deixando de afluir ao Tesouro com a necessária rapidez, tais recursos mantiveram-se em circulação em um prazo que foi suficiente para provocar a expansão do crédito nos bancos. Não tendo corrido às mãos do Governo, obsteu que ele dispusesse dos meios para reduzir no Banco do Brasil as suas responsabilidades decorrentes da compra de ouro e cambiais. Obrigado a prosseguir na compra da totalidade das cambiais de exportação, em grande volume pelo aumento desta, sem poder vendê-las, viu-se o Banco do Brasil na contingência de apelar constantemente para a Carteira de Redescontos. A princípio utilizou o Banco os seus títulos comerciais; depois as Letras do Tesouro (...). As emissões da Carteira avolumaram assim o meio circulante, dando novos estímulos à expansão bancária, novos incentivos

⁴¹ Outra das seis medidas.

⁴² Souza Costa.

*à movimentação dos negócios e das especulações, que, por sua vez, tornaram ainda menos interessantes ao público a subscrição das Obrigações de Guerra.*⁴³

In Vilela & Suzigan (2001), p. 225-226.

O caráter dual do Banco do Brasil, banco central e banco comercial, prejudicava sua atuação correta e coerente como Autoridade Monetária, notadamente na área da política monetária e de crédito, pois a “relação incestuosa” entre as Carteiras Comerciais do Banco, a Carteira de Redescontos e o Tesouro constituía um entrave fundamental para a aplicação eficiente de instrumentos de política monetária.

In (LAGO, 1982), p. 15.

Ao final de 1944, o diretor do setor de Pesquisas do Ministério da Fazenda e assessor do Ministro Souza Costa, Octávio Bulhões, propôs a criação da Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc) com o objetivo de preparar o terreno para a instituição de um banco central. A proposta recebeu o apoio da pasta, mas diante da oposição a enfrentar – decorrente da retirada de parte das prerrogativas políticas do Banco do Brasil –, o projeto final acabou por contemplar um modelo menos ambicioso de autoridade monetária.

Segundo (FIGUEIREDO FILHO, 2005), o «acordo de Bretton Woods teve influência sobre os formuladores da política econômica interna», que «perceberam que se inaugurava uma nova fase de relacionamento entre os países» e, entre outros, buscavam «dar demonstração da inserção brasileira na nova organização financeira internacional». Entretanto, o autor pontua não ser possível «afirmar que Bretton Woods foi fundamental» para a criação da Superintendência, situação corroborada pelo próprio Octávio Bulhões⁴⁴ em depoimento ao CPDOC da FGV⁴⁵.

CG. - Dr. Bulhões, quando o senhor volta de Bretton Woods, o senhor se envolve no projeto de criação da Sumoc. Qual é a influência dessa conferência nesse seu projeto? O

⁴³ Trecho da exposição de motivos com a qual o então Ministro da Fazenda, Arthur de Souza Costa, justificou a criação da Sumoc.

⁴⁴ Cabe registrar que Octávio Bulhões (assim como Eugênio Gudín) havia integrado a delegação brasileira enviada à Conferência de Bretton Woods, em 1944.

⁴⁵ Centro de Pesquisa e Documentação de História Contemporânea do Brasil da Fundação Getúlio Vargas.

senhor traz um modelo para a criação da Sumoc? O senhor traz uma pressão para a criação da Sumoc?

OB. - Não. Não. O que me moveu era uma ideia antiga, de que o Brasil precisava de ter uma moeda estável. Para ter uma moeda estável, precisava ter pelo menos um início de banco central. E esse início de banco central é que resultou na Superintendência da Moeda e do Crédito.

In (BULHÕES, 1989), p. 65-66.

A proposta original procurava conferir à Sumoc «o maior número de atribuições e responsabilidades nas áreas pertinentes ao Banco Central, assim como o maior grau de independência possíveis» (LAGO, 1982). Entretanto, as mudanças acabaram por assegurar ao Banco do Brasil uma presença importante na nova Superintendência. Três dos cinco assentos do Conselho da nova instituição – sua mais alta instância deliberativa – passaram a ser ocupados por representantes do Banco do Brasil⁴⁶.

Restrições adicionais também contribuíram para limitar o poder de fogo da nova Superintendência e, entre essas, cabe destacar a inexistência de um caixa próprio e o estabelecimento do Banco do Brasil como seu agente financeiro. Tal situação tornou a Sumoc dependente da instituição bancária e facilitou o comprometimento do emprego de instrumentos de política monetária, como os recolhimentos compulsórios (tema a ser abordado mais adiante).

Ainda assim, a Superintendência da Moeda e do Crédito tornou-se realidade em 1945⁴⁷, cabendo à nova instituição as responsabilidades de: (i) requerer emissão de papel-moeda ao Tesouro Nacional; (ii) receber, com exclusividade depósitos de bancos; (iii) delimitar as taxas de juros; (iv) fixar as taxas de redesconto e juros dos empréstimos a bancos; (v) autorizar a compra e venda de ouro ou de cambiais; (vi) autorizar empréstimos a bancos por prazo não superior 120 dias; (vii) orientar a fiscalização dos bancos; (viii) orientar a política de câmbio e as operações bancárias em geral; (viii)

⁴⁶ O presidente do banco e os diretores (i) da Carteira de Câmbio e (ii) da Carteira de Redesconto, Caixa de Mobilização e Fiscalização Bancária.

⁴⁷ Decreto-Lei nº 7.293, de 2 de fevereiro de 1945.

promover a compra e a venda de títulos do governo federal; e (ix) autorizar o redesconto de títulos e empréstimos a bancos nos termos da legislação em vigor.

Eu tenho ideia, não me lembro direito. Mas conversando com o ministro Sousa Costa, eu ponderei que se houvesse uma organização acima do Banco do Brasil, já as atividades do Banco do Brasil não seriam tão misturadas, digamos assim, na parte de banco comercial com a de banco central. Era uma maneira de retirar as atribuições de banco central do Banco do Brasil, sem propriamente tirar do Banco do Brasil porque a Sumoc funcionava no Banco do Brasil. E, além disso, havia vantagem de estabelecer-se um conselho onde comparecessem as pessoas do Banco do Brasil e do Ministério da Fazenda, com o propósito de combinar o sistema fiscal com o sistema monetário.

In (BULHÕES, 1989), p. 50.

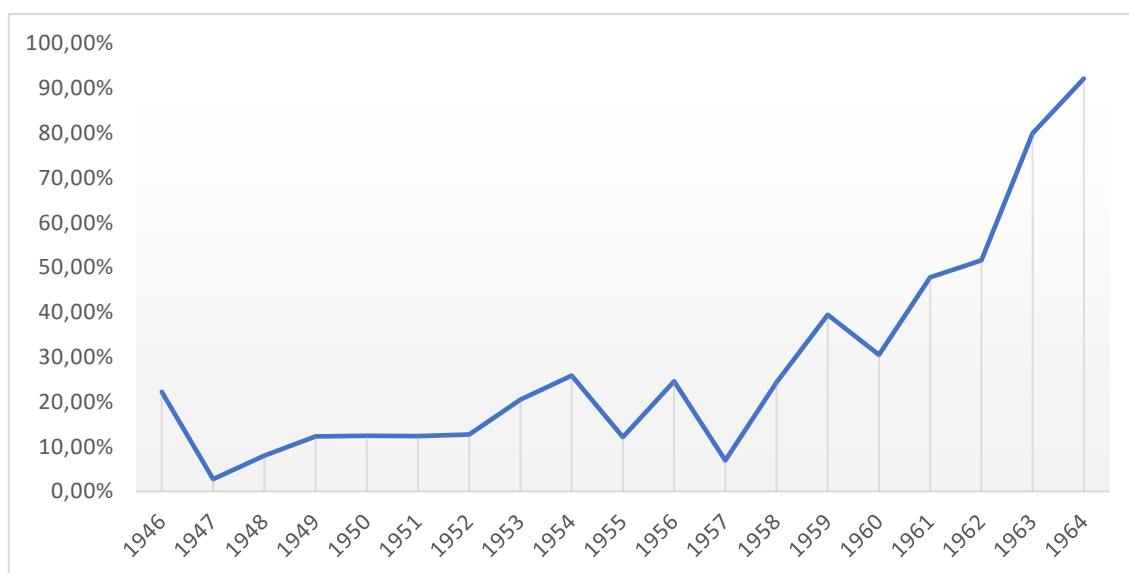
Capítulo II – Política econômica na 4ª República (1946-1964)

2.1. Introdução

A chamada «Quarta República», também denominada «República Populista», iniciou-se com a posse de Eurico Gaspar Dutra, em 1946, e encerrou-se com o golpe militar de 1964, que deu início a um longo período de ditadura. Seus pouco mais de dezoito anos foram marcados por uma experiência política conturbada, que incluiu suicídio presidencial, tentativas de golpe (e contragolpe), renúncia, e mudanças de regime, resultados da pouca experiência democrática e da fragilidade institucional do país.

No geral, as políticas econômicas oscilaram entre momentos de maior preocupação com a inflação e a disciplina fiscal, e períodos em que o foco no desenvolvimento ou nas restrições externas se sobrepuseram às demais prioridades. Cabe registrar, entretanto, que em todos os momentos as ações estiveram condicionadas de alguma forma às limitações da balança comercial (ainda muito dependente das exportações de café) e ao ingresso de recursos estrangeiros (dado o reduzido nível do desenvolvimento do país e a insuficiência de poupança interna).

Figura 1- Evolução da taxa de inflação anual (IGP-DI) entre 1946 e 1964



Fonte: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA)

Os dezoito anos foram marcados por uma robusta expansão da atividade econômica, pelo aumento da participação relativa do setor industrial (em detrimento do agropecuário) e pelo crescimento da infraestrutura. Paralelamente, é possível caracterizá-los pela acentuação de diversos desequilíbrios, como os do endividamento externo e da inflação.

O texto a seguir tem por objetivos apresentar os principais elementos que nortearam a história econômica do período e destacar o papel da política monetária em cada um deles. Sua divisão foi intencionalmente feita por ciclo de governo, dada a ausência de continuidade dos programas entre as gestões.

2.2. Governo Dutra

Eurico Gaspar Dutra foi eleito em dezembro de 1945, menos de dois meses após a queda de Getúlio Vargas. Assumiu a presidência em 31 de janeiro do ano seguinte, vindo a substituir José Linhares⁴⁸, titular transitório do cargo e presidente do Supremo Tribunal Federal. Seu governo iniciou-se juntamente com os trabalhos da recém-eleita Assembleia Nacional Constituinte, que viria a entregar a nova Carta Magna em setembro do mesmo ano – em substituição àquela que recebera a alcunha de «Polaca»⁴⁹.

Encerrados os (quase) oito anos da ditadura do Estado Novo e terminada a segunda guerra mundial, o pensamento econômico dominante pregava a redução da presença estatal na economia e uma maior abertura do país ao comércio internacional. Em parte, a participação do Estado confundia-se com a própria ditadura Vargas – responsabilizada por diversas das mazelas do período pós-guerra (em especial pela inflação). Além disso, acreditava-se que a redução das barreiras comerciais e a liberalização dos investimentos

⁴⁸ Com a derrubada do governo de Getúlio Vargas (e o consequente fim do Estado Novo), em 29 de outubro de 1945, o presidente do Supremo Tribunal Federal do Brasil, José Linhares, foi convocado pelas Forças Armadas para exercer provisoriamente a Presidência da República, vindo a ocupá-la até a posse do futuro presidente eleito, em 31 de janeiro de 1946.

⁴⁹ A Constituição de 1937 recebera a alcunha de «Polaca» por ter sido inspirada no modelo semifascista polonês.

estrangeiros incentivariam um grande afluxo de recursos para o país, em especial os dos Estados Unidos – principal potência econômica do período do pós-guerra.

No âmbito doméstico, a inflação tornara-se o tema principal da agenda econômica. Entre 1937 e 1945 o custo de vida mais que duplicara no Rio de Janeiro⁵⁰, e, em um período ainda mais curto (1939-1945), a variação dos preços superara os 169% em São Paulo⁵¹.

O diagnóstico oficial era que o problema originara-se nos sucessivos déficits orçamentários (acumulados pela União), na expansão exagerada do crédito, e na forte demanda por bens – impactada pelas restrições da guerra (LAGO, 1982; VIANNA; VILLELA, 2011). Seu enfrentamento, portanto, exigia uma estratégia que combinasse a redução dos gastos públicos com um maior controle das expansões monetária e creditícia. Adicionalmente, e em linha com a visão já mencionada, o governo se propunha a levar adiante uma política amparada na abertura comercial e financeira do país.

As estimativas do período pós-guerra eram particularmente otimistas para as contas externas. Por um lado, prevaleciam expectativas positivas para os preços do café, principal produto da pauta de exportações. Por outro, antecipava-se a formação de uma relação especial com os EUA⁵², o que facilitaria o ingresso de recursos norte-americanos (por meio de concessões de assistência financeira oficial do país). Entretanto, em pouco tempo a realidade acabaria por mostrar-se menos «cor-de-rosa». Diversos países passariam a adotar medidas protecionistas, tornando o comércio internacional menos «liberal» que o esperado, e o capital norte-americano não afluiria ao país nas quantidades esperadas, uma vez que a preocupação dos Estados Unidos voltar-se-ia, principalmente, para a reconstrução da Europa.

⁵⁰ De acordo com os números do IPEA, a variação do custo de vida no Rio de Janeiro alcançou 103,46% no período.

⁵¹ De acordo com os números do IPC Fipe, a variação dos preços na cidade de São Paulo entre janeiro de 1939 e dezembro de 1945 foi de 169,04%.

⁵² Cabe registrar que esse sentimento amparava-se tanto no envio brasileiro de tropas à Itália, quanto no fato do país de ter assegurado exportações estratégicas a preços estáveis para os países aliados – com destaque para os Estados Unidos (SARETTA, 1995).

Também predominava no Brasil a chamada «ilusão de divisas», uma percepção equivocada de que o país dispunha de uma situação confortável em relação às suas reservas internacionais. Na prática, o Brasil acumulara cerca de £180 milhões (1946)⁵³, estando metade sob a forma de ouro⁵⁴ (uma fração estratégica que deveria ser preservada ou utilizada somente em emergências) e a outra metade sob a forma de divisas estrangeiras. Além disso, grande parte dos recursos em moedas era formada por divisas inconversíveis ou de difícil conversibilidade (como os saldos acumulados com o Reino Unido⁵⁵ – £59,7 milhões⁵⁶), havendo apenas £20 milhões em recursos plenamente conversíveis.

Para enfrentar o problema da inflação, o ministro Gastão Vidigal (Fazenda), posteriormente substituído por Correia e Castro⁵⁷, adotou políticas fiscais e monetárias contracionistas, apoiando-se ainda em uma estratégia de liberação das importações. As primeiras ampararam-se principalmente no corte dos gastos públicos e no compromisso de restringir as emissões (moeda), não havendo evidências de que a Sumoc tenha atuado de forma particularmente restritiva.

Cabe mencionar que a Superintendência reduzira os percentuais dos recolhimentos compulsórios em três ocasiões⁵⁸ até o fim de 1946, tendo ainda prorrogado prazos⁵⁹ e permitido que a exigência fosse cumprida parcialmente (50%) com títulos da dívida pública⁶⁰ – devido a problemas de incumprimento das instituições⁶¹. As características

⁵³ US\$ 760 milhões, segundo (HUDDLE, 1964), p. 6.

⁵⁴ Ver (ABREU, 1988), p. 17.

⁵⁵ Em linha com o acordo de pagamentos anglo-brasileiro de 1940. O valor correspondia a aproximadamente US\$ 240 milhões, segundo os termos do acordo.

⁵⁶ Saldo acumulado ao final do quarto trimestre de 1946. Ver (ABREU, 1988), p. 9.

⁵⁷ Pedro Luís Correia e Castro foi o segundo ministro da Fazenda do governo Dutra, tendo substituído o titular anterior (Gastão Vidigal) em 22 de outubro de 1946.

⁵⁸ Ver Instruções da Sumoc nºs 2, 10 e 23.

⁵⁹ Ver Instruções da Sumoc nºs 2, 5, 7, 14 e 16.

⁶⁰ Ver Instrução da Sumoc nº 15, de 11 de abril de 1946.

⁶¹ Segundo (BULHÕES, 1989), a imposição do recolhimento compulsório gerara revolta entre os bancos, dado que os recursos (recolhidos ao Banco do Brasil à ordem da Sumoc) eram utilizados para cobrir os déficits do governo.

da exigência⁶² não seriam alteradas ao longo de todo o restante do governo Dutra, tendo o mesmo ocorrido com as taxas do redesconto⁶³.

No tocante à oferta de crédito, a Sumoc determinara (ainda em 1945) o fim da possibilidade dos bancos realizarem depósitos entre si⁶⁴. A medida buscava disciplinar/restringir a expansão do crédito, mas oferecia às instituições um prazo de até 180 dias para que se adaptarem à nova regra – que passou a surtir efeito, na prática, somente no último quarto do ano.

A abertura comercial iniciou-se já no primeiro mês de governo, com o estabelecimento do mercado livre de câmbio⁶⁵ e com a manutenção de um preço sobrevalorizado da moeda brasileira⁶⁶. Seus objetivos eram combater a inflação, atender a demanda reprimida do setor produtivo e estimular o ingresso de recursos estrangeiros. O primeiro se daria por meio do aumento da oferta de bens de consumo, que entrariam no país a preços competitivos (graças ao câmbio sobrevalorizado). O segundo buscava ampliar o acesso da indústria a matérias-primas e a bens de capital, favorecendo a modernização de seu parque e o aumento da produção. Finalmente, o terceiro (e último) amparava-se na remoção dos obstáculos às saídas de capital e no alinhamento do país à política de

⁶² A Instrução nº 23, de 27 de dezembro de 1946, fixou os percentuais do recolhimento compulsório em 3% para os depósitos à vista e em 2% para os depósitos a prazo, podendo a exigência ser cumprida parcialmente (50%) com títulos da dívida pública federal.

⁶³ As taxas do redesconto haviam sido fixadas pela Instrução nº 6, de 29 de setembro de 1945, sendo definidos os seguintes custos: (i) 6% a.a. para o redesconto de títulos para o desenvolvimento de atividades rurais; (ii) 6% a.a. para os empréstimos a bancos garantidos por Letras do Tesouro; e (iii) 8% a.a. para o redesconto de outros títulos. Posteriormente, a Instrução nº 9, de 29 de novembro de 1945, fixou em 6% a.a. o custo das operações de redesconto e de empréstimos a bancos realizados pela Cared.

⁶⁴ O Decreto-Lei nº 7.293, de 2 de fevereiro de 1945, determinara que caberia à Sumoc «receber, com exclusividade depósitos de bancos». Entretanto, foi a Instrução da Sumoc nº 2, de 19 de março de 1945, que fixou a data de 15 de abril de 1945 para a entrada em vigor desse dispositivo, proibindo qualquer banco de receber depósitos de outro banco. O documento também concedeu um prazo de 180 dias para a adequação dos depósitos existentes, prorrogando a nova disciplina, na prática, para setembro de 1945.

⁶⁵ Por meio do Decreto-Lei 9.025 de 27 de fevereiro de 1946. Segundo (SARETTA, 1995), o decreto «foi de fundamental importância» para a «política de relações econômicas externas» do Brasil e, na prática, instituiu a liberdade cambial. O instrumento «diminuía de 30% para 20% as quotas impostas às letras de exportação e de 5% para 3% a sobrecarga sobre o câmbio vendido. Também estabelecia o fim da separação entre o câmbio livre e oficial e as letras de exportação passavam a ser compradas pelo valor médio ponderado — 80% pelo câmbio livre e o restante pelo oficial».

⁶⁶ De Cr\$ 18,50 por US\$ 1,00.

eliminação de restrições ao comércio internacional, capitaneada pelos EUA, o que, acreditava-se, estimularia o afluxo de recursos para o país.

Cabe pontuar que a manutenção de superávits crescentes no período da guerra (pós-1940) fora influenciada pela facilidade de exportar e pelas dificuldades de comprar no mercado internacional. Além disso, a elevação dos preços domésticos havia sido bem superior à observada nos EUA no mesmo período – sem que a variação cambial viesse a refletir essa realidade (VIANNA; VILLELA, 2011).

A combinação de políticas adotadas produziu resultados importantes. No tocante às contas públicas, a União foi capaz de substituir o déficit de 1946 por superávits limitados no biênio seguinte⁶⁷. Já em relação à oferta de moeda, a política de restringir emissões, combinada com uma maior disciplina do crédito, assegurou a manutenção da base monetária em níveis praticamente estáveis (até o fim de 1948), contribuindo para uma redução acentuada da inflação⁶⁸. Finalmente, a política de abertura comercial, que também favorecera a desaceleração da alta dos preços, acabou por tornar preocupante a situação das contas externas.

Mesmo a produzir superávits comerciais com a área de moeda inconvertível, o Brasil passou a registrar déficits crescentes com os países de divisas fortes, em especial com os EUA⁶⁹. De acordo com (LAGO, 1982), as importações aumentaram em quantum e em dólares (80% e 172%, respectivamente) entre 1945 e 1947, tendo a situação do balanço de pagamentos passado a se agravar ao final de 1946⁷⁰.

Rapidamente a situação das reservas se deteriorou, tendo tanto os estoques de ouro como os de moedas convertíveis sido amplamente reduzidos⁷¹ (HUDDLE, 1964).

⁶⁷ De um déficit de Cr\$ 2,6 bilhões (1946) para superávits de Cr\$ 460 milhões (1947) e Cr\$ 3 milhões (1948), segundo os dados de (IBGE, 1951), p. 479.

⁶⁸ A inflação medida pelo IGP-DI recuou de 22,2% (1946) para 2,74% (1947).

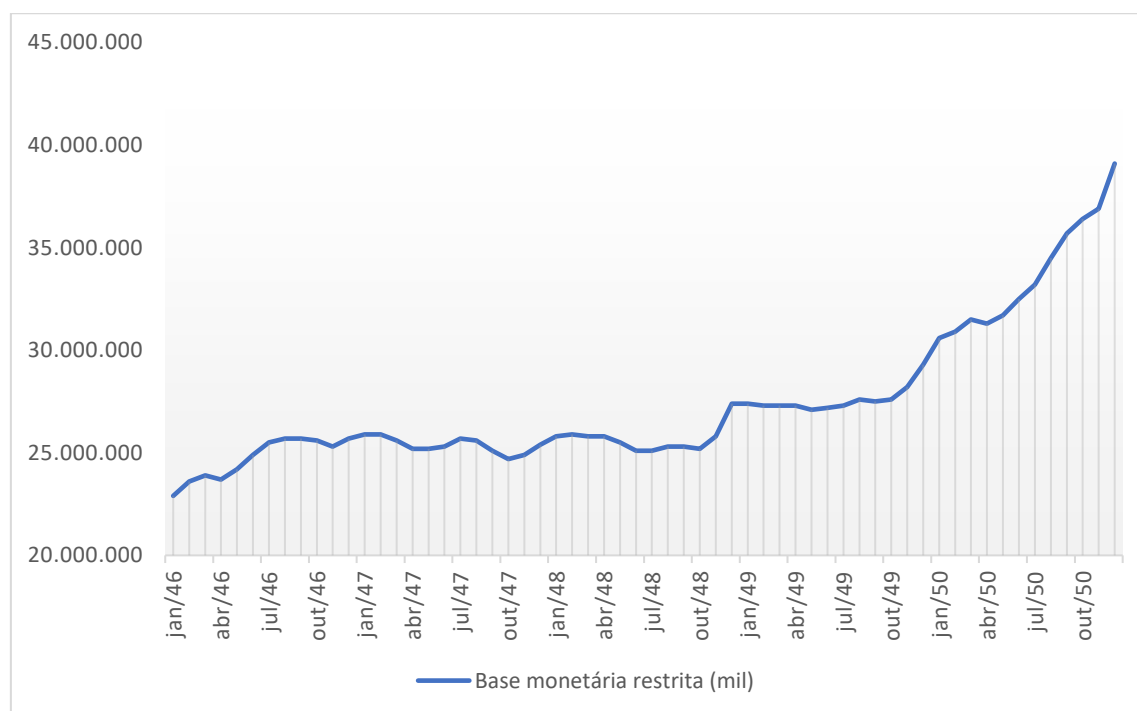
⁶⁹ 60% das importações do Brasil vinham dos EUA e somente 40% das exportações eram destinadas a este país. Números de (BASTOS, 2012), p. 124-125.

⁷⁰ De acordo com (LAGO, 1982), o país acabaria por registrar um déficit superior a US\$ 300 milhões com a área convertível em 1947.

⁷¹ A projeção, amparada no déficit de 1947, apontava para uma suficiência de apenas cinco meses de importações.

Adicionalmente, o Brasil começou a acumular atrasados comerciais⁷², fazendo com que fornecedores suspendessem envios ao país e com que a indústria fosse fortemente impactada – devido à escassez de matérias-primas (VIANNA, 1987).

Figura 2- Evolução da base monetária entre 1946 e 1950



Fonte: Banco Central do Brasil

Diante desse cenário, o governo decidiu reinstituir os controles cambiais⁷³, estabelecendo prioridades para a disponibilização de moedas estrangeiras e desincentivando o recurso às importações. A mudança, entretanto, mostrou-se insuficiente e, pouco tempo mais tarde, em março de 1948⁷⁴, o país instituiu um «regime de licença prévia para o intercâmbio comercial com o exterior», sendo atribuída «privativamente à Carteira de Exportação e Importação do Banco do Brasil (Cexim) a concessão de licenças de importação e de exportação»⁷⁵.

Com a nova regra, o pagamento das importações passou a depender da concessão de licenças – que eram emitidas de acordo com a ordem dos pedidos e com as categorias

⁷² Que atingiram US\$ 82 milhões ao final de 1947.

⁷³ Instrução da Sumoc nº 25, de 3 de junho de 1947.

⁷⁴ Decreto 24.697-A, de 23 de março de 1948, que aprovou o regulamento expedido pela Lei nº 262, de 23 de fevereiro de 1948.

⁷⁵ Trecho do artigo 2º do Decreto 24.697-A de 23 de março de 1948.

preestabelecidas de prioridade (nas quais prevaleciam as necessidades do governo). Além disso, a autorização para a exportação poderia ser negada caso os produtos fossem considerados escassos no mercado interno ou de primeira necessidade. As importações das empresas ficaram sujeitas aos limites impostos pelas novas regras⁷⁶, e as concessões de licenças para a aquisição de produtos em países de moeda conversível passaram a ser submetidas à análise de disponibilidade dos mesmos na área de moeda fraca (HUDDLE, 1964).

A execução da nova política teve êxito na redução do déficit comercial com a área conversível em 1948⁷⁷ e contribuiu para o superávit obtido em 1949⁷⁸. Já no tocante à região de divisas inconvertíveis, os bons resultados de 1947 e 1948 foram substituídos por um pequeno déficit no ano seguinte⁷⁹.

Mesmo assim, a situação do balanço de pagamentos permaneceu deficitária e, no início de 1949, tanto a disponibilidade de recursos quanto a questão dos atrasados (comerciais) tornou-se crítica. Segundo (HUDDLE, 1964), as reservas líquidas utilizáveis haviam sido reduzidas a US\$ 23,1 milhões – com potencial de comprometer a capacidade de importação do país.

Três motivos explicam a razão da divergência dos sinais na balança comercial e no balanço de pagamentos. Primeiro, o Brasil não possuía frota mercante nem empresas de seguro marítimo. Segundo, havia ocorrido um investimento estrangeiro no Brasil muito superior ao de brasileiros no exterior, de modo que a renda dos investimentos constituía uma elevada saída anual de câmbio. Terceiro, o Brasil tinha grandes dívidas internacionais, contraídas nas décadas de 20 e em anos anteriores, principalmente a curto e médio prazos.

In (HUDDLE, 1964), p. 18.

Ainda de acordo com (HUDDLE, 1964), a principal causa do desequilíbrio havia sido a falta de gestão coordenada dos órgãos responsáveis pela verificação das

⁷⁶ Em base trimestral, correspondente a 25% do capital realizado ou à média trimestral das importações nos três anos anteriores (HUDDLE, 1964).

⁷⁷ De US\$ 313 milhões (1947) para US\$ 108 milhões (1948).

⁷⁸ US\$ 18 milhões.

⁷⁹ US\$ 25 milhões.

disponibilidades em moeda estrangeira e pela liberação das licenças de importação. O «regime de licença prévia» lograra êxito em reduzir a gravidade da situação da balança comercial, mas não lidara de forma efetiva com o problema das reservas.

Em função disso, o governo acabou por instituir um «orçamento de câmbio» como elemento de gestão, em junho de 1949⁸⁰. Com ele, a Cexim e a Carteira de Câmbio passaram a trabalhar de forma colaborativa, buscando assegurar a disponibilidade de reservas para as importações e reduzir os atrasados comerciais.

Também em junho, o comando da Fazenda voltou a trocar de mãos. Correia e Castro foi substituído por Silveira Filho, então presidente do Banco do Brasil, dando início a mudanças importantes na condução da economia. Sob a batuta do novo ministro, as políticas fiscal e monetária foram afrouxadas, tendo havido uma maior flexibilização das metas (VIANNA; VILLELA, 2011). A execução do orçamento voltou a ser deficitária⁸¹, as emissões de moeda foram ampliadas⁸² e uma parcela importante dos novos recursos teve como destino o financiamento da produção⁸³ – tendo a inflação retornado aos dois dígitos⁸⁴.

Segundo (VIANNA; VILLELA, 2011), três motivos nortearam a mudança de orientação: (i) a proximidade das eleições⁸⁵; (ii) a expansão dos investimentos na indústria de bens de consumo duráveis – fruto do aumento do peso político do setor e de sua demanda por crédito (que acabou por produzir uma concessão mais ativa por parte do Banco do Brasil); e (iii) a desvalorização de divisas importantes, como a libra esterlina, o franco e

⁸⁰ Em decisão do Conselho da Sumoc e da Comissão Consultiva do Intercâmbio Comercial com o Exterior.

⁸¹ Cr\$ 2,81 bilhões, de acordo com os dados de receita arrecadada e despesa realizada de (IBGE, 1951), p. 479.

⁸² Embora já crescessem nos últimos meses de Correia e Castro.

⁸³ «Ao justificar as crescentes emissões monetárias de 1949, o ministro afirmava: “Aos ortodoxos se afigurará que V. Exa. deveria ter evitado as emissões de papel moeda, mas eu asseguro à V. Exa. que estas emissões financiaram muitos investimentos indispensáveis ao desenvolvimento econômico do País se comparada às propostas do Ministro anterior”. Partindo do princípio que “a moeda deve servir à economia, e não a economia à moeda”, justificavam-se as emissões que já vinham crescendo desde os últimos meses da gestão anterior, bem como os déficits» (SARETTA, 1995), p. 120.

⁸⁴ O IGP-DI (FGV) registrou variações de 12,29% em 1949 e de 12,41% em 1950.

⁸⁵ Que seriam realizadas em 3 de outubro do ano seguinte.

outras – sugerindo que a transição para a livre conversibilidade das moedas seria lenta, e prejudicando a movimentação mais intensa de capitais no globo.

A combinação da política de licenças com a manutenção da sobrevalorização do cruzeiro acabou por reduzir a competitividade das exportações nacionais (exceto café), especialmente ante os mercados europeus⁸⁶, mas favoreceu a expansão da indústria nacional. Isso se deu devido a três subprodutos de tais medidas: (i) o efeito subsídio, uma vez que os bens de capital, as matérias-primas e os combustíveis puderam ser adquiridos a preços relativamente baixos; (ii) o protecionismo, consequência das restrições às importações de bens manufaturados de consumo; e (iii) o aumento da rentabilidade, uma vez que a combinação dos subprodutos anteriores favoreceu a produção direcionada ao consumo interno (VIANNA; VILLELA, 2011). Cabe acrescentar que a indústria ainda beneficiou-se da expansão do crédito ao setor, especialmente entre 1947 e 1949, o que ocorreu a despeito da política oficial de austeridade⁸⁷.

Encerrado o mandato do presidente, é possível dividirmos sua política econômica em dois períodos distintos. O primeiro foi marcado pela abertura da economia e pela adoção do receituário ortodoxo, tendo por resultados um maior equilíbrio orçamentário, a desaceleração da inflação e a instalação de uma crise cambial – fato que levou à mudança de orientação. O segundo, caracterizado pela necessidade de preservar as reservas internacionais e de assegurar as importações essenciais, teve por traço principal a reversão da política de abertura, ao que se somou (em um momento seguinte) uma maior flexibilidade das políticas fiscal e monetária – com impacto importante nas contas públicas e na inflação.

Mesmo tendo reduzido significativamente o ritmo da aceleração dos preços em parte de seu governo, Dutra deixou a presidência com a inflação em elevação e com o acumulado do IGP-DI a superar os 74,7% (ao longo de seu mandato). Além disso, a

⁸⁶ Devido às desvalorizações das principais moedas do continente, em 1949.

⁸⁷ De acordo com (VIANNA; VILLELA, 2011), as expansões reais do crédito ao setor foram de 38%, 19%, 28% e 5%, em 1947, 1948, 1949 e 1950, respectivamente.

economia arrefecera, com a taxa de expansão do PIB a recuar de 9,7% (1948) para 6,8% (1950), e vindo a alcançar os 4,9% no ano seguinte.

2.3. Governo Vargas

A campanha eleitoral de Vargas defendera a necessidade de um crescimento acelerado da economia, resultante tanto de investimentos públicos como privados. Sua proposta era que os primeiros fossem direcionados à infraestrutura, abrangendo setores como os transportes, a energia e a comunicação. Já em relação aos segundos, a ideia era destiná-los à modernização do setor primário e ao aprofundamento da industrialização (FONSECA, 2010).

Entretanto, o ex-ditador (e agora presidente-eleito) assumira o cargo em meio a um contexto adverso às suas pretensões, que aliava um quadro de escassez de moedas conversíveis⁸⁸ com a sobrevalorização do cruzeiro e o aumento da inflação.

A opção pelo crescimento exigia a expansão das importações (bens de capital e insumos), a elevação dos gastos públicos e o aumento do consumo – movimentos que pressionariam o balanço de pagamentos e a inflação (FONSECA, 2010). Portanto, era preciso criar as condições necessárias para viabilização da proposta, e a estratégia imaginada acabou por receber a alcunha de «Campos Sales-Rodrigues Alves», em referência às políticas adotadas pelos ex-presidentes da Primeira República.

Em sua primeira fase (Campos Sales), o novo plano previa a redução acentuada das despesas do governo, a ampliação da arrecadação, e a adoção de políticas monetárias e creditícias contracionistas. Seu objetivo era reequilibrar o orçamento e conter a inflação, de forma a estabilizar a economia. Concluída essa etapa, a segunda fase do novo plano teria início (Rodrigues Alves), com o governo a inaugurar um ciclo de empreendimentos e realizações.

⁸⁸ Situação que não fora resolvida no governo Dutra.

Duas condições favoreciam as pretensões do governo. A primeira era a recuperação do preço do café, que ampliara as receitas do país em moeda estrangeira. A segunda (e mais importante) era a mudança da política dos EUA para a América Latina que, segundo (VIANNA, 1987), tornara-se «mais efetiva com o início das hostilidades na Coréia». No caso específico do Brasil, a guinada norte-americana daria origem à Comissão Mista Brasil Estados Unidos para o Desenvolvimento Econômico (CMBEU).

Cabe registrar que em dezembro de 1950, antes mesmo da posse de Vargas, seu futuro ministro das Relações Exteriores⁸⁹ fora designado para negociar as pendências para a concretização de uma comissão entre os dois países. A Comissão, fundamental para as aspirações do novo governo, tinha por objetivo o reaparelhamento econômico do país, priorizando os projetos de infraestrutura (especialmente nas áreas de transportes e de energia).

No âmbito financeiro, a proposta em negociação previa que o financiamento das obras contasse com a participação das esferas de governo nacionais e de instituições como o Banco Internacional para a Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD) e o *Export-Import Bank of the United States (Eximbank)*.

Com um déficit fiscal estimado em Cr\$ 2,3 bilhões (1951), e que somado a outras fontes de despesa poderia alcançar os Cr\$ 6,8 bilhões (VIANNA, 1987), a resposta inicial do governo foi adotar uma política de cortes dos gastos públicos que atingiu principalmente os investimentos. Isso resultou em uma expansão nominal dos dispêndios (União) de apenas 3,97%, apesar da inflação ter superado os 12,4%, produzindo, na prática, uma redução real dos gastos públicos. O resultado fiscal também foi beneficiado pela maior eficiência da arrecadação, tendo as receitas tributárias aumentado em cerca de 41,6% (ante as do ano anterior) e superado a previsão inicial de expansão (33,6%). Combinados, o recuo das despesas e o aumento da arrecadação transformaram o déficit do ano anterior em superávit em 1951⁹⁰.

⁸⁹ João Neves da Fontoura.

⁹⁰ O déficit de 1950 e o superávit de 1951 foram de Cr\$ 4,3 bilhões e de Cr\$ 2,8 bilhões, respectivamente. Ambos os números foram calculados com base nos dados de (IBGE, 1956a), p. 522. A taxa de inflação corresponde ao IGP-DI, da Fundação Getúlio Vargas (FGV).

Tal política foi repetida no ano seguinte, permitindo a União obter mais um superávit⁹¹ e preservar sua política monetária restritiva. Mesmo assim a fase «Campos Sales» começou a perder vigor. Por um lado, e ao contrário do que ocorrera em 1951, o desempenho fiscal dos estados, municípios e Distrito Federal foi bastante negativo. Por outro, a política creditícia foi afrouxada pela atuação do Banco do Brasil, que ampliou significativamente a oferta de recursos financeiros.

Os fatores que avalizaram a expansão do crédito do Banco do Brasil foram dois: em 1951, obviamente, a recuperação de parte das disponibilidades antes imobilizadas em empréstimos ao setor público; em 1952 – eis o ponto mais interessante –, somou-se a este, em função do acúmulo de atrasados comerciais⁹², o aumento nos depósitos correspondentes aos débitos em divisas dos importadores, o que facilitou ao banco grande aporte de recursos adicionais.

In (VIANNA, 1990), p. 126.

No tocante ao comércio exterior, é importante registrar que o sistema de licenças fora amenizado em 1950 em função das preocupações com a Guerra da Coréia⁹³. O temor de que o conflito alcançasse uma escala mundial, levando à escassez de bens de capital e de matérias-primas na economia, motivara a instalação de um plano de importação para estocagem, passando a serem ignoradas tanto as quotas como os países de origem ((HUDDLE, 1964; LAGO, 1982; VIANNA; VILLELA, 2011)).

Além disso, o governo preservara o cruzeiro apreciado em relação ao dólar dos EUA⁹⁴, o que, combinado com o aumento do ingresso dos importados, contribuíra para estabilizar a inflação, e, de forma autônoma, constituíra uma espécie de subsídio à aquisição de bens de capital estrangeiros.

⁹¹ Superior a Cr\$ 2,2 bilhões.

⁹² De acordo com os números do Banco Central, o Brasil registrou um superávit de US\$ 44,2 bilhões (1951) e um déficit de US\$ 302,1 bilhões (1952) na balança comercial, fruto da queda das exportações. Segundo (VIANNA, 1990), o desequilíbrio elevou o acúmulo de atrasados comerciais para US\$ 610 milhões, dos quais US\$ 494 milhões correspondiam a valores devidos à área de moeda conversível.

⁹³ De 25 de junho de 1950 a 27 de julho de 1953, porém jamais encerrada oficialmente, uma vez que nenhum tratado de paz foi assinado pelos dois países.

⁹⁴ Cr\$ 18,50/US\$.

A expansão das importações foi compensada pelo aumento das exportações em 1951, permitindo que o Brasil obtivesse um modesto superávit na balança comercial. Entretanto, isso não ocorreu no ano seguinte. O recuo das exportações brasileiras provocou um grande déficit em 1952, promovendo o esgotamento das reservas conversíveis e ampliando o volume de atrasados comerciais⁹⁵.

Ao final de 1952, a conjuntura econômica passara a estar dominada por uma crise cambial e pela fragilidade da etapa «Campos Sales». Por um lado, os atrasados comerciais já superavam os US\$ 600 milhões. Por outro, o saneamento da economia titubeava, com o déficit global das esferas de governo a superar os Cr\$ 3,8 bilhões⁹⁶ e com a inflação a se manter num patamar superior a 12% a.a.. Contudo, seria no plano internacional que o governo brasileiro sofreria seu maior revés quanto às pretensões de levar adiante a etapa «Rodrigues Alves». A eleição de Dwight Eisenhower, nos EUA, poria fim à CMBEU.

A ideia de uma segunda fase do governo (a fase Rodrigues Alves, de realizações) apoiava-se na estabilização da economia e na ajuda financeira internacional, consubstanciada no acordo da CMBEU. Ao longo do primeiro semestre de 1953, esses dois pilares ruíram, o que, juntamente com movimentos sociais crescentemente mobilizadores e reivindicadores e com a reacomodação política derivada das eleições municipais de maio de 1953, levou o governo ao abandono do projeto inicial.

In (VIANNA, 1990), p. 127-128.

Dos Cr\$ 20 bilhões previstos para o investimento no Programa de Reparelhamento Econômico da CMBEU, cabia às instituições estrangeiras⁹⁷ apenas metade do valor total (VIANNA, 1987). O custeio do restante seria feito por fontes internas, tendo o ministro da Fazenda assumido o compromisso de disponibilizar os recursos sem recorrer à emissão de moeda.

⁹⁵ De acordo com os números do Banco Central, o Brasil registrou um superávit de US\$ 44,2 bilhões (1951) e um déficit de US\$ 302,1 bilhões (1952) na balança comercial, fruto da queda das exportações. Segundo (VIANNA, 1990), o desequilíbrio elevou o acúmulo de atrasados comerciais para US\$ 610 milhões, dos quais US\$ 494 milhões correspondiam a valores devidos à área de moeda conversível.

⁹⁶ Número calculado com base nos dados das finanças públicas de (IBGE, 1956b), p. 522.

⁹⁷ Banco Mundial e Eximbank.

A solução do governo para obter tal montante foi instituir a cobrança de um adicional ao imposto de renda (e sobre as reservas e lucros em suspenso), valor que viria a ser restituído acrescido de uma bonificação após o decurso de cinco anos⁹⁸. Isso foi feito por meio da emissão de títulos públicos, denominados Obrigações do Reaparelhamento Econômico (ORE).

Paralelamente, uma lei⁹⁹ criou o Fundo Especial de Juros, Amortizações e Resgate das Obrigações do Reaparelhamento Econômico (FEJARORE), constituído pelas receitas obtidas por meio dos novos adicionais e por outras fontes previstas no texto. O novo fundo deveria assegurar o serviço regular de juros, amortizações e resgate das ORE, além de atender aos encargos com os projetos de fomento, reaparelhamento ou ampliação, ficando a sua gestão a cargo de uma nova instituição (também prevista no texto legal): o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE)¹⁰⁰.

Impactado pela crise cambial, o governo optou por promulgar uma nova lei¹⁰¹ no início de 1953. Denominada «Lei do Mercado Livre», a nova norma ofereceu ampla liberdade de movimentos ao capital estrangeiro no país e fixou um sistema de taxas de câmbio múltiplas (tanto para as exportações como para as importações).

Segundo João Neves da Fontoura, então ministro das Relações Exteriores, os objetivos da mudança eram «facilitar o retorno de capitais [estrangeiros] (...) e a exportação de produtos ditos gravosos»¹⁰². Seus resultados, contudo, ficariam aquém dos esperados, tendo havido recuos das entradas líquidas de investimentos e das receitas com as exportações (VIANNA; VILLELA, 2011).

Devido ao insucesso, o Conselho da Sumoc instituiu mais uma mudança no mercado de moedas (Instrução nº 70¹⁰³), com impactos importantes nos âmbitos fiscal e cambial. De

⁹⁸ Lei nº 1.474, de 26 de novembro de 1951.

⁹⁹ Lei nº 1.628, de 20 de junho de 1952.

¹⁰⁰ Em 1982, em função da integração das preocupações sociais à política de desenvolvimento, o «Social» seria anexado ao nome do banco, que passou a chamar-se Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

¹⁰¹ Lei nº 1.807, de 7 de janeiro de 1953.

¹⁰² Declaração do ministro das Relações Exteriores, João Neves da Fontoura, na edição de 10 de janeiro de 1953 de O Jornal.

¹⁰³ Instrução da Sumoc nº 70, de 9 de outubro de 1953.

acordo com (LAGO, 1982), «a medida substituiu o controle de importações via concessão de licenças por um elaborado sistema de taxas múltiplas e leilões cambiais, determinado de acordo com as prioridades conferidas pelo governo às diversas categorias de mercadorias – classificadas segundo seu grau de essencialidade». Adicionalmente, a mudança pôs fim aos controles burocráticos da Cexim¹⁰⁴, que foi extinta e substituída pela Cacex¹⁰⁵.

A nova regra tornou compulsória a venda ao Banco do Brasil¹⁰⁶ das divisas obtidas nas operações de exportação. Adicionalmente, a oferta de moeda destinada à importação passou a ser organizada em cinco categorias (de acordo com a prioridade dos produtos), sendo realizados leilões de divisa estrangeira nos quais os lances corresponderiam aos acréscimos (ágios) ao preço base (taxa oficial), pago pela moeda demandada.

Na prática, passaram a existir três tipos básicos de cobertura cambial para as importações: (i) a taxa oficial, destinada às importações especiais – como o trigo e o papel de imprensa; (ii) a taxa oficial acrescida de um adicional fixo, destinada às importações das esferas de governo, autarquias e sociedades de economia mista; e (iii) a taxa oficial acrescida de adicionais que variavam (de acordo com os lances efetuados nos leilões) – destinada a todas as demais importações (VIANNA; VILLELA, 2011).

A mudança também criou uma fonte importante de recursos para a União. Além dos montantes obtidos com os ágios, o governo passou a cobrar um imposto de transferência (8%) sobre as compras destinadas à importação. Segundo (HUDDLE, 1972), as receitas líquidas¹⁰⁷ oriundas da nova fonte acabaram por representar «20% do orçamento total em 1954, 10,2% em 1955, 15,2% em 1956, e 30% em 1957»¹⁰⁸.

¹⁰⁴ Criada pelo Decreto-Lei nº 3.293, de 21 de maio de 1941, a Carteira de Exportação e Importação (Cexim) estava encarregada da gestão do sistema de controle de importações por meio da concessão de licenças.

¹⁰⁵ A Cacex, Carteira de Comércio Exterior do Banco do Brasil, foi criada pela Lei 2.145 de 29 de dezembro de 1953, a mesma que extinguiu a Cexim.

¹⁰⁶ Ou a uma instituição autorizada, que repassaria os recursos ao Banco do Brasil à taxa oficial, acrescida de uma bonificação. Essa bonificação foi fixada inicialmente em Cr\$ 5 por dólar dos EUA nas operações com café e em Cr\$ 10 por dólar dos EUA nas demais. Tais valores seriam majorados posteriormente.

¹⁰⁷ Ágios e impostos menos as bonificações pagas.

¹⁰⁸ Segundo (VIANNA, 1987), a receita líquida de 1953 (primeiros meses da medida) foi de Cr\$ 2,026 bilhões, aproximadamente 7% do total da arrecadação em impostos e 6% da renda total da União.

Embora a reação das exportações não tenha sido expressiva, cabe mencionar que as despesas com as importações recuaram significativamente a partir de 1953, contribuindo para obtenção de superávits recorrentes na balança comercial.

No tocante à política fiscal, a proposta de austeridade acabou por ser vencida pela ampliação das despesas de governo (1953), inclusive da União¹⁰⁹. De acordo com (VIANNA, 1987), a inversão da situação do Tesouro, de credor para devedor, foi resultado, principalmente: (i) da forte seca que atingiu o Nordeste; (ii) dos pagamentos de abono ao funcionalismo público civil e de despesas relacionadas às eleições municipais; (iii) do pagamento pelo Banco do Brasil (com recursos próprios) de US\$ 250 milhões em atrasados comerciais; e (iv) da abertura de um crédito de Cr\$ 5 bilhões ao Tesouro do Estado de São Paulo – para evitar a sua quebra.

A deterioração das finanças públicas motivou o recurso à emissão de papel-moeda, ampliando ainda mais a expansão dos meios de pagamento¹¹⁰. A inflação medida pelo IGP-DI praticamente dobrou, atingindo os 20,51%, e a taxa de crescimento da economia recuou (4,7%), influenciada pelo fraco desempenho da agricultura (devido à seca) e pelo impacto da redução das importações no setor de serviços (especialmente no comércio).

(VIANNA, 1987) acredita que a mudança do regime de câmbio tenha exercido um papel importante na mudança de patamar da inflação. Sua tese é que a nova política estabeleceu, na prática, uma desvalorização cambial relevante, pressionando os custos de produção e provocando o aumento dos preços.

Apesar da deterioração dos indicadores domésticos, as expectativas para as contas externas tornaram a ficar positivas no início de 1954, fruto da apreciação do café no mercado internacional (indicando o aumento da entrada de recursos estrangeiros) e da perspectiva da renegociação do pagamento de um empréstimo de US\$ 300 milhões com o Eximbank (sinalizando uma redução das saídas de divisas). Diante disso, as atenções

¹⁰⁹ Cujo déficit alcançou Cr\$ 2,86 bilhões.

¹¹⁰ A emissão de papel moeda foi ampliada em 19,66%, contribuindo para uma expansão de 19,12% dos meios de pagamento (1953). As mesmas expansões no ano anterior haviam sido de 11,22% e de 14,87%, respectivamente.

voltaram a concentrar-se na inflação – diagnosticada como resultado do déficit público, das pressões para a expansão do crédito e do aumento da oferta monetária.

Para conter a elevação da oferta de crédito, a Sumoc decidiu ampliar a alíquota dos recolhimentos compulsórios sobre os depósitos à vista¹¹¹ e aumentar as taxas de redesconto da Cared e da Camob¹¹². Entretanto, as medidas foram criticadas em algumas regiões do país por tratarem de forma uniforme os distintos contextos nacionais. Cabe registrar que até a ocasião as ações relacionadas aos recolhimentos compulsórios não faziam distinção entre as diferentes realidades regionais.

(...) tais medidas sempre refletem a ausência do estudo da realidade nacional, e invariavelmente beneficiam os Estados sulinos em prejuízo usurpador dos esforços dos que produzem e trabalham nos Estados do Nordeste e do Norte do país.

In (OLIVEIRA, 1954).

A nova proposta estabilização, entretanto, acabaria por sofrer dois grandes reveses. O primeiro veio dos Estados Unidos, e teve origem em uma exitosa campanha contra a alta dos preços do café. O movimento estimulou a redução do consumo do produto e a sua substituição por alternativas, impactando de forma significativa as vendas do Brasil ao exterior. O segundo foi a decisão do Executivo de elevar em 100% o valor do salário mínimo nacional¹¹³, a despeito das posições contrárias de diversos membros do governo, inclusive do ministro da Fazenda.

Se por um lado o impacto nas exportações ressuscitou o temor de uma nova crise cambial, a mudança de patamar da inflação ampliou a pressão pela expansão do crédito, comprometendo a política perseguida pelo ministro da Fazenda. Segundo (VIANNA, 1987), nos oito meses que antecederam o suicídio de Vargas «os empréstimos do Banco

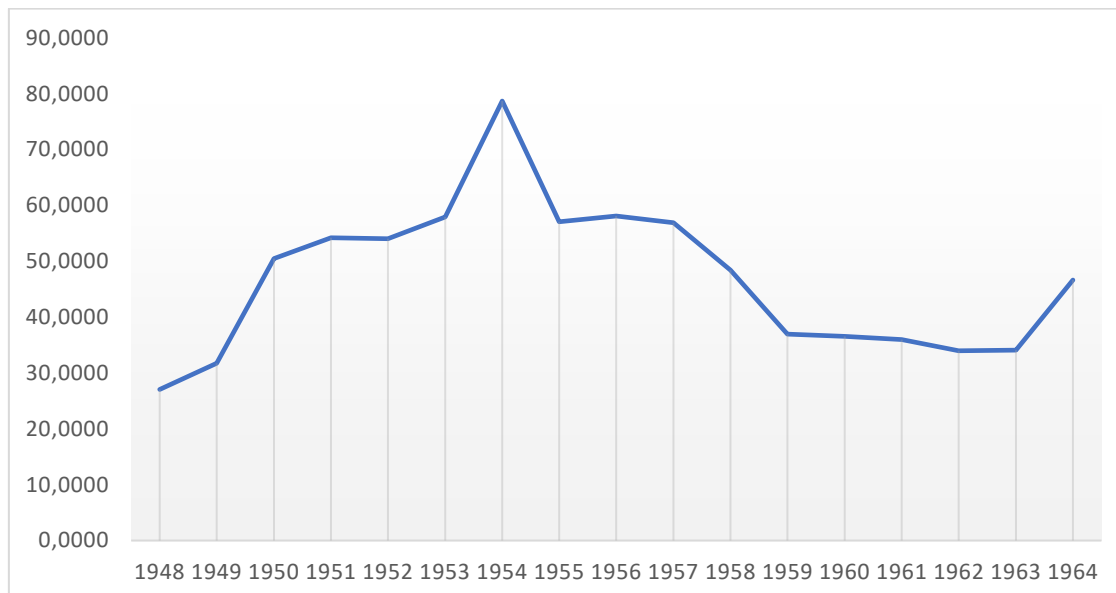
¹¹¹ Instrução da Sumoc nº 91, de 29 de abril de 1954. A alíquota dos recolhimentos compulsórios sobre os depósitos à vista foi ampliada de 4% para 6%, mas a alíquota sobre os depósitos a prazo foi mantida em 3%. Cabe registrar que ambas as alíquotas haviam sido elevadas para os valores vigentes em 11 de março de 1952, por meio da Instrução da Sumoc nº 41.

¹¹² Instrução da Sumoc nº 92, de 29 de abril de 1954. A taxa do redesconto da Cared foi ampliada de 6% a.a. para 8% a.a., já a mesma taxa da Camob foi elevada de 4,5% a.a. para 9% a.a..

¹¹³ Em 1 de maio de 1954.

do Brasil cresceram 33% relativamente a dezembro de 1953, isto é, cresceram 12,9% em termos reais».

Figura 3- Cotação do café em Nova Iorque (em centavos de US\$ por libra-peso)



Fonte: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA).

Entretanto, uma nova crise – dessa vez política – levaria ao trágico desfecho de agosto¹¹⁴ e à posse do vice-presidente, João Fernandes Campos Café Filho.

O governo Vargas sofria a oposição de diversos grupos de interesse, que reuniam, entre outros: a União Democrática Nacional (UDN), um importante partido político; uma parcela das Forças Armadas, cujos principais elementos pertenciam aos grupos «anticomunistas», «inimigos do populismo» ou identificados com a UDN; e uma fração expressiva da imprensa, que tinha como principal expoente o jornalista Carlos Lacerda – dono do jornal Tribuna da Imprensa e de um espaço na Rádio Globo (veículos que utilizava para atacar o Executivo). Entretanto, embora o presidente estivesse em choque com setores conservadores domésticos e com uma parcela de interesses estrangeiros, a oposição não dispunha de um fato emblemático que justificasse sua deposição.

Tal situação mudou em 5 de agosto de 1954, devido a um atentado contra a vida de Lacerda. Naquela madrugada, um pistoleiro¹¹⁵ desferiu diversos tiros contra o jornalista,

¹¹⁴ 24 de agosto de 1954.

¹¹⁵ Alcino do Nascimento.

ferindo-o de leve e levando a óbito seu acompanhante, o Major da Aeronáutica Rubens Vaz.

Com a descoberta de que a emboscada fora idealizada pelo chefe da Guarda Presidencial (e fiel seguidor de Getúlio) Gregório Fortunato, a responsabilidade pelo crime foi atribuída a Vargas, provocando imensa indignação popular. Apesar das investigações da polícia e da Aeronáutica jamais terem comprometido o presidente, o movimento em prol de sua renúncia se fortaleceu. Vargas perdeu o apoio das Forças Armadas e, em 23 de agosto, vinte e sete generais do Exército assinaram um «Manifesto à Nação» exigindo a saída do presidente. Encurralado, Vargas acabou por suicidar-se na manhã do dia seguinte, no Palácio do Catete, deixando ao povo a sua Carta Testamento.

E aos que pensam que me derrotaram respondo com a minha vitória. Era escravo do povo e hoje me liberto para a vida eterna. Mas esse povo de quem fui escravo não mais será escravo de ninguém. Meu sacrifício ficará para sempre em sua alma e meu sangue será o preço do seu resgate. Lutei contra a espoliação do Brasil. Lutei contra a espoliação do povo. Tenho lutado de peito aberto. O ódio, as infâmias, a calúnia não abateram meu ânimo. Eu vos dei a minha vida. Agora vos ofereço a minha morte. Nada receio. Serenamente dou o primeiro passo no caminho da eternidade e saio da vida para entrar na História.

Último parágrafo da Carta Testamento de Getúlio Vargas

De acordo com (VIANNA; VILLELA, 2011), «o gesto trágico do suicídio de Vargas teve profundas repercussões históricas, possibilitando a formação de uma ampla frente antigolpista, que assegurou a manutenção da ordem constitucional e a posse [...] de seu vice-presidente, Café Filho. Mais ainda, essa tomada de posição majoritária em defesa da democracia viabilizou e impulsionou a recomposição da frente de centro-esquerda formada pelo PSD e PTB, que seria responsável, mais adiante, pela eleição de Juscelino Kubitschek à Presidência da República».

2.4. Governo Café Filho

Alçado à Presidência em função da morte de Vargas, Café Filho encontrava-se diante de duas questões econômicas por resolver: (i) a chamada «crise externa», resultado do recuo das receitas com as exportações e do montante de vencimentos previstos para o curto prazo; e (ii) o problema da inflação, cuja taxa acumulada no ano superava os 17,7% em agosto (IGP-DI) e cujos números futuros estariam sujeitos aos efeitos retardados do aumento (de 100%) do salário mínimo em maio.

Buscando superá-las, o presidente nomeou para a Fazenda Eugênio Gudin, economista ortodoxo e detentor de grande prestígio na comunidade financeira internacional. Ao novo ministro caberia encontrar soluções para ambos os desafios, conciliando a adoção de medidas anti-inflacionárias, com a negociação dos pagamentos e a captação de recursos no exterior.

Em seus esforços para obter créditos novos de fontes oficiais, Gudin conseguiu realizar a captação de oitenta¹¹⁶ dos cerca de US\$ 300 milhões necessários para superar a «crise externa», necessitando a recorrer a bancos privados para conseguir outros US\$ 200 milhões¹¹⁷. Segundo (SARETTA, 2003), as dificuldades deveram-se, «em boa medida», ao «crescente desinteresse norte-americano em ajudar o Brasil, já notável desde 1953, com a vitória do Partido Republicano».

Pouco tempo mais tarde, no início de 1955, a Sumoc eliminou os obstáculos à entrada de capitais estrangeiros no país – por meio de autorização à Cacex para emitir licenças de importação de bens de capital sem a respectiva cobertura cambial¹¹⁸. Na prática, a medida permitiu que os investidores estrangeiros pudessem internar equipamentos e bens de produção do exterior sem precisar transferir (para o Brasil) os recursos financeiros equivalentes, dispensando-os de participar dos leilões previstos na Instrução nº 70 e de incorrer em seus respectivos custos.

¹¹⁶ Com o Federal Reserve de Nova Iorque, em outubro de 1954.

¹¹⁷ Em novembro de 1954.

¹¹⁸ Instrução da Sumoc nº 113, de 27 de janeiro de 1955.

A mudança aliviou a demanda por divisas (mercado oficial) e atendeu exigências da indústria, sendo amplamente vantajosa para o investidor. Por um lado, tornou o processo menos burocrático. Por outro, reduziu o custo das operações – nos casos em que a taxa de câmbio livre (aplicada à entrada de capitais) era inferior à da importação do bem (segundo as categorias da Instrução nº 70).

No tocante à inflação, as ações do Ministério concentraram-se na restrição da oferta de crédito – buscando arrefecer o patamar da atividade econômica. A execução deu-se por meio da intervenção da Sumoc que, em outubro, alterou a estrutura de custo das operações de redesconto¹¹⁹ e elevou (para o nível máximo previsto em lei) as alíquotas dos recolhimentos compulsórios¹²⁰.

As medidas não surtiram efeito suficiente sobre os preços ou não tiveram tempo hábil para fazê-lo. Mesmo assim, provocaram uma ampla crise de liquidez¹²¹, elevando o total de falências e concordatas no início de 1955. Cabe registrar que Gudin vira-se obrigado a emitir cerca de Cr\$ 4 bilhões (1954) para pagar despesas sem provisão de receitas e a encampar¹²² outros Cr\$ 11 bilhões (fevereiro de 1955).

Diante do crescente descontentamento com a política vigente, o ministro perdeu força e acabou por pedir demissão em abril (1955), vindo a ser substituído por José Maria Whitaker, banqueiro paulista cujo nome agradava às elites econômicas de São Paulo (especialmente o setor cafeeiro).

¹¹⁹ Instrução da Sumoc nº 106, de 14 de outubro de 1954.

¹²⁰ Instrução da Sumoc nº 108, de 22 de outubro de 1954. As novas alíquotas foram fixadas em 14% para os depósitos à vista e em 7% para os depósitos a prazo fixo superior a 90 dias. As alíquotas vigentes até então, 6% e 3%, respectivamente, haviam sido fixadas pela Instrução nº 91, de 29 de abril de 1954.

¹²¹ De acordo com (BULHÕES, 1989), os bancos recebiam depósitos à vista (passivo de curto prazo) e concediam empréstimos de maturidade elevada, como o financiamento a habitação (ativo de longo prazo), criando um descasamento importante que acabou por favorecer a crise em um conjunto de instituições financeiras.

¹²² Como a Cared podia emitir papel moeda, e dado que os títulos do Tesouro estavam autorizados a ser utilizados nas operações de redesconto, os bancos podiam utilizar tais instrumentos para obter moeda nova na Cared e financiar o Tesouro (expediente muito utilizado pelo Banco do Brasil). «A encampação era uma operação contábil em que os créditos da Cared junto ao Tesouro pela posse de títulos, eram cancelados simultaneamente ao cancelamento dos débitos do Tesouro junto ao Banco do Brasil» (FIGUEIREDO FILHO, 2005).

Cabe mencionar que a mudança promovida nos recolhimentos compulsórios introduzira três inovações no *modus operandi* da exigência. A primeira foi a determinação que os recursos fossem recolhidos à caixa da própria Superintendência, contrariando a prática (de até então) de recolher os mesmos aos cofres do Banco do Brasil (à ordem da Sumoc). A segunda atingiu a forma como a exigência era satisfeita, estabelecendo que o acréscimo dos recolhimentos só seria obrigatório para as instituições que registrassem saldos de depósitos superiores ao máximo apurado (balancetes mensais) até 31 de outubro, e considerando a exigência cumprida caso o estabelecimento recolhesse 50% do acréscimo sobre o mesmo máximo. A terceira foi a instituição de alíquotas diferenciadas em função da localização da sede do banco e/ou da origem dos depósitos, beneficiando as regiões de menor desenvolvimento econômico com uma exigência inferior à adotada no restante do país. Tal mudança vigoraria até a entrada em circulação do Real¹²³, alcançando inicialmente as instituições sediadas em estados do Norte, Nordeste e Centro-Oeste¹²⁴.

Sob a orientação de Whitaker a Sumoc abandonou a política de contenção do crédito, restituindo as alíquotas dos recolhimentos compulsórios e o custo das operações de redesconto aos patamares anteriores à mudança¹²⁵. Adicionalmente, o ministro tentou instituir um mercado de câmbio totalmente livre, unificando as taxas existentes e promovendo uma ampla desvalorização do cruzeiro – iniciativa que foi rejeitada pelo Congresso.

¹²³ O conceito de «área incentivada» para fins de recolhimento compulsório deixou de existir a partir da Circular nº 2.441, de 30 de junho de 1994. A essa altura os incentivos abrangiam os estados do Acre, Alagoas, Amapá, Amazonas, Bahia, Ceará, Espírito Santo, Goiás, Maranhão, Mato Grosso, Mato Grosso do Sul, Pará, Paraíba, Pernambuco, Piauí, Rio Grande do Norte, Rondônia, Roraima, Sergipe, Tocantins e os municípios do Estado de Minas Gerais situados na região considerada como Nordeste, para fins da Lei nº 4.239, de 27 de junho de 1963.

¹²⁴ Estados do Amazonas, Pará, Maranhão, Piauí, Ceará, Rio Grande do Norte, Paraíba, Pernambuco, Alagoas, Sergipe, Goiás e Mato Grosso. Bulhões chamaria atenção para a «profunda diferença do impacto inflacionário no território nacional, devido, principalmente, à política de sustentação do elevado preço do café», pontuando que caso «se adotasse a providência do aumento uniforme do encaixe bancário, tal como o previa a Instrução nº 91 [...], muitos bancos de várias regiões, forçariam uma contração monetária, enquanto que outros bancos noutras regiões, cumpririam a medida ineficiente no que diz respeito ao combate à inflação» (“Gudin enfrenta a inflação” (1954)).

¹²⁵ Instrução da Sumoc nº 116, de 5 de maio de 1955.

Sem lograr êxito na questão do câmbio, Whitaker acabou por renunciar ao cargo seis meses após assumi-lo (outubro), vindo a ser substituído pelo advogado Mário Câmara – que pouco tempo ficaria à frente da Fazenda e não levaria adiante políticas econômicas relevantes.

2.5. Governo Kubitschek

Juscelino empolgava as plateias sem ser bom orador. Carregava no otimismo, com um Brasil repleto de hospitais e de escolas que acabariam com o analfabetismo. Industrializado. Movido pela energia abundante. Todo conectado por estradas. Sem mais secas no Nordeste. Alimentando o mundo. Sem desemprego. Com salários dignos. Aposentadoria justa. O comício exultava: 50 anos em 5.

In (FREITAS, 2018).

Eleito em outubro de 1955, Juscelino Kubitschek teve a posse ameaçada, sendo necessário um «Golpe Preventivo», liderado pelo (então) ministro da Guerra, General Henrique Teixeira Lott¹²⁶, para impedir que as forças antivarguistas inviabilizassem o cumprimento da lei e o respeito às urnas¹²⁷. Garantida a transição, Kubitschek tornou-se o 21º Presidente do Brasil¹²⁸, tendo sua gestão sido marcada por uma ampla política de desenvolvimento denominada «Plano de Metas».

O programa fora elaborado pelo engenheiro Lucas Lopes e pelo economista Roberto Campos, aproveitando os estudos e os diagnósticos da CMBEU e tendo por base os trabalhos do Grupo Misto CEPAL-BNDE (constituído em 1954) – que identificara os principais pontos de estrangulamento da economia brasileira. Compreendia trinta metas, distribuídas em cinco áreas principais (energia, transportes, indústrias de base,

¹²⁶ Curiosamente, o General Henrique Teixeira Lott, posteriormente Marechal (1959), fora um dos militares que assinara o «Manifesto à Nação», de 23 de agosto de 1954.

¹²⁷ Para mais informações ver (FAUSTO, 2006), p. 421-422.

¹²⁸ Em 31 de janeiro de 1956.

educação e alimentação), estando previstos investimentos da ordem de Cr\$ 355,8 bilhões¹²⁹ no quinquênio 1957-1961.

Adicionalmente, Kubitschek fixara uma trigésima primeira meta, cujos gastos não estavam orçados no Plano. Denominada «meta síntese», essa última ganharia amplo destaque ao longo de sua gestão: a construção da nova capital da República – Brasília.

Os recursos teriam origem pública e estrangeira. Os primeiros seriam suportados por fundos especiais ou por verbas consignadas anualmente no orçamento. A intenção era constituir poupança por meio do reajuste de impostos, da criação de novos tributos, e da compressão das despesas correntes. Os segundos teriam origem em empréstimos e em investimento direto. A estimativa era que o total de importações (bens e serviços) viesse a atingir os US\$ 2,32 bilhões, prevendo-se um déficit anual médio na balança comercial de US\$ 93 milhões no quinquênio – levadas em conta as importações requeridas e a capacidade de importar do país.

De acordo com (LESSA, 1983), os investimentos previstos para as duas áreas principais do Plano (energia e transportes) eram complementares à estrutura industrial existente, sendo amplamente apoiadas pelos representantes do setor¹³⁰. Porém, previa-se que o cumprimento das metas referentes à produção de bens de capital viesse a atuar como um foco de pressão sobre as importações – a despeito das claras vantagens no longo prazo. Por isso, e para evitar uma sobrecarga no balanço de pagamentos, o governo adotaria uma política liberal em relação ao ingresso dos capitais estrangeiros.

A viabilidade do Plano apoiar-se-ia em quatro estratégias complementares: (i) o tratamento privilegiado aos ingressos de capital estrangeiro; (ii) o aumento da participação direta do setor público na formação de capital do país¹³¹; (iii) a orientação dos investimentos privados para as áreas consideradas estratégicas, por meio de

¹²⁹ Aproximadamente US\$ 5,3 bilhões, com base na taxa de câmbio livre da moeda dos EUA ao final de janeiro de 1956 (Cr\$ 67,00/US\$). Cabe registrar que as cinco áreas receberiam, respectivamente, 43,4%, 29,6%, 20,4%, 3,4% e 3,2% dos recursos, consideradas as inversões públicas e os investimentos estrangeiros (BNDE, 1958).

¹³⁰ Em função da redução dos custos de produção e das vulnerabilidades da atividade.

¹³¹ Que acabaria por ocorrer por meio de um financiamento inflacionário de grandes déficits extraorçamentários.

estímulos e facilidades no acesso ao crédito; e (iv) a abordagem pragmática da estabilidade dos preços, combinando um grau de tolerância à inflação com a adoção de medidas de contenção da mesma¹³². (LESSA, 1983).

De forma a estimular as inversões estrangeiras, e com base em normas estabelecidas pela administração anterior¹³³ (Instrução nº 113), a Cacex passou a oferecer vantagens às entidades (públicas ou privadas) que importassem equipamentos considerados de «particular interesse ao desenvolvimento da economia nacional». Além de permitir a internação de bens de capital sem a correspondente cobertura cambial, a Carteira foi autorizada a oferecer divisas a uma taxa favorecida tanto para a remessa de rendimentos¹³⁴ como para a amortização de investimentos diretos do exterior.

Os financiamentos (externos) também ficaram sujeitos a tratamento preferencial, cabendo o oferecimento de um câmbio diferenciado para os pagamentos de juros e de amortizações desde que os montantes não ultrapassassem os 8% do principal e que o prazo para a liquidação da dívida fosse superior a cinco anos.

Segundo (ORENSTEIN; SOCHACZEWSKI, 1990), «os montantes de capital ingressados sob a Instrução 113 até dezembro de 1961 somaram US\$ 379,4 milhões para as indústrias e US\$ 131,7 milhões para as indústrias leves», tendo sido «um instrumento poderoso para atrair capitais externos sem exercer pressão sobre a disponibilidade de divisas».

(...) para o empresário realizar inversões em atividades de longa gestação, na ausência de um mercado interno de capitais, esta fórmula (financiamentos externos) era condição mínima à efetivação do investimento.

In (LESSA, 1983), p. 59.

O pragmatismo em relação aos preços não impediu Kubitschek de eleger o combate à inflação como um dos principais objetivos de seu primeiro ano. Confrontado com a estimativa de grandes gastos adicionais da União (entre 20 e 25 bilhões de cruzeiros)¹³⁵,

¹³² O objetivo era preservar a alta dos preços dentro dos limites da viabilidade da execução do Plano.

¹³³ Lei nº 2.145, de 29 de dezembro de 1953 e Instrução as Sumoc nº 113, de 17 de janeiro de 1955.

¹³⁴ Limitada a 10% do capital registrado da empresa.

¹³⁵ O orçamento de 1956 havia sido aprovado antes da posse e previa despesas (União) de Cr\$ 71,5 bilhões em 1956. Entretanto, após Kubitschek assumir a Presidência, o Congresso aprovou reajustes de servidores

o presidente sustentou a necessidade da adoção de uma política de compressão das despesas e defendeu a fixação de tetos para as operações de crédito das carteiras dos estabelecimentos oficiais.

Sua política anti-inflacionária seria definida por Lucas Lopes, (então) presidente do BNDE, como constituída por cinco frentes¹³⁶: (i) redução de gastos orçamentários; (ii) recuperação de receitas, por meio da revisão de tarifas e do aumento da eficiência na arrecadação de tributos; (iii) financiamento do déficit remanescente do Tesouro por meio de mecanismos não inflacionários, como a emissão de Letras do Tesouro; (iv) fixação de tetos para a expansão de operações de empréstimos do Banco do Brasil e demais estabelecimentos oficiais de crédito; e (v) disciplinamento do crédito bancário privado, para evitar o recurso desordenado dos bancos à Carteira de Redescontos (Cared). Segundo Lopes, «a primeira medida a tomar para a criação de condições favoráveis à realização de um plano ousado de desenvolvimento econômico teria que ser um enérgico combate à inflação».

Entretanto, e apesar dos esforços para conter os gastos e da adoção de políticas para aumentar a arrecadação, o resultado fiscal da União foi deficitário em quase Cr\$ 33 bilhões (1956), cerca de 46% do total das despesas programadas¹³⁷, tendo o Tesouro necessitado recorrer à emissão de moeda, entre outros expedientes.

Buscando restringir a expansão do crédito, especialmente a do direcionado ao consumo, a Sumoc tornou a elevar a alíquota dos recolhimentos compulsórios para o patamar máximo previsto em lei¹³⁸. Contudo, e ao contrário do que fizera sob o comando de

(civis e militares) que elevaram esses gastos. O intervalo mencionado foi apresentado pelo presidente em seu discurso de 26/03/1956.

¹³⁶ Ver («Plano de Desenvolvimento Econômico», 1956).

¹³⁷ Números de (IBGE, 1959), p. 442.

¹³⁸ Instrução da Sumoc nº 135, de 19 de julho de 1956. A alíquota da exigência sobre os depósitos à vista foi elevada para 14%, já a correspondente aos depósitos a prazo fixo foi ampliada para 7%. A mudança preservou o tratamento diferenciado das instituições com sede nos estados do Nordeste, Norte e Centro-Oeste previamente mencionados.

Gudin (1954), a Superintendência preservou o depósito da exigência no Banco do Brasil (à sua ordem) e impôs condições menos restritivas para o seu cumprimento¹³⁹.

A iniciativa não foi capaz de alterar a trajetória de inflação em 1956, que alcançou uma taxa acumulada de 24,6% (IGP-DI). Seus resultados viriam somente no ano seguinte, com o recuo do saldo nominal de empréstimos a particulares dos bancos comerciais (excluído o Banco do Brasil)¹⁴⁰.

O desempenho da economia foi modesto no primeiro ano de governo¹⁴¹, mas a balança comercial favoreceu-se tanto da ampliação das receitas com o café como do recuo das importações – registrando um superávit superior a US\$ 400 milhões¹⁴². Por um lado, esperava-se que as exportações viessem a fornecer parte dos recursos a serem empregados no Plano. Por outro, o desempenho do comércio exterior recuaria a partir de 1957. O resultado seria uma maior evidência da necessidade do recurso às fontes externas (públicas e privadas) para a obtenção das divisas necessárias.

Apesar das preocupações com a inflação e com as contas públicas, a política de desenvolvimento passou a prevalecer a partir de 1957, tendo todas as previsões orçamentárias apresentado resultados negativos.

Face à dificuldade de reduzir o “déficit” do setor público abaixo de certos limites e de levantar recursos provenientes de poupanças reais para financiá-lo, teve o Governo que recorrer à expansão do crédito. Cuidou-se, porém, de pôr em prática uma política monetária capaz de drenar para as mãos das autoridades monetárias uma parte dos aumentos dos depósitos, objetivando diminuir a capacidade de expansão secundária do crédito por parte do sistema bancário e, concomitantemente, reduzir a necessidade de expansão primária por parte daquelas autoridades. Tal política foi executada de conformidade com a instrução nº 135, de julho de 1956, da Sumoc.

¹³⁹ A obrigação seria considerada cumprida caso o estabelecimento recolhesse 40% dos acréscimos sobre o saldo máximo de depósitos registrado no primeiro semestre de 1956 (ante os 50% da medida de 1954).

¹⁴⁰ O saldo dos empréstimos dos bancos comerciais a particulares recuou de Cr\$ 2,651 (1956) bilhões para Cr\$ 2,647 bilhões (1957), já o do Banco do Brasil aumentou, de Cr\$ 266 milhões para Cr\$ 528 milhões. Números de (IBGE, 1959), p. 189.

¹⁴¹ A expansão do PIB limitou-se a 2,9% em 1956. No ano anterior havia sido de 8,8%.

¹⁴² Calculado com base nos números das Exportações (FOB) e das Importações (FOB) do IPEA.

In (BNDE, 1958), p. 8.

Os sistemas aduaneiro e cambial foram alterados, por meio da Lei da Reforma da Tarifa das Alfândegas¹⁴³. O modelo de tributação vigente foi substituído por um sistema de alíquotas *ad valorem*, de inclinação protecionista. Já a mudança no câmbio reduziu de cinco para duas («geral» e «especial») as categorias de importação, situando na última o conjunto de bens que estaria sujeito a um controle quantitativo da oferta de divisas¹⁴⁴.

Uma vez organizados os produtos em suas respectivas categorias, caberia exclusivamente ao Conselho de Política Aduaneira (CPA) quaisquer reclassificações. O colegiado seria composto por servidores e por representantes de setores da economia¹⁴⁵, sendo ainda responsável pelo reajustamento das alíquotas, «de forma a assegurar níveis adequados de proteção»¹⁴⁶.

O sistema de leilões de divisas foi mantido, sendo atribuída uma maior oferta de recursos à categoria «geral». Também foram preservadas as categorias para exportação e a diferenciação das bonificações. Entretanto, cabe pontuar, a importação de itens diferenciados¹⁴⁷ e os pagamentos de «empréstimos, créditos ou financiamentos de indubitável interesse para a economia nacional»¹⁴⁸ (juros e amortizações) estavam sujeitos a uma terceira taxa de câmbio, de valor reduzido: o chamado «câmbio de custo».

As mudanças não impediram a retração do resultado da balança comercial em 1957¹⁴⁹ e o aprofundamento do déficit do balanço de pagamentos. Por um lado, as receitas do café recuaram 17,9%. Por outro, as aquisições de bens de capital estrangeiros

¹⁴³ Lei nº 3.244, de 14 de agosto de 1957.

¹⁴⁴ Com a mudança, as antigas taxas diferenciadas foram substituídas por tratamentos fiscais escalonados.

¹⁴⁵ O CPA era composto por servidores públicos de áreas ligadas à execução da política econômica e financeira (6), por membros indicados pela Confederação Nacional do Comércio (2), pela Confederação Nacional da Indústria (2), pela Confederação Rural Brasileira (2) e pelas Confederações Nacionais dos Trabalhadores no Comércio, na Indústria, nos Transportes Marítimos e nos Terrestres (1).

¹⁴⁶ Porém, devendo levar em conta «a necessidade de manutenção de conveniente estímulo à progressiva melhoria da produtividade».

¹⁴⁷ Como o papel de imprensa, os fertilizantes, o trigo, o petróleo e seus derivados, entre outros.

¹⁴⁸ Trecho da alínea c do artigo 1º da Lei 1.807, de 7 de janeiro de 1953.

¹⁴⁹ De US\$ 407 milhões (1956) para US\$ 106 milhões (1957).

contribuíram para um aumento de quase 20% das importações – reflexo do esforço desenvolvimentista.

No tocante à política monetária, a elevação dos recolhimentos compulsórios logrou um relativo êxito até setembro (1957), quando o aumento das despesas da União veio a promover a ampliação dos depósitos nos bancos comerciais¹⁵⁰. De acordo com a edição de janeiro (1958) da revista *Conjuntura Econômica*¹⁵¹, em apenas três meses os empréstimos dos bancos privados «acusaram uma elevação correspondente a cerca de 70% da ocorrida nos oito primeiros meses do ano». Mesmo assim, a inflação registrou um recuo significativo em 1957.

Preocupada em restringir o novo aumento das concessões de crédito, a Sumoc determinou a ampliação das taxas do redesconto¹⁵² em abril (1958). Paralelamente, e com o mesmo objetivo, o Executivo encaminhou ao Congresso um Projeto de Lei¹⁵³ de sua autoria, cujo conteúdo previa a ampliação dos limites do recolhimento compulsório.

A mudança do custo das operações de redesconto entrou em vigor imediatamente, inibindo o recurso à Cared para ampliar a oferta de crédito. Já a aprovação do novo Projeto de Lei não chegou a ocorrer ao longo do governo Kubitschek, vindo a requerer quatro anos para se materializar¹⁵⁴.

¹⁵⁰ De acordo com («Moeda e Crédito - Agrava-se a pressão inflacionária a partir de setembro», 1958), apesar do esforço da Sumoc para conter o crédito (e a inflação), as concessões das próprias autoridades monetárias passara a se expandir, fruto (principalmente) dos encargos do Tesouro Nacional (cujos recursos necessários não estavam disponíveis nas receitas) e dos gastos elevados na compra de produtos agrícolas, principalmente o café. A expansão das concessões das autoridades monetárias acabou por provocar a ampliação dos depósitos nos bancos comerciais, favorecendo a elevação dos empréstimos desses últimos (a despeito da Instrução nº 135). Cabe acrescentar que o país atravessara uma crise de superprodução de café e que a compra do produto para os estoques do governo fazia parte da política de defesa do seu valor no mercado internacional.

¹⁵¹ Ver («Eleva-se extraordinariamente o crédito bancário», 1958).

¹⁵² Instrução da Sumoc nº 153, de 9 de abril de 1958. A medida fixou as seguintes taxas de redesconto: (i) 4% para os contratos de penhor agrícola e pecuário da CREAL; (ii) 8% para duplicatas, “warrants” ou promissórias e letras de câmbio com vinculação de “warrants”, contratos de penhor, conhecimentos de transporte, recibos e conhecimentos de depósito, contratos de adiantamentos de câmbio (cacau e fumo) e certificados de compra de cacau pela Cacex; e (iii) 10% para promissórias e letras de câmbio em geral.

¹⁵³ Projeto de Lei nº 3.893/58.

¹⁵⁴ O projeto original previa a fixação dos seguintes limites para os recolhimentos compulsórios: (i) depósitos à vista e de aviso prévio inferior a 90 dias – de 6% a 24%; e (ii) demais depósitos – de 3% a 12%. O projeto aprovado, transformado na Lei nº 4.059, de 8 de maio de 1962, estabeleceu que a Sumoc poderia elevar patamar dos recolhimentos compulsórios até o dobro do previsto originalmente no

De todo modo, a inflação tornou a acelerar, superando os 24% ao final de 1958 (IGP-DI) e, em sua «Exposição Sobre o Programa de Reaparelhamento Econômico», referente ao ano de 1958, o BNDE apontaria os investimentos realizados pelo governo e por empresas privadas, em montantes «superiores às disponibilidades de poupança e a entrada líquida de recursos do exterior» (BNDE, 1959), como o principal fator por trás da disparada dos preços.

Kubitschek defendia a tese do «desenvolvimento para sufocar a inflação». Acreditava ser natural que a transformação de um país subdesenvolvido, que partia «da estaca zero para atingir a estaca cem», implicasse em um esforço considerável, e que, por vezes, resultasse em uma alta dos preços. Sustentava, também, que os frutos desse desenvolvimento concorreriam para sufocar a inflação no futuro.

Entretanto, o financiamento inflacionário do Programa de Metas começara a criar óbices à captação externa e isso levaria o governo a reagir, via o encaminhamento ao Congresso de um Plano de Estabilização Monetária (PEM), em outubro de 1958.

Segundo (VILLELA, 2011), a origem do novo Plano remontava à tentativa do Brasil de obter um empréstimo no Eximbank, no início de 1958. Por um lado, a instituição norte-americana condicionara a operação a um aval do Fundo Monetário Internacional (FMI). Por outro, o FMI exigira a adoção de medidas para reduzir a inflação e o déficit no balanço de pagamentos, que incluíam «a contenção do gasto público e do crédito, moderação nos reajustes salariais, reforma do sistema de taxas de câmbio múltiplas ainda em vigor e o fim do plano de compras de café pelo governo».

Preocupado com a manutenção do fluxo de capitais, Kubitschek decidiu substituir o ministro da Fazenda, José Maria Alkmin, pelo então presidente do BNDE, Lucas Lopes¹⁵⁵ (julho). Três meses mais tarde, o novo ministro apresentaria o PEM, elaborado em conjunto com Roberto Campos.

Decreto-Lei 7.293, de 2 de fevereiro de 1945, ou seja, até 28% sobre o valor dos depósitos à vista e até 14% sobre os depósitos a prazo ou mediante aviso prévio superior a 90 dias.

¹⁵⁵ Substituído por Roberto Campos, no BNDE.

O PEM desenvolver-se-ia em duas fases. A primeira, denominada «Transição e Reajustamento», deveria durar até o fim de 1959 e tinha por objetivo «reduzir drasticamente o ritmo de incremento dos preços». A segunda, denominada «Estabilização» e cujo início estava previsto para 1960, tinha por intuito limitar a expansão dos meios de pagamentos ao ritmo de crescimento do volume físico da produção, com vista a «assegurar um grau razoável de estabilidade de preços internos, assim como o reequilíbrio do balanço de pagamentos»¹⁵⁶.

Na área da política monetária o PEM previa a fixação de tetos ou limites máximos quantitativos para a expansão monetária, a limitação de operações de redesconto, a regularização da Caixa de Mobilização Bancária e a proposição, ao Congresso, de lei que permitisse, de acordo com eventuais necessidades, que o governo federal elevasse os depósitos obrigatórios dos bancos comerciais à ordem da SUMOC. No que se refere ao desequilíbrio financeiro do setor público, propunha a elevação da arrecadação tributária através do aumento do imposto de renda, do consumo e do selo e a colocação de Letras do Tesouro junto a bancos e outras instituições financeiras como forma de evitar a emissão monetária para fazer frente aos gastos públicos e ao déficit total do caixa do governo. Para a questão dos salários do funcionalismo, o PEM estabelecia que os reajustes ficassem sujeitos à rentabilidade das empresas e autarquias públicas, e quanto aos reajustamentos dos salários mínimos, que não excedessem ao necessário para recompor o poder de compra do nível fixado em 1956. Finalmente, no que diz respeito ao desequilíbrio externo, o Plano previa que a contração nos setores monetário e fiscal reduziria a expansão da importação de bens e serviços, além de propor a limitação da concessão de novas autorizações de importação de modo a não pressionar o saldo da dívida brasileira.

In (SARETTA, 2008), p. 4-5.

Segundo (ORENSTEIN; SOCHACZEWSKI, 1990), o Programa pretendia servir de «argumento para a aceitação das políticas econômicas brasileiras pelo FMI, sem comprometer o Plano de Metas». Afinal, Kubitschek dependia de um acordo com o

¹⁵⁶ Trechos do resumo do PEM, distribuído pelo Gabinete do Ministro da Fazenda e publicado na edição de 24 de outubro de 1958 do Jornal do Brasil («Plano de estabilização monetária: duas etapas», 1958).

Fundo «para concluir negociações já iniciadas com a comunidade financeira internacional».

Entretanto, sua execução¹⁵⁷ esbarraria em uma série de dificuldades políticas. Por um lado, a proposta contrariava interesses de grupos econômicos, como os cafeicultores e os industriais. Por outro, era alvo de críticas de aliados políticos, como parte da esquerda e do PTB. Finalmente, a estratégia gradualista do Programa se contrapunha ao tratamento de choque exigido pelo Fundo, dificultando o entendimento entre as partes.

Kubitschek acabou por romper com o FMI¹⁵⁸, em junho de 1959, e a decisão fechou os canais de crédito condicionados ao aval do Fundo. Isso obrigou o governo a buscar meios alternativos de financiamento, provocando, entre outros resultados, a deterioração do perfil do endividamento brasileiro (que gradualmente passou a apresentar uma grande concentração de vencimentos no curto prazo).

Quase simultaneamente, Lucas Lopes deixou a Fazenda, em função de um infarto. Para o seu lugar Kubitschek nomeou o (então) presidente do Banco do Brasil, Sebastião Paes de Almeida, que, como registra (BIELSCHOWSKY, 2000), vinha «contrariando, no Banco, as determinações de contenção creditícia de Lopes». O novo titular da Fazenda permaneceria no cargo até o final do governo, «endossando a política desenvolvimentista de Kubitschek».

O primeiro surto de industrialização brasileiro não foi baseado em dívida, foi baseado na atração de capitais de risco. O problema cambial veio depois. Por quê? Porque Juscelino não quis fazer a reforma cambial. Não tendo querido fazer a reforma cambial as exportações murcharam e a propensão a importar era grande. Ele tinha que fazer uma desvalorização cambial, mas isso era 1959 e ele estava pensando na eleição. Reforma cambial aumenta o preço de trigo, de papel, de combustível, era impopular. Então ele

¹⁵⁷ Iniciada em janeiro de 1959.

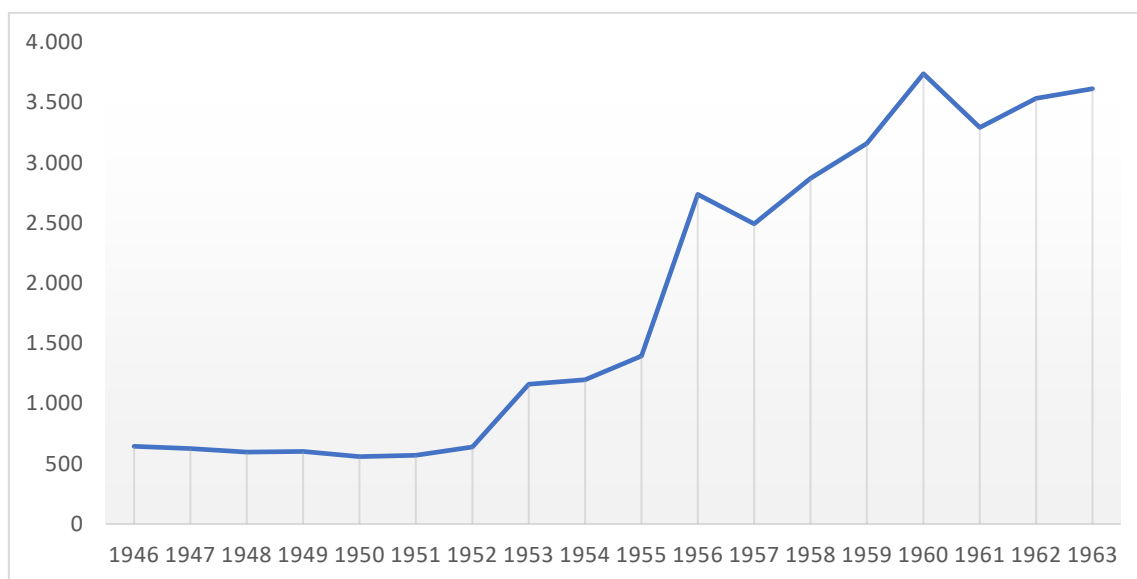
¹⁵⁸ A decisão foi apresentada pela edição de 10 de junho de 1959 do Jornal do Brasil como composta pelos seguintes pontos: (i) os entendimentos com o FMI deixariam de ser feitos pela área de estudos técnico-financeiros, para serem tratados diretamente de governo para governo, do Brasil com os EUA; (ii) o governo brasileiro não enviaria mais aos EUA qualquer missão ou emissário especial para tratar do empréstimo; (iii) o governo não cederia, fossem quais fossem as consequências, às imposições do FMI para a concessão de um empréstimo.

preferiu não fazer a reforma cambial e brigar com o Fundo Monetário, o que lançou o Brasil rapidamente na bancarrota.

In (CAMPOS, 1991), 54m47.

Ao final do mandato de Kubitschek a dívida externa mais que duplicara, a taxa de câmbio livre aproximara-se do triplo da de dezembro de 1955 e a inflação superara os 30% ao ano, problemas com os quais os sucessores do presidente teriam que lidar¹⁵⁹. Ainda assim, o Plano de Metas entregara crescimento acelerado¹⁶⁰ e, mais importante, transformara a economia, ampliando sua infraestrutura (energia e transportes) e sua capacidade de produção – com destaque para as indústrias pesada e de bens de consumo. Cabe acrescentar que a chamada «meta síntese» fora cumprida e a nova capital seria inaugurada em 21 de abril de 1960 – coroando a política de interiorização do desenvolvimento e fazendo cumprir o caput do artigo 3º da Constituição de 1891¹⁶¹.

Figura 4- Endividamento externo total (US\$ milhões)



Fonte: Banco Central do Brasil

¹⁵⁹ A dívida externa aumentara de US\$ 1,39 bilhão (1955) para US\$ 3,46 bilhões (1960), a taxa do dólar livre saltara de Cr\$ 66,50 para Cr\$ 195,00, entre o fim de 1955 e o fim de 1960, e a inflação anual medida pelo IGP-DI alcançara 39,4% e 30,5% em 1959 e 1960, respectivamente.

¹⁶⁰ O crescimento do PIB no quadriênio 1957-1960 foi superior a 43%.

¹⁶¹ «Fica pertencendo à União, no planalto central da República, uma zona de 14.400 quilômetros quadrados, que será oportunamente demarcada para nela estabelecer-se a futura Capital federal.»

2.6. Governo Quadros

Com o combate à corrupção como mote e a ter por símbolo uma vassoura – que varreria a «bandalheira» do país –, o ex-prefeito e ex-governador de São Paulo, Jânio Quadros venceu as eleições presidenciais de 1960, tomando posse em 31 de janeiro de 1961 como 22º Presidente da República do Brasil. Juntamente com ele, porém eleito por outra coligação de partidos, o ex-ministro do Trabalho de Vargas e vice-presidente de Kubitschek, João Goulart (Jango), reassumiu a vice-presidência, decretando o triunfo da chapa informal denominada «Jan-Jan».

Em seu discurso de posse, Quadros enfatizou a dificuldade da situação financeira encontrada, pontuando, entre outras questões: (i) a dimensão do crescimento da dívida externa nos anos anteriores; (ii) o volume de vencimentos por honrar no curto prazo; (iii) os resultados do balanço de pagamentos; (iv) a questão dos déficits orçamentários; (v) o crescimento da emissão de moeda; e (vi) a magnitude da inflação.

Preocupado com a situação da alta dos preços e necessitando obter recursos externos, o governo decidiu atuar em duas frentes. Nos âmbitos fiscal e monetário, adotou uma política de estabilização baseada na contenção dos gastos públicos e no controle da expansão da moeda. No tocante à política cambial, substituiu o modelo de taxas múltiplas (instituído pela Instrução nº 70) por um regime de taxa única, acompanhado de grande desvalorização da moeda nacional¹⁶².

As importações de mercadorias da categoria «geral» ficaram sujeitas à cotação praticada no mercado de taxa livre, sendo preservados o controle quantitativo e os leilões de divisas no caso das importações da categoria «especial». Já a taxa do «câmbio de custo» foi elevada para Cr\$ 200,00/US\$. As mudanças não impactaram as operações com moedas inconvertíveis, que continuaram a ser realizadas às taxas fixadas pela Carteira de Câmbio do Banco do Brasil.

Apesar do fim dos leilões de moeda para a categoria «geral», a mudança determinou que o importador recolhesse ao Banco do Brasil, em um prazo de até cinco dias da data

¹⁶² Instrução da Sumoc nº 204, de 13 de março de 1961.

do fechamento da operação, o montante em cruzeiros correspondente ao contrato de câmbio pactuado com a instituição financeira (Banco do Brasil ou outra autorizada). Em contrapartida, o importador receberia Letras de emissão do Banco do Brasil, denominadas «Letras de Importação»¹⁶³, inovação que mais à frente exigiria providências da Sumoc.

A reforma cambial abriu caminho para um entendimento com o FMI, o que, segundo (LAGO, 1982), era o principal objetivo da mudança. A adoção de medidas preconizadas pelo Fundo era tida como necessária para pleitear novos empréstimos, renegociar a dívida externa e reequilibrar o balanço de pagamentos.

Concluída a reforma, Quadros enviou duas missões ao exterior, uma aos EUA e outra à Europa, cujos objetivos eram estabelecer novos termos para o pagamento das dívidas existentes e obter créditos novos. O sucesso de ambas viabilizou o fechamento de acordos com os credores internacionais¹⁶⁴, provocando um reescalonamento parcial dos pagamentos (o que oferecia algum alívio no período entre 1961 e 1965) e dando origem a novas linhas de crédito¹⁶⁵.

Devido à escassez de numerário para o financiamento da safra (e de empresas do comércio e da indústria), a Sumoc reduziu em junho (em caráter temporário) os percentuais do recolhimento compulsório¹⁶⁶. De curta duração, a medida previa a restauração dos percentuais (então) vigentes¹⁶⁷ a partir de agosto, facultando aos bancos o cumprimento dos novos limites por meio do recolhimento de 60% do valor do aumento verificado no total de seus depósitos em relação aos saldos de 31 de julho.

A escassez de numerário fora provocada, ao menos parcialmente, pelas operações com as Letras de Importação. Por um lado, o instrumento obrigava o importador a despendar, em um primeiro momento, um valor correspondente ao dobro da operação,

¹⁶³ Títulos com prazo de 150 dias e rendimento de juros à taxa de 6% a.a..

¹⁶⁴ A missão enviada aos EUA em maio e a missão enviada à Europa em junho de 1961.

¹⁶⁵ No total, foram reescaloados US\$ 419 milhões com os EUA, US\$ 140 milhões com o FMI e US\$ 194 milhões com os países europeus. Os novos créditos foram de US\$ 338 milhões, US\$ 160 milhões e US\$ 150 milhões, com os EUA, o FMI e países europeus, respectivamente.

¹⁶⁶ Instrução da Sumoc nº 207, de 8 de junho de 1961. Os novos percentuais foram fixados em 12% para os depósitos à vista, e em 6% para os depósitos a prazo superior a 90 dias.

¹⁶⁷ 14% para os depósitos à vista e 7% para os depósitos a prazo superior a 90 dias.

levando-o muitas vezes a recorrer a empréstimos bancários. Por outro, a livre negociação dos instrumentos dera origem ao comércio e à especulação com os títulos – também drenando recursos do sistema financeiro.

Como resultado, a Sumoc acabou por intervir novamente julho¹⁶⁸, dispensando diversos tipos de importação da aquisição das Letras, ampliando a redução temporária dos recolhimentos compulsórios sobre os depósitos à vista e a prazo¹⁶⁹, e facultando aos bancos que não conseguissem cumprir o retorno às exigências originais até outubro, a possibilidade de fazê-lo por meio do recolhimento de 70% do valor do aumento verificado no total de seus depósitos em relação aos saldos de 31 de julho.

Jânio Quadros acabaria por renunciar à Presidência em 25 de agosto, em um episódio que ficou sem uma explicação convincente por trinta anos – e que foi esclarecido poucos meses antes de sua morte, em 1992¹⁷⁰. O desfecho da crise iniciada com a sua renúncia ocorreria somente em 1964, com um golpe de Estado e a suspensão da democracia no Brasil.

No entanto, após meses de aplicação de medidas impopulares trazidas pelo programa de estabilização e pela Instrução 204, (tais como congelamento de salários, restrição de crédito e cortes de subsídios para importações de bens de consumo essenciais),

¹⁶⁸ Instrução da Sumoc nº 208, de 27 de julho de 1961.

¹⁶⁹ Para 10% e 5%, respectivamente.

¹⁷⁰ Confissão feita por Jânio Quadros ao neto, em 1991: «Quando assumi a Presidência, eu não sabia da verdadeira situação político-econômica do país. A minha renúncia era para ter sido uma articulação: nunca imaginei que ela seria de fato aceita e executada. Renunciei à minha candidatura à Presidência, em 1960. A renúncia não foi aceita. Voltei com mais fôlego e força. Meu ato de 25 de agosto de 1961 foi uma estratégia política que não deu certo, uma tentativa de governabilidade. Também foi o maior fracasso político da história republicana do país, o maior erro que cometi (...). Tudo foi muito bem planejado e organizado. Eu mandei João Goulart em missão oficial à China, no lugar mais longe possível. Assim, ele não estaria no Brasil para assumir ou fazer articulações políticas. Escrevi a carta da renúncia no dia 19 de agosto e entreguei ao ministro da Justiça, Oscar Pedrosa Horta, no dia 22. Eu acreditava que não haveria ninguém para assumir a Presidência. Pensei que os militares, os governadores e, principalmente, o povo, nunca aceitariam a minha renúncia e exigiriam que eu ficasse no poder. Jango era, na época, semelhante a Lula: completamente inaceitável para a elite. Achei que era impossível que ele assumisse, porque todos iriam implorar para que eu ficasse (...). Renunciei no Dia do Soldado porque quis sensibilizar os militares e conseguir o apoio das Forças Armadas. Era para ter criado um certo clima político. Imaginei que, em primeiro lugar, o povo iria às ruas, seguido pelos militares. Os dois me chamariam de volta. Fiquei com a faixa presidencial até o dia 26. Achei que voltaria de Santos para Brasília na glória. Ao renunciar, pedi um voto de confiança à minha permanência no poder. Isso é feito frequentemente pelos primeiros-ministros na Inglaterra. Fui reprovado. O país pagou um preço muito alto. Deu tudo errado».

Mariani¹⁷¹ e sua equipe começam a ter dificuldade em defendê-las frente ao presidente, que sente agora, pressionado por outros setores, o custo político de uma estratégia anti-inflacionária que duplica, entre outros efeitos, o preço do pão e da gasolina.

In (LAGO, 1982), p. 171.

Tanto (ABREU, 1990) como (VILLELA, 2011) pontuam não ser possível avaliar os resultados da política de Quadros, dada a brevidade de sua administração. (LAGO, 1982), contudo, registra que o presidente já sentia as pressões políticas de sua estratégia e, no último mês de sua administração, mostrava-se «mais inclinado a reorientar sua política para uma estratégia “desenvolvimentista/estabilizadora”, que aliviaria o peso político de seu programa anti-inflacionário».

2.7. Parlamentarismo no Brasil

Uma vez aceita a renúncia de Quadros, o vice-presidente deveria assumir em seu lugar (tal como previsto na Constituição). Entretanto, a resistência das Forças Armadas (e de parte da sociedade civil) a Jango era grande e os três ministros militares¹⁷² de Quadros chegaram a constituir uma junta e a manifestar a “inconveniência” da posse.

Com João Goulart fora do país, em viagem oficial à China, quem acabou por assumir o Executivo foi o presidente da Câmara dos Deputados, Ranieri Mazzili.

Diante do golpe em curso, o governador do Rio Grande do Sul, Leonel Brizola, apoiado por oficiais do Exército alocados em seu Estado, deu início a um movimento, que ficaria conhecido como «Campanha da Legalidade», em defesa da manutenção da ordem jurídica e da posse de Jango. Por meio de transmissões de rádio realizadas a partir do Palácio Piratini¹⁷³, o governador passou a conscientizar e a mobilizar a população do país.

¹⁷¹ Clemente Mariani, ministro da Fazenda do governo Quadros.

¹⁷² Odílio Denys, ministro da Guerra, Sílvio Heck, ministro da Marinha, e Gabriel Grun Moss, ministro da Aeronáutica.

¹⁷³ Sede do governo do Rio Grande do Sul.

Em represália à iniciativa de Brizola, o comandante do III Exército¹⁷⁴ chegou a receber ordens para atacar o governador, mas optou pela adesão ao movimento legalista. Outra tentativa de pôr fim à Campanha previa o bombardeio aéreo do Palácio Piratini, mas acabou por ser sabotada por membros das próprias Forças Armadas.

A escalada das tensões levou o Congresso a buscar uma solução conciliatória que respeitasse a Constituição, mas enfraquecesse os poderes de Jango. Assim, em 2 de setembro de 1961, o Legislativo aprovou a Emenda Constitucional nº 4, mudando o regime de governo de presidencialista para parlamentarista, e prevendo a realização de um plebiscito (a ser realizado nove meses antes do termo do período presidencial vigente) para decidir entre a manutenção do sistema parlamentar e o retorno do sistema presidencial.

Inicialmente impedido de retornar ao Brasil, Jango acabou por tomar posse como presidente em 7 de setembro de 1961, mas o país passara a ser governado por um primeiro-ministro, Tancredo Neves.

2.8. Primeiros-Ministros Tancredo Neves, Brochado da Rocha e Hermes Lima

De setembro de 1961 a janeiro de 1963 a República viveu o seu mais longo período de indefinição política desde o início da década de 1890, com consequências paralisantes do ponto de vista da tomada de decisões no terreno econômico.

In (ABREU, 1990), p. 200.

Tancredo Neves não promoveu maiores mudanças na política econômica do governo Quadros. Seu ministro da Fazenda, Moreira Salles, chefiara a missão que negociara o reescalonamento dos pagamentos da dívida e a concessão de novos créditos nos EUA, e procurava assegurar a credibilidade econômica do país aos credores externos.

¹⁷⁴ General Machado Lopes.

Em setembro, o primeiro-ministro apresentou ao Congresso um programa de governo que incluía o enfrentamento do problema dos déficits orçamentários. Sua proposta era ampliar as receitas, com base em melhorias nos processos de arrecadação; reduzir as despesas, por meio da redução do custeio e do investimento público; e reduzir os déficits das empresas estatais. A proposta ainda previa a manutenção, como «ação de emergência», do conteúdo de um decreto do governo Quadros¹⁷⁵, que estabeleceria regras de contenção das despesas por parte dos Ministérios e órgãos subordinados à Presidência da República.

As intenções orçamentárias do governo não impediriam a União de registrar um déficit recorde em 1961¹⁷⁶, mas o destaque coube à inflação, cuja variação anual alcançou os 47,8% (IGP-DI). Segundo a edição de fevereiro (1962) da revista *Conjuntura Econômica*¹⁷⁷, a expressiva ampliação do volume de papel-moeda em circulação, a ampliação dos empréstimos ao setor privado e a expansão dos depósitos à vista haviam sido as causas da elevação dos preços, sendo todas frutos do déficit de caixa do governo e da insegurança política desencadeada pela renúncia de Quadros. Esses últimos, «juntamente com a política de crédito do Banco do Brasil», haviam levado «a que a expansão das transações daquele estabelecimento de crédito atingisse 360 bilhões de cruzeiros, ou seja, mais do dobro da ocorrida em 1960».

Moreira Salles elaborara um plano focado na contenção das despesas públicas, cuja intenção era diminuir o déficit orçamentário de 1962¹⁷⁸. Além disso, ele trabalharia para aprovar, no Congresso, as mudanças nas regras do recolhimento compulsório (Projeto de Lei enviado pelo governo Kubitschek, em 1958), de forma a autorizar a Sumoc a impor exigências superiores às previstas na legislação vigente.

¹⁷⁵ Decreto nº 50.761, de 9 de julho de 1961.

¹⁷⁶ O déficit orçamentário da União foi de Cr\$ 102,46 bilhões.

¹⁷⁷ Ver («Finanças Internas - Extremamente Desequilibradas», 1962), p. 15-16.

¹⁷⁸ Inicialmente estimado em Cr\$ 170 bilhões, mas cujo valor poderia alcançar os Cr\$ 250 bilhões em função do aumento do funcionalismo público.

A aprovação da nova lei¹⁷⁹ acabou por duplicar os limites máximos da exigência incidente sobre os depósitos e, poucos dias mais tarde, a Superintendência determinou uma nova elevação dos recolhimentos compulsórios¹⁸⁰.

Tancredo Neves renunciou em junho, devido à aproximação do prazo de desincompatibilização para as eleições de outubro de 1962 (governadores, senadores e deputados federais), e, com a sua saída, o preenchimento do cargo acabou por sofrer uma série de contratempos.

Inicialmente, João Goulart indicou o deputado, e então ministro das Relações Exteriores, San Tiago Dantas, para a sucessão de Neves, mas seu nome foi recusado pelo Congresso (junho). Em seguida (julho), a casa legislativa aprovou o nome do senador Auro de Moura Andrade, mas o político renunciou ao cargo no dia seguinte, alegando ser incapaz de cumprir alguns compromissos assumidos com o presidente¹⁸¹. Finalmente, o novo indicado pelo presidente, Francisco de Paula Brochado da Rocha, acabaria por ser aprovado, assumindo o cargo em julho.

O novo primeiro-ministro estabeleceu como metas a realização do plebiscito sobre o regime de governo (presidencialismo ou parlamentarismo), as Reformas de Base¹⁸² e o chamado «Plano de Emergência», cujo objetivo era debelar uma crise de abastecimento

¹⁷⁹ Lei 4.059, de 8 de maio de 1962.

¹⁸⁰ Instrução da Sumoc nº 225, de 18 de maio de 1962. A medida elevou as alíquotas dos recolhimentos compulsórios sobre os depósitos à vista e a prazo para 22% e 14%, respectivamente. Cabe registrar que os percentuais anteriores foram mantidos para os bancos que operassem exclusivamente nos territórios federais e nos seguintes estados: Amazonas, Pará, Maranhão, Piauí, Ceará, Rio Grande do Norte, Paraíba, Pernambuco, Alagoas, Sergipe, Bahia, Espírito Santo, Goiás e Mato Grosso.

¹⁸¹ A indicação presidencial havia se dado com base em um compromisso formal e taxativo que incluía, entre outros, a participação do Presidente da República na composição do novo Ministério. Após a indicação e a aprovação na Câmara, Aldo de Moura Andrade informou a João Goulart que teria dificuldades em manter dois dos itens do compromisso firmado, sendo o mais relevante a questão da composição do Ministério. Moura Andrade também não defendera como desejava Jango uma pauta que lhe era particularmente cara, a do plebiscito sobre o regime de governo.

¹⁸² «Sob essa ampla denominação de “reformas de base” estava reunido um conjunto de iniciativas: as reformas bancária, fiscal, urbana, administrativa, agrária e universitária. Sustentava-se ainda a necessidade de estender o direito de voto aos analfabetos e às patentes subalternas das forças armadas, como marinheiros e os sargentos, e defendia-se medidas nacionalistas prevendo uma intervenção mais ampla do Estado na vida econômica e um maior controle dos investimentos estrangeiros no país, mediante a regulamentação das remessas de lucros para o exterior» (FERREIRA, [s.d.]). As reformas constituíam uma das bandeiras do Partido Trabalhista Brasileiro (PTB), o partido de João Goulart, e haviam ganhado força com a sua chegada ao poder.

de gêneros alimentícios. Acreditava na urgência da consulta à população como forma de cancelar, ou não, a mudança realizada em setembro de 1961. Entretanto, em função da resistência do Congresso em agendar a consulta popular, acabou por renunciar ao cargo pouco tempo após assumi-lo, na madrugada de 14 de setembro.

Horas após a renúncia, lideranças sindicais que formavam o Comando Geral de Trabalhadores (CGT)¹⁸³, com o apoio de militares nacionalistas e com o controle de cerca de 1900 sindicatos, deflagraram uma greve geral no país. O CGT comprometera-se a defender a volta do presidencialismo e reivindicava a antecipação do plebiscito para a data fixada para as eleições¹⁸⁴. Como contrapartida, esperava que Goulart apoiasse algumas de suas reivindicações, entre elas a extensão do direito ao voto a todos os adultos (inclusive analfabetos e soldados), o aumento de 100% do salário mínimo e as Reformas de Base.

A pressão do movimento acabou por conseguir a aprovação pelo Congresso (na madrugada seguinte) da Emenda Benedito Valadares, fixando o plebiscito para 6 de janeiro de 1963.

Com a renúncia de Brochado da Rocha, o ex-ministro do Trabalho, Hermes Lima, foi indicado e aprovado para o cargo de primeiro-ministro (16 de setembro). Adicionalmente, o presidente João Goulart convidou o economista Celso Furtado para assumir um ministério sem pasta (tornando-se ministro extraordinário), cujo objetivo era elaborar um plano de desenvolvimento nacional.

O novo projeto abrangeria um período de três anos e buscava, entre outros objetivos: assegurar um crescimento elevado da economia; reduzir progressivamente a pressão inflacionária; e melhorar a distribuição dos frutos do desenvolvimento pela população. Denominado «Plano Trienal», o programa acabaria por ser apresentado ao país ao final de 1962, passando a nortear a política econômica no ano seguinte.

¹⁸³ Mais informações sobre o CGT em (KORNIS, [s.d.]).

¹⁸⁴ Estavam previstas eleições gerais para 7 de outubro de 1962.

Com o plebiscito a dar ampla vitória ao regime presidencialista¹⁸⁵, no início de 1963, uma nova Emenda Constitucional¹⁸⁶ foi publicada, revogando a anterior. Com ela, João Goulart voltou a dispor de todos os poderes que lhe haviam sido retirados após a renúncia de Jânio, dando início a uma nova fase de sua presidência.

Cabe mencionar que o Brasil começara a afastar-se de posições defendidas pelos EUA ainda no governo Quadros, e que o processo acelerara-se no interregno parlamentarista (sob a presidência Goulart). Entre os passos dados nesse sentido merecem destaque: (i) o apoio fornecido ao governo Rio Grande do Sul na estatização da Companhia Telefônica Nacional (CTN), subsidiária da *International Telephone and Telegraph (ITT)* dos EUA, em fevereiro; (ii) a cassação da concessão de lavra de minério de ferro da companhia norte-americana *Hanna Corporation*, em setembro; e (iii) a aprovação da Lei de Remessa de Lucros¹⁸⁷, também em setembro, que passou a regular aspectos relevantes relativos aos fluxos de capitais entre o Brasil e o estrangeiro.

O texto da nova lei desautorizava a incorporação dos reinvestimentos à base de cálculo aplicável às remessas (limitadas a 10% desse valor). Além disso, conferira à autoridade monetária a possibilidade de exercer um controle rígido sobre os fluxos de capitais, caso ocorressem (ou houvesse a expectativa de ocorrência de) desequilíbrios severos no balanço de pagamentos.

2.9. Governo Goulart (presidencialismo)

Findo o governo Kubitschek, e em grande parte devido às suas políticas, a inflação e o desequilíbrio do balanço de pagamentos haviam se tornado dois dos principais problemas econômicos a serem enfrentados. Além disso, o país passara por um período de grande turbulência política após a posse de Quadros, e os indicadores de 1962 expunham a deterioração tanto das contas internas como das externas. Em meio a esse contexto, o Plano Trienal propôs-se a conquistar a credibilidade dos credores e a

¹⁸⁵ A manutenção do regime parlamentarista recusada por 9.457.448 votos, contra 2.073.582 a favor.

¹⁸⁶ Emenda Constitucional nº 6, de 23 de janeiro de 1963.

¹⁸⁷ Lei nº 4.131, de 3 de setembro de 1962.

viabilizar a renegociação da dívida por meio do controle da inflação e da manutenção de uma taxa elevada de crescimento econômico.

O diagnóstico de Furtado era que a causa principal da aceleração inflacionária residia no excesso de demanda promovido pelos gastos públicos. Dessa forma, e em linha com o receituário ortodoxo de programas anteriores, seu Plano propunha uma estratégia que combinava redução dos déficits públicos, correção dos preços defasados e controle da expansão do crédito privado.

No tocante ao crescimento e ao desenvolvimento econômico, o programa previa grandes investimentos ao longo do triênio e a promoção de expansões de 18% da produção agricultura e de 37% da produção industrial. Sua proposta principal era fortalecer o processo de substituição das importações, sendo fixada a meta de que, ao final do período, a indústria deveria assegurar uma produção superior a 70% dos bens de capital requeridos para sustentar taxas elevadas de crescimento.

O novo Plano estabeleceu como objetivos, entre outros: (i) a manutenção de uma taxa de crescimento da renda nacional de 7% ao ano; (ii) a redução progressiva da inflação, de aproximadamente 25% a.a. (1963), metade da observada em 1962, para 10% (1965); (iii) a garantia de que os salários reais crescessem a uma taxa não inferior à do aumento da produtividade da economia; e (iv) a renegociação da dívida externa, buscando conciliar a contenção do processo de ampliação do endividamento com a redução da pressão de seu serviço sobre o balanço de pagamentos.

Em meados de janeiro de 1963 o governo anunciou aumentos do trigo e de derivados de petróleo de 70% e 100%, resultantes da abolição de subsídios, bem como o reajuste de tarifas de transportes urbanos. Além dos cortes de gastos públicos foram estabelecidos limites normais de expansão do crédito ao setor privado de 35%, quando a taxa inflacionária anual equivalente era de 60%, e aumentado o depósito compulsório dos bancos comerciais nas Autoridades Monetárias, de 24% para 28% dos depósitos à vista. Goulart solicitou que o Fundo Monetário Internacional enviasse missão ao Brasil, que foi recebida ao final de janeiro por Furtado.

In (ABREU, 1990), p. 207.

O anúncio do novo Plano foi sucedido por variações elevadas das taxas mensais de inflação¹⁸⁸, tal como vinha ocorrendo desde novembro de 1962. Segundo a edição de agosto (1963) da revista *Conjuntura Econômica*¹⁸⁹, o comportamento dos preços foi influenciado pelo excesso de liquidez decorrente das emissões de moeda (em dezembro de 1962), pelo reajuste do salário mínimo (janeiro) – «com efeitos imediatos sobre os bens de consumo» –, e pela elevação das taxas cambiais – «reduzindo o subsídio ao consumo de trigo e petróleo».

A Sumoc atuou em duas frentes para conter as expansões do crédito e da oferta de meios de pagamento. Em fevereiro, «recomendou» um conjunto de tetos para a ampliação do crédito ofertado pelo Banco do Brasil¹⁹⁰. No mês seguinte, elevou a alíquota dos recolhimentos compulsórios sobre os depósitos à vista para o patamar máximo previsto em lei (28%)¹⁹¹, preservando os percentuais incidentes sobre os depósitos a prazo e sobre os depósitos em bancos com atuação exclusiva nas regiões especificadas na Instrução anterior.

Adicionalmente, o governo adotou medidas heterodoxas de combate à inflação (março e abril), seja por meio do congelamento temporário de preços, fruto de negociação com os setores envolvidos¹⁹², seja pelo aumento da restrição do crédito ao consumidor, decorrente de acordos fechados com associações comerciais (MESQUITA, 2014).

O conjunto de medidas permitiu o recuo da inflação ao longo do primeiro quadrimestre, tendo a última atingido os 1,56% a.m. em abril (IGP-DI). Entretanto, o acumulado no período alcançara os 23,5%, número próximo ao total previsto para o ano, e esse

¹⁸⁸ As taxas de inflação mensal medidas pelo IGP-DI em janeiro e em fevereiro de 1963 foram de 8,75% e de 5,95%, respectivamente.

¹⁸⁹ Ver («Moeda e crédito - Mais controlada a expansão», 1963). Os números da base monetária do Banco Central mostram que, de fato, a expansão desta última em dezembro de 1962 foi bastante superior à dos meses de dezembro dos anos anteriores. Entre 1959 e 1962 as expansões da base monetária dos meses de dezembro foram de 8,2%, 8,2%, 10,4% e 20,9%, respectivamente.

¹⁹⁰ Instrução da Sumoc nº 234, de 14 de fevereiro de 1963.

¹⁹¹ Instrução da Sumoc nº 235, de 7 de março de 1963.

¹⁹² Segundo (MESQUITA, 2014), foram feitos acordos em março com os setores têxtil, de vestuário e de veículos e autopeças, e em abril com a indústria de cimento.

resultado daria início a uma série de pressões por reajustes de preços e salários, botando em risco a execução do Plano.

A taxa de crescimento de 7% teria de ser reajustada para baixo caso não fosse possível contar com adequado refinanciamento da dívida externa, como meio de manter a atual capacidade para importar. O “déficit” previsto na conta corrente do Balanço de Pagamentos e os atuais esquemas de amortização da dívida a curto e médio prazos implicariam, na impossibilidade de refinanciamento da dívida externa, numa redução de pelo menos 30% nas importações. Dado o baixo nível destas, tal redução adicional influiria de forma extremamente adversa sobre a taxa de crescimento do Produto e tornaria ainda mais difícil toda política de estabilização econômica.

In («Plano Trienal de Desenvolvimento Econômico e Social 1963-1965 (Síntese)», 1962), p. 46.

Paralelamente, o país precisava enfrentar a questão das obrigações internacionais vencidas ao longo do triênio¹⁹³. Segundo (LOUREIRO, 2013), o volume de compromissos superava em muito a capacidade de pagamento do país e, por conta disso, o auxílio dos EUA era considerado «fundamental para evitar a declaração de uma moratória — atitude que traria sérias consequências para a manutenção do nível das atividades domésticas, sobretudo devido aos efeitos sobre o fluxo de importações».

Em março, o ministro da Fazenda, San Tiago Dantas, viajou para Washington e conseguiu a aprovação de um crédito de US\$ 398,5 milhões¹⁹⁴. Do total, somente US\$ 84 milhões seriam liberados imediatamente, «sob a condição secreta de Goulart concluir a compra das subsidiárias da AMFORP¹⁹⁵ e de desvalorizar o câmbio para Cr\$ 600,00 por dólar» ((LOUREIRO, 2013)). O desbloqueio do restante seria distribuído ao longo de um período de até um ano, ficando condicionado ao cumprimento das metas de estabilização do

¹⁹³ Segundo dados da Sumoc publicados em (ROCHA FILHO, 1963), os vencimentos externos do país em 1963, 1964 e 1965, excluídos os compromissos com swaps e atrasados comerciais, totalizavam US\$ 464 milhões, US\$ 447 milhões e US\$ 302 milhões, respectivamente.

¹⁹⁴ Valor bastante inferior ao solicitado. «Entre refinanciamentos e empréstimos, o Brasil solicitou US\$ 839,7 milhões. Esses recursos seriam distribuídos ao longo de três anos, sendo quase metade com liberação prevista para 1963» (LOUREIRO, 2013).

¹⁹⁵ American & Foreign Power Company: Empresa estadunidense cuja subsidiária Companhia de Energia Elétrica Rio-Grandense havia sido encampada pelo governo do estado do Rio Grande do Sul.

Plano e sujeito à revisão dos termos, caso o Brasil não firmasse um acordo *stand by* até junho com o FMI.

O Brasil ainda captaria outros US\$ 60 milhões com o Fundo Monetário ao final do semestre para lidar com os desequilíbrios de suas contas, mas não seria capaz de obter a totalidade do *stand by* previamente combinado (US\$ 100 milhões) – comprometendo as possibilidades de captação de recursos tanto nos EUA como na Europa.

Em função do desequilíbrio entre o volume de pagamentos ao exterior previsto até o fim de 1965 e as receitas estimadas com as exportações, o novo titular da Fazenda «chegou a aventar, em julho, a possibilidade de uma moratória unilateral dos pagamentos externos» (MESQUITA, 2014). Entretanto, a melhoria dos resultados da balança comercial – a partir do mesmo mês – acabou por afastar a ideia.

Cabe registrar que o governo dera início a uma reforma ministerial em junho que, entre outras mudanças, compreendera a troca do titular da Fazenda. Procurando dar novos rumos à política econômica, o presidente optara por afastar San Tiago Dantas, convidando para a pasta o ex-governador de São Paulo Carvalho Pinto.

A essa altura a situação do Plano Trienal apresentava-se extremamente frágil, com o abandono de algumas de suas políticas chave e com o comprometimento de suas metas iniciais. Ainda em abril, a Sumoc elevava as taxas de câmbio livre¹⁹⁶, ampliando tanto a competitividade dos produtos brasileiros (no exterior) como a pressão sobre os preços dos importados. No mês seguinte o governo apoiara um aumento de cerca de 60% para o funcionalismo público, percentual bastante superior aos 40% previstos no Plano Trienal e que comprometia tanto a programação financeira da União como as negociações com o FMI. Finalmente, e a partir de julho, o volume real de empréstimos ao setor privado deixaria de declinar, passando a aumentar de forma significativa no segundo semestre.

(...) é inegável que houve uma melhora na oferta creditícia, melhora essa que, por coincidência, se deu no momento de maior pressão do empresariado sobre o governo.

¹⁹⁶ A Instrução da Sumoc nº 239, de 22 de abril de 1963, fixou as taxas de câmbio livre de compra e de venda do dólar dos EUA em Cr\$ 600 e Cr\$ 620, respectivamente.

Independente de ter sido insuficiente na visão de muitos empresários, o fato é que essa expansão dos empréstimos trouxe sérias dificuldades para o cumprimento das metas financeiras contidas no Plano Trienal, relativas ao segundo trimestre de 1963.

In (LOUREIRO, 2012), p. 136.

Com a elevação acumulada dos preços a superar toda a inflação do ano anterior¹⁹⁷, a Sumoc tornou a intervir no mercado de crédito por meio de uma medida direcionada ao Banco do Brasil¹⁹⁸. O instrumento «recomendou» ao banco que passasse a emitir Letras para absorver «as disponibilidades excedentes geradas pela emissão de papel-moeda». Além disso, solicitou que a colocação dos títulos se desse pela entrega aos tomadores de empréstimos nas demandas consideradas ampliações de créditos já concedidos.

Na prática, ao «impor» a aquisição das Letras¹⁹⁹ nas operações de crédito, a Sumoc ampliou o custo de captação dos tomadores²⁰⁰. Isso despertou «forte reação no meio empresarial, erodindo o que restava de apoio a Carvalho Pinto nos meios conservadores do país, e levando a sua substituição, em dezembro, pelo obscuro político e banqueiro gaúcho Ney Galvão no Ministério da Fazenda» (MESQUITA, 2014).

O Plano Trienal havia sido abandonado pelo governo e os resultados econômicos de 1963 retratariam a deterioração econômica do país. Por um lado, o crescimento da economia declinara para modestos 0,6%, muito aquém dos 7% pretendidos. Por outro, a inflação anual alcançara um novo recorde (79,9%), superando em muito os 25% planejados.

O fracasso do Plano Trienal acabou por enfraquecer a situação política de João Goulart.

Segundo Celso Furtado, em (TENDLER, 1984), a presidência de Jango havia sido fruto de uma coligação PSD-PTB (na qual o primeiro era o partido majoritário) e isso levava o presidente a se ajustar a uma orientação dual. Enquanto um grupo se empenhava na

¹⁹⁷ O IGP-DI acumulado de 1963 atingiu 53,17% ao final de setembro.

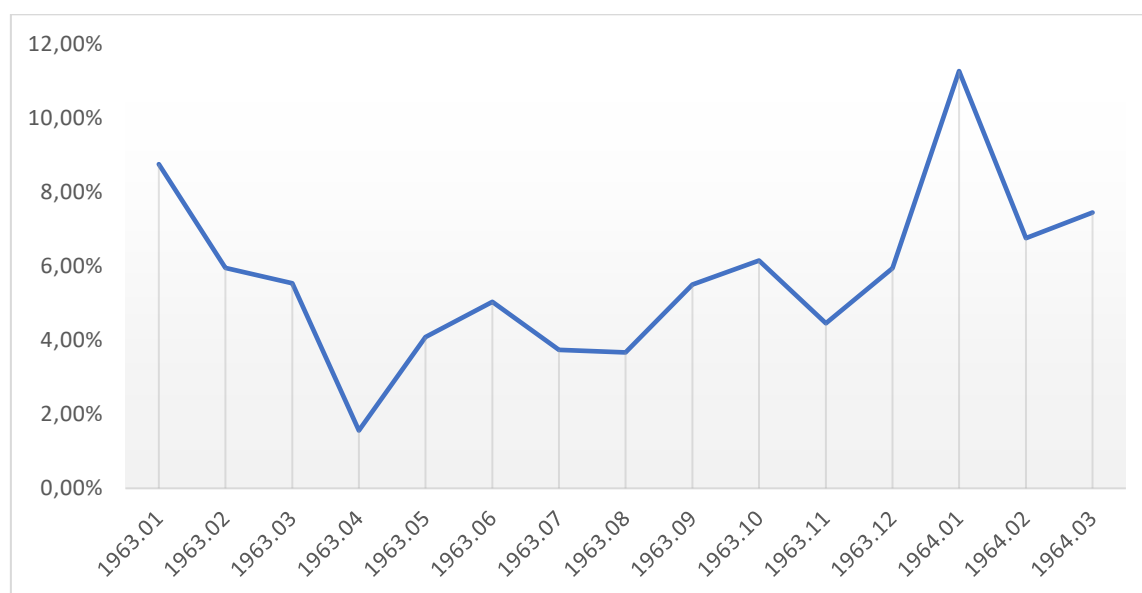
¹⁹⁸ Instrução da Sumoc nº 255, de 18 de outubro de 1963.

¹⁹⁹ Cabe esclarecer que, de acordo com a revista Conjuntura Econômica, os investidores preferiam títulos garantidos pelo Banco do Brasil aos instrumentos emitidos pelo Tesouro («Mercado de Títulos - Estável em outubro», 1963).

²⁰⁰ Para converter essas Letras em papel-moeda os tomadores necessitavam vendê-las ao mercado, com algum desconto sobre o seu valor.

retomada do controle da situação econômica (inflação, balanço de pagamentos etc.), o outro julgava ser mais importante lançar imediatamente a bandeira das reformas. Furtado, por sua vez, defendia a priorização da retomada do controle da situação econômica e acreditava que, para isso, era necessário crescer de forma ordenada. Sua tese era que uma vez controlada a situação e com o governo a gozar de uma situação mais sólida, seria possível introduzir as reformas. Porém, era preciso formar um consenso que desse robustez ao governo, e nem os grupos haviam chegado a um acordo e nem Goulart chegara a fazer uma opção clara.

Figura 5- Taxa de inflação mensal (IGP-DI) entre Janeiro/1963 e Março/1964



Fonte: IPEA

Também é importante pontuar o contexto de «guerra fria» na qual Goulart assumira a presidência, estando o governo sujeito a pressões externas para o afastamento de quadros (percebidos como) «comunistas» e para a remoção de lideranças sindicais de esquerda. Na opinião de (LOUREIRO, 2013), o limitado auxílio oferecido ao Plano Trienal (e que contribuiu para o fracasso do programa) teve como motivação principal a desconfiança de Washington de Goulart tivesse ligações com os «comunistas».

A essas se somavam as pressões norte-americanas em prol de interesses próprios, como nos casos da ITT, da AMFORP e da Lei de Remessas de Lucros. A defesa de tais posições seria adotada como moeda de troca nas negociações de auxílio.

Tendo determinado urgência na regulamentação da Lei de Remessas de Lucros, em outubro de 1963, o presidente assinou a mesma em janeiro do ano seguinte – o que restringiu as remessas relacionadas aos reinvestimentos. Adicionalmente, o governo alterou o regime cambial²⁰¹, transferindo para o mercado de taxas livres as operações relacionadas às exportações²⁰², às importações²⁰³ e as transferências financeiras.

Em cadeia nacional de rádio e televisão, o presidente informou que a medida visava equilibrar o balanço de pagamentos (mediante o estímulo às exportações) ao mesmo tempo em que buscava restringir o impacto inflacionário da elevação do câmbio (ao preservar uma taxa especial para produtos selecionados). Além disso, Goulart anunciou que «nos próximos dias» estariam ajustadas «as bases de reescalonamento da dívida comercial brasileira» nos termos propostos pelo governo, em função das manifestações de concordância e apoio recebidas dos principais países credores²⁰⁴.

As negociações do reescalonamento teriam início em Paris, em 18 de março, contando com a presença de treze delegações²⁰⁵, além do Brasil. Elas seriam interrompidas na semana santa e retomadas em 31 de março – data do golpe militar.

O conjunto de elementos que levou à derrubada do Presidente da República e à instituição de uma longa ditadura no Brasil merece uma abordagem mais rica que a pretendida por este texto. Ainda assim, os eventos narrados por Boris Fausto expõem a temperatura política do crepúsculo do governo João Goulart.

No início de 1964, aconselhado por seu círculo de íntimos, Jango optou por um rumo que se revelou desastroso. Esse rumo consistia mais ou menos no seguinte. Com apoio nos dispositivos militar e sindical, o presidente deveria contornar o Congresso, começando a realizar por decreto as reformas de base. Para mostrar a força do governo, reuniria grandes massas em uma série de atos onde iria anunciando as reformas. O primeiro grande comício foi marcado para o dia 13 de março no Rio de Janeiro. Ele ficou conhecido

²⁰¹ Instrução da Sumoc nº 263, de 19 de fevereiro de 1964.

²⁰² Excluídos o café, o açúcar e o petróleo.

²⁰³ Excluídos o trigo, o petróleo e seus derivados, e equipamentos e peças sem similar nacional destinados à Petrobras.

²⁰⁴ Trecho retirado de («Goulart obtêm acôrdo sobre dívidas e faz reforma cambial», 1964).

²⁰⁵ França, Alemanha, Itália, Inglaterra, Áustria, Holanda, Bélgica, Suíça, Estados Unidos, Japão, OCDE, FMI e BIRD (sendo as três últimas observadoras).

como o "comício da Central" por ter sido realizado na Praça da República, situada em frente à Estação Central do Brasil. Cerca de 150 mil pessoas aí se reuniram sob a proteção de tropas do I Exército para ouvir as palavras de Jango e Brizola, que, aliás, já não se entendiam. As bandeiras vermelhas que pediam a legalização do PC, as faixas que exigiam a reforma agrária etc. foram vistas pela televisão, causando arrepios nos meios conservadores. Jango assinou na ocasião dois decretos. O primeiro deles era sobretudo simbólico e consistia na desapropriação das refinarias de petróleo que ainda não estavam nas mãos da Petrobrás. O segundo – chamado de Decreto Supra (Superintendência da Reforma Agrária) – declarava sujeitas a desapropriação propriedades subutilizadas, especificando a localização e a dimensão das que estariam sujeitas à medida. O presidente revelou também que estavam em preparo a reforma urbana – um espantinho para a classe média temerosa de perder seus imóveis para os inquilinos – e propostas a serem encaminhadas ao Congresso, que previam mudanças nos impostos e concessão de voto aos analfabetos e aos quadros inferiores das Forças Armadas.

In (FAUSTO, 2006), p. 459.

O primeiro ato das reformas de Jango marcou o começo do fim de seu governo. Um sinal de tempestade veio com a Marcha da Família com Deus pela Liberdade, organizada em São Paulo, a partir das associações das senhoras católicas ligadas à Igreja conservadora. Cerca de 500 mil pessoas desfilaram pelas ruas de São Paulo, a 19 de março, em uma demonstração de que os partidários de um golpe poderiam contar com uma significativa base social de apoio.

In (FAUSTO, 2006), p. 460.

Um grave acontecimento militar ajudou a criar um clima ainda mais favorável aos conspiradores. A Associação dos Marinheiros vinha se destacando na luta pela garantia de direitos aos marinheiros e por melhores vencimentos. (...) A 24 de março, o ministro Sílvio Mota ordenou a prisão dos dirigentes da associação, acusados de subverter a hierarquia. No dia seguinte, cerca de 2 mil praças da Marinha e dos fuzileiros navais reuniram-se no Sindicato dos Metalúrgicos, com a presença dos dirigentes contra quem existia a ordem de prisão, para comemorar o segundo aniversário da entidade e promover novas reivindicações. O ministro Sílvio Mota cercou o local com um contingente de fuzileiros e solicitou a ajuda do I Exército. Afinal, com a intervenção de

um dos líderes da CGT – Dante Pellacani – e outras figuras políticas, chegou-se a uma solução negociada. Sob pressão e sentindo-se desprestigiado, o ministro da Marinha demitiu-se. Para seu lugar Jango nomeou uma figura apagada, o almirante reformado Paulo Rodrigues, escolhido com o apoio do CGT. O novo ministro quis acalmar os ânimos, anunciando que os revoltosos não seriam punidos. Na realidade, lançou mais lenha na fogueira: o Clube Militar e um grupo de altas patentes da Marinha denunciaram seu ato como um incentivo à quebra da hierarquia militar.

In (FAUSTO, 2006), p. 460.

A 1º de abril, Goulart voou para Brasília e evitou qualquer ação que pudesse resultar em derramamento de sangue. As tropas do II Exército sob o comando do general Amauri Kruehl, que se deslocavam pelo Vale do Paraíba em direção ao Rio, confraternizaram-se com as do I Exército. Na noite de 1º de abril, quando Goulart rumara de Brasília para Porto Alegre, o presidente do Senado Auro Moura Andrade declarou vago o cargo de presidente da República. Assumiu o cargo, na linha constitucional, o presidente da Câmara dos Deputados Ranieri Mazzili. Mas o poder já não estava nas mãos dos civis e sim dos comandantes militares.

In (FAUSTO, 2006), p. 461.

Capítulo III – Militares, reformas e o PAEG (1964-1967)

3.1. Introdução

Consumado o golpe que depôs João Goulart, a junta militar que o liderara²⁰⁶ redigiu e assinou o Ato Institucional nº 1 (AI-1)²⁰⁷ que, entre outras determinações, conferiu aos seus signatários poderes para suspender direitos políticos e cassar mandatos legislativos «sem as limitações previstas na Constituição»²⁰⁸. Além disso, o documento impôs a realização de uma nova eleição indireta, para que o presidente e o vice-presidente fossem escolhidos²⁰⁹, e preservou intacta a eleição de seus sucessores (de forma direta), em 3 de outubro de 1965.

Amparados pelas novas regras, os militares cassaram diversos mandatos de membros do Congresso e fixaram a eleição para 11 de abril. Os parlamentares mantidos, agora sujeitos às punições do AI-1, acabaram por eleger o general Humberto Castello Branco e o deputado José Maria Alkmin para os cargos de presidente e vice-presidente, respectivamente, fazendo com que o país tornasse a dispor de um chefe do Executivo.

Três meses mais tarde, esse mesmo Congresso prorrogaria o mandato de Castello Branco até março de 1967, transferindo as eleições diretas para 1966²¹⁰, em uma decisão Justificada pela «necessidade» de uniformizar as datas das eleições (que com a mudança passariam a ser realizadas simultaneamente para presidente, deputados e senadores).

A próxima eleição direta para presidente só seria realizada em 15 de novembro de 1989.

²⁰⁶ Autodenominada «Comando Supremo da Revolução».

²⁰⁷ Em 9 de abril de 1964.

²⁰⁸ Artigo 10 do AI-1.

²⁰⁹ Os novos eleitos deveriam ocupar os cargos até 31 de janeiro de 1966.

²¹⁰ Emenda Constitucional nº 9, de 22 de julho de 1964 (aprovada pelo Congresso na madrugada do dia 17 do mesmo mês).

3.2. Governo Castello Branco

Ao assumir a presidência²¹¹, o presidente Castello Branco convidou os economistas Octávio Bulhões e Roberto Campos para comandarem as pastas da Fazenda e do Planejamento, respectivamente. Aos novos ministros foram atribuídas as tarefas de reduzir a inflação (cuja taxa acumulava 27,61% no primeiro trimestre) e de tirar a economia da estagnação, objetivos que seriam perseguidos por meio de duas estratégias principais: (i) a execução de um plano de emergência de combate à inflação, de inspiração ortodoxa; e (ii) o lançamento de reformas estruturais.

A primeira reforma foi realizada em julho²¹², com a criação da Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional (ORTN) e a instituição da correção monetária. Diferentemente dos demais instrumentos de dívida, a ORTN dispunha um mecanismo de preservação de seu valor real: a correção monetária. Ele amparava-se na variação do poder aquisitivo da moeda e seria empregado periodicamente para atualizar o valor nominal do instrumento (protegendo-o das perdas decorrentes da inflação).

Dado o ambiente de inflação elevada, a instituição da ORTN passaria a gerar demanda para a dívida pública, viabilizando uma opção não inflacionária²¹³ para o financiamento dos déficits orçamentários.

Cabe registrar que àquela altura vigoravam no Brasil a «Lei da Usura», que limitava os juros à taxa máxima de 12% a.a., e a «Cláusula Ouro», que impedia a indexação dos contratos. Essas restrições impunham dificuldades tanto de ordem tributária quanto para a constituição de poupança voluntária, entre outros. No primeiro caso, a ausência de previsão legal adequada favorecia o adiamento e o inadimplemento no recolhimento de impostos. No segundo, a perda real imposta pela inflação frequentemente superava os rendimentos dos ativos, desestimulando (especialmente) as operações de prazo elevado.

²¹¹ Em 15 de abril de 1964.

²¹² Lei nº 4.357, de 16 de julho de 1964.

²¹³ Evitava a emissão de moeda.

O emprego da correção monetária acabou por tornar-se mais abrangente, mas o governo não permitiu uma adoção generalizada. O objetivo era evitar que a inovação introduzisse um segundo padrão monetário – provocando uma indexação generalizada da economia. Dessa forma, o recurso à novidade acabou limitado a um conjunto de aplicações que incluiu, entre outros, o tratamento dos débitos fiscais.

Duas novas reformas foram materializadas no mês seguinte²¹⁴. A primeira, habitacional, instituiu a correção monetária nos contratos imobiliários e criou o Sistema Financeiro da Habitação²¹⁵. A segunda, referente às contas externas, alterou a Lei de Remessa de Lucros (do governo Goulart), revogando os artigos que limitavam o valor das remessas.

O programa econômico do novo governo foi apresentado em 1º de agosto pelo ministro Roberto Campos. Denominado «Programa de Ação Econômica do Governo Revolucionário 1964/66», acabou por tornar-se conhecido pela sigla PAEG, e seu texto estabeleceu como linhas gerais da política econômica a perseguição aos seguintes objetivos:

- a) acelerar o ritmo de desenvolvimento econômico do país, interrompido no biênio 1962/1963;*
- b) conter, progressivamente, o processo inflacionário durante 1964 e 1965, objetivando um razoável equilíbrio dos preços a partir de 1966;*
- c) atenuar os desníveis econômicos setoriais e regionais, e as tensões criadas pelos desequilíbrios sociais, mediante a melhoria das condições de vida;*
- d) assegurar, pela política de investimentos, oportunidades de emprego produtivo à mão de obra que continuamente aflui ao mercado de trabalho;*
- e) corrigir a tendência a déficits descontrolados do balanço de pagamentos, que ameaçam a continuidade do processo do desenvolvimento econômico, pelo estrangulamento periódico da capacidade para importar.*

In (MPCE, 1965), p. 15.

²¹⁴ Leis nºs 4.380, de 21 de agosto de 1964, e 4.390, de 29 de agosto de 1964.

²¹⁵ Que compreendia o Banco Nacional da Habitação (BNH), as Sociedades de Crédito Imobiliário e o Serviço Federal de Habitação e Urbanismo.

O PAEG previa atingir seus objetivos por meio do enfrentamento gradual à inflação e da realização de um conjunto amplo de reformas, classificadas por (MATTOS; BASTOS; BARONE, 2015) como: (i) trabalhistas; (ii) dos sistemas financeiro e da gestão monetária; (iii) do sistema tributário; e (iv) da regulação da inserção externa da economia brasileira.

As principais causas da inflação foram identificadas como três: «os déficits públicos, a expansão de crédito às empresas e as majorações institucionais de salários em proporção superior à do aumento da produtividade»²¹⁶. De acordo com o então ministro do Planejamento, em (CAMPOS, 1994), enquanto os déficits públicos geravam inflação de demanda, a pressão salarial criava inflação de custos, sendo ambos os principais responsáveis pela alta dos preços.

O governo optou pela adoção de uma política gradualista para enfrentar o processo inflacionário. Ao invés de estabelecer metas para a inflação, fixou objetivos para a expansão dos meios de pagamento, definindo os percentuais de 70%, 30% e 15% para os anos de 1964, 1965 e 1966, respectivamente²¹⁷. A expectativa dos formuladores do plano era que, alcançadas as metas de crescimento²¹⁸ e preservada a velocidade corrente de circulação da moeda, as expansões monetárias deveriam reduzir a inflação para 25%, em 1965, e para 10%, em 1966.

A abordagem gradualista também se justificou com base nos princípios da exequibilidade e da conveniência. Por um lado, acreditava-se que um tratamento de choque poderia criar distorções acentuadas nas distribuições dos salários e da demanda por bens e serviços, podendo gerar desemprego e mais inflação. Por outro, o programa previa a redução dos déficits públicos, o que era considerado praticamente impossível de ser alcançado de forma abrupta sem mutilar os investimentos do setor. Na prática, o gradualismo tinha por objetivo criar as condições para um realinhamento dos preços, eliminando potenciais pressões inflacionárias futuras.

²¹⁶ Trecho retirado de (MPCE, 1965), p. 28.

²¹⁷ Conforme os números apresentados em (MPCE, 1965), p. 34.

²¹⁸ De 6% para os anos 1965 e 1966.

De volta ao Programa, a estratégia passou a orientar-se por três nortes: (i) a contenção progressiva dos déficits governamentais; (ii) o controle dos aumentos reais dos salários, cujo objetivo era evitar variações superiores à elevação da produtividade; e (iii) a gestão da política de concessão de crédito às empresas, cujo objetivo era conciliar a oferta com a expansão dos meios de pagamento.

O governo alterou as políticas de reajuste do salário mínimo e dos vencimentos dos servidores públicos. Com a mudança, ao invés de repor o poder aquisitivo adquirido na atualização anterior, o reajuste dos valores²¹⁹ passou a contemplar três fatores: (i) a média dos valores reais dos salários dos últimos 24 meses; (ii) o percentual do aumento da produtividade nacional no ano anterior; e (iii) a metade da taxa de inflação projetada pelo governo para o ano seguinte. Além disso, a concessão de reajustes salariais passou a ficar limitada a uma única ocorrência a cada doze meses.

A mudança não atingiu inicialmente o setor privado, que permaneceu livre para negociar os reajustes dos seus empregados. Porém, essa situação não durou muito tempo. Ao perceber que os empregadores não adotaram a sua fórmula, concedendo reajustes superiores aos oficiais, o regime acabou por estender as novas regras aos dissídios coletivos²²⁰.

O Brasil está adotando uma espécie de fórmula intermediária. A não ser em casos excepcionais, que requeiram especial correção, os reajustamentos salariais deverão ser calculados de modo a assegurar para o ano seguinte um salário real médio igual ao registrado, em média, no biênio anterior, acrescido de uma porcentagem correspondente à elevação de produtividade. Nesse cálculo já se leva em conta uma certa margem de inflação futura, mas a uma taxa naturalmente inferior à registrada no ano passado.

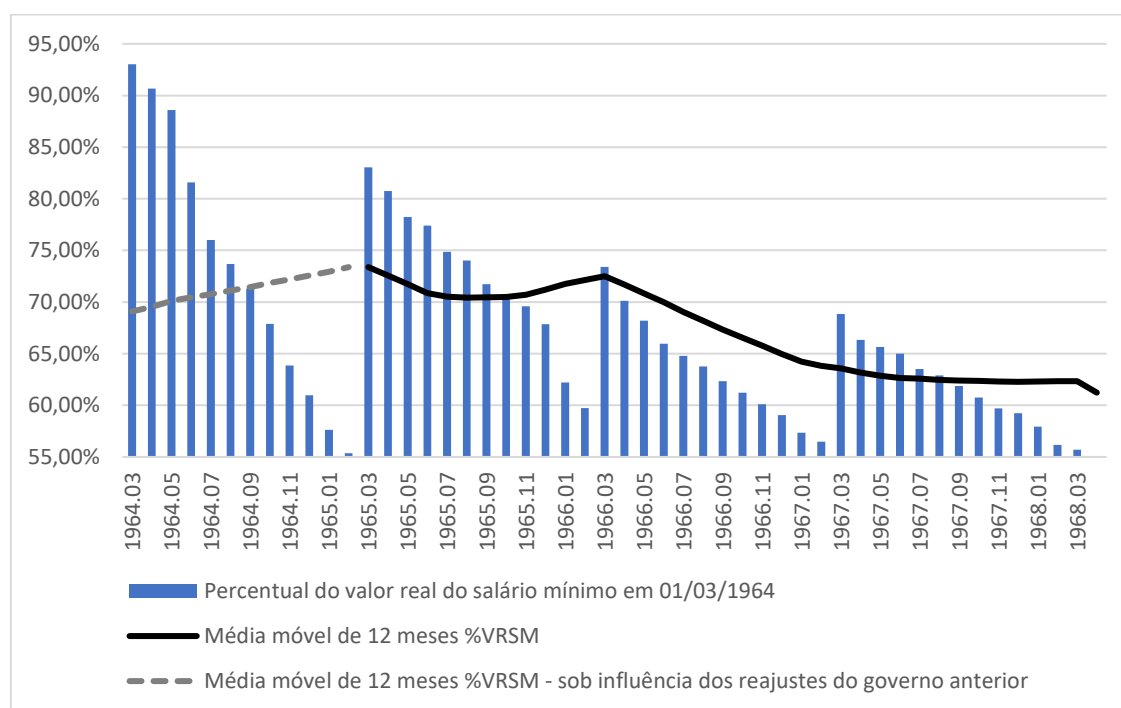
Declaração do Ministro do Planejamento, Roberto Campos in («Campos critica Senado pelo aumento dado aos servidores», 1964)

²¹⁹ A ser aplicada a partir de 1965.

²²⁰ Como registra (SKIDMORE, 1994), a Lei 4.725, de 13 de julho de 1965, «foi aprovada pelo Congresso (expurgado dos principais porta-vozes da classe trabalhadora) e, embora os sindicatos tivessem apelado para os tribunais, estes decidiram em favor do governo em setembro de 1965».

As perdas de poder aquisitivo dos salários foram significativas nos anos seguintes. Além do cálculo dos reajustes ter passado a se dar com base na média do valor real dos salários, as taxas projetadas para a inflação mostraram-se bastante inferiores às observadas²²¹. Adicionalmente, o fator de reajuste vinculado ao aumento da produtividade não teve por base o número cheio, mas sim o equivalente a dois terços de uma taxa estimada pelo próprio governo, que o fazia de forma conservadora (HERMANN, 2011a).

Figura 6- Evolução do valor real do salário mínimo na cidade de São Paulo (100% = poder de compra em 01/03/1964, números atualizados pelo IPC-FIPE) no último dia de cada mês



Fonte: Elaboração própria com base em dados do salário mínimo da 1ª região de São Paulo, disponíveis na Controladoria Geral da União (CGU), e do IPC-FIPE mensal, obtidos por meio do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA).

As ações do governo não se limitaram à política de reajustes, tendo também alcançado os direitos dos sindicatos. Pouco após a deposição de João Goulart, o Executivo

²²¹ As taxas projetadas para 1965, 1966 e 1967 foram de 25%, 10% e 5%, respectivamente, já as taxas registradas atingiram 34,2%, 39,1% e 25%, de acordo com o IGP-DI.

conseguiu que o Congresso aprovasse um novo texto legal²²² sobre o direito de greve, fixando exigências que, na prática, passaram a inviabilizar as paralisações²²³.

No tocante às políticas monetária e creditícia, as reformas mais importantes foram as criações do Banco Central do Brasil (BCB)²²⁴ e do Conselho Monetário Nacional (CMN), instituições que substituíram a Sumoc e o seu respectivo Conselho. Com a mudança, o CMN tornou-se o responsável pela formulação das políticas de cunho monetário que, por sua vez, passaram a estar menos sujeitas à influência do Banco do Brasil – pois o banco passou a dispor de apenas um entre os nove assentos do colegiado²²⁵.

Mesmo assim, o Banco do Brasil preservou um papel importante na execução da política monetária. Embora a lei²²⁶ que criara o BCB e o CMN tivesse estabelecido que «a execução de encargos e serviços de competência do Banco Central da República do Brasil poderá ser contratada com o Banco do Brasil S. A.», seu texto acabaria por ser modificado, tendo sido substituído o «poderá ser contratada» por um impositivo «serão contratados»²²⁷.

As funções exercidas pela Cared e pela Camob (ambas extintas) foram absorvidas pelo BCB, tornando-o o único emissor de moeda do sistema financeiro²²⁸, já as mudanças nos recolhimentos compulsórios não foram significativas. Embora a exigência tenha passado a ser recolhida à ordem do BCB, os valores continuaram a ser direcionados aos cofres do Banco do Brasil, que fora contratado para executar «serviços de competência do Banco Central».

²²² Lei 4.330, de 1 de junho de 1964.

²²³ De acordo com (MATTOS; BASTOS; BARONE, 2015), «o enfrentamento do movimento sindical deu-se (...) desde as primeiras horas do regime golpista, dada a evidente ligação que havia entre os sindicatos de trabalhadores de diversas áreas dos setores público e privado com o deposto presidente Goulart».

²²⁴ Inicialmente denominado Banco Central da República do Brasil (BCRB).

²²⁵ O CMN passou a ser formado pelo Ministro da Fazenda, pelos presidentes do Banco do Brasil e do BNDE, e por seis membros (posteriormente sete) «de ilibada reputação e notória capacidade em assuntos econômico-financeiros» nomeados pelo Presidente da República.

²²⁶ Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964.

²²⁷ Decreto-Lei nº 278, de 28 de fevereiro de 1967. O mesmo instrumento legal alterou o nome do BCB de Banco Central da República do Brasil para Banco Central do Brasil.

²²⁸ Somente a Cared emitia moeda até a criação do Banco Central. Apesar da mudança, cabe registrar que, na prática, o Banco do Brasil preservou sua capacidade de emitir moeda por meio da Conta Movimento.

O Banco do Brasil também manteve-se responsável pelas contas de depósitos voluntários das demais instituições bancárias (centralizando as compensações de cheques), assumiu o papel de caixa do BCB e passou a dispor de uma linha de crédito direta (de mão-dupla) com a nova autoridade monetária: a Conta Movimento.

Criada para ser temporária, e tendo por finalidade suprir o recém-criado BCB de recursos (em sua fase inicial), a Conta Movimento deveria registrar todas as operações realizadas entre o Banco Central e o Banco do Brasil, estando prevista a zeragem de seu saldo ao final de cada dia. Porém, um acordo entre as instituições acabou por dispensar esse procedimento, fixando o comprometimento do BCB em remunerar o Banco do Brasil (à taxa de 1% a.a.) caso o primeiro ficasse devedor.

Em pouco tempo o Banco Central passou a prescindir dos recursos do Banco do Brasil, mas a conta manteve-se aberta, motivando a inversão da previsão inicial. Dispondo de uma linha de crédito automática e ilimitada, o Banco do Brasil passou a poder sacar recursos do BCB quando julgasse necessário²²⁹, sem se preocupar com a zeragem do saldo devedor. Na prática, a linha preservou os poderes de emissor do Banco do Brasil, pois permitiu a colocação de moeda nova em circulação sem o recurso à autorização do CMN ou do BCB.

A Conta Movimento acabaria por tornar-se um grande problema para a política monetária, mas seu fim ocorreria somente em 1986, já sob o governo de um presidente civil.

Outra mudança importante promovida pela lei que criou o BCB foi a instituição do Orçamento Monetário (OM) como instrumento oficial de orientação da política monetária. Este orçamento deveria ser elaborado pelo BCB e aprovado pelo CMN.

²²⁹ "Todas as operações que impactavam o caixa do Banco do Brasil e que, a critério deste, eram de interesse do governo, ou que cabiam dentro do conceito de 'atendimento dos encargos previstos na lei', podiam, em tese, ser debitadas na conta movimento. Na prática, o que se passava nessa conta era o exato ponto de contato entre o resultado fiscal e a política monetária: quando o BCB creditava a conta movimento, se configurava um aumento na "base monetária", pois era como se o BCB criasse reservas bancárias, ou como se emprestasse recursos para o Banco do Brasil a fim de cobrir deficiências na sua conta de reservas, cuja origem tinha sido a execução de políticas de interesse do Tesouro. Tinha, portanto, a natureza de um redesconto sem custo, ou um 'direito de saque' do Banco do Brasil contra o BCB" (FRANCO, 2017)

Criado na primeira metade da década de 1950, no âmbito da Sumoc, a técnica original do Orçamento Monetário tinha dois objetivos. O primeiro, e mais importante, era programar o comportamento quantitativo dos meios de pagamento em um dado período, geralmente um ano (com distribuição mensal, trimestral e semestral). O segundo era disciplinar as operações das instituições oficiais que lidavam com grande volume de recursos, principalmente o Banco do Brasil (BCB, 2019a). Contudo, a nova lei transformou a ferramenta em mecanismo oficial, a ser utilizado pelo BCB na previsão e na gestão das operações do sistema monetário.

Cabe registrar que em poucos anos o regime militar transformaria o OM em uma “jabuticaba”, pois, uma vez que OM não estava sujeito à aprovação do Congresso, o Executivo paulatinamente passaria a incorporar a ele as despesas não previstas no Orçamento Geral da União (OGU), desvirtuando a sua função e utilizando-o para viabilizar os desequilíbrios nas contas oficiais²³⁰.

De volta às contas externas, o novo regime providenciou a retomada das negociações iniciadas por Goulart (antes do golpe de Estado), tendo assinado diversos acordos com os credores ao longo do segundo semestre de 1964²³¹. A principal preocupação era a concentração de vencimentos da dívida no biênio 1964-1965 que, aliada aos resultados do Balanço de Pagamentos, exigia o reescalonamento dos pagamentos para que o PAEG pudesse ter sucesso.

Em acréscimo a outros recursos, que estão sendo mobilizados pelo governo brasileiro, o governo dos Estados Unidos está preparado para tornar disponíveis, no âmbito da

²³⁰ De acordo com (GIAMBIAGI; ALÉM, 2016), a Lei Complementar nº 12, de 8 de novembro de 1971, autorizou «o BC a emitir títulos do Tesouro Nacional (LTN e ORTN) para cobrir dispêndios indiscriminados do governo, sem que estes tivessem que transitar pelo OGU. Como resultado, o BC passou a emitir livremente dívida pública não apenas com a finalidade original de executar política monetária - como no caso da política de esterilização da expansão monetária decorrente da formação de reservas cambiais -, mas também para financiar gastos fiscais extra orçamentários do Tesouro Nacional» que foram «indevidamente alocados no orçamento monetário, sob rubricas como “comercialização do trigo”, “política de preços mínimos”, “formação de estoques reguladores”, “subsídios” e “encargos da dívida interna e externa”. Grande parte desses gastos eram ofuscados através dos mecanismos da conta movimento e dos repasses dos recursos de fundos e programas ao resto do sistema bancário e não bancário.»

²³¹ Cabe registrar que, ao contrário do que ocorrera com o governo Goulart, Castello Branco passou a contar com a boa vontade dos EUA, que acabou por conceder empréstimos e linhas de crédito adicionais ao país.

Aliança para o Progresso, recursos públicos, que montam a mais de 430 milhões de dólares, durante o ano de 1965, assim como fianças de 23 milhões de dólares para a construção de casas para trabalhadores, em apoio ao programa brasileiro de estabilização, desenvolvimento e reformas. Estas somas, juntamente com a esperada provisão de recursos de instituições financeiras internacionais, os acordos já concluídos para o reescalonamento parcial da dívida externa do Brasil e os créditos e investimentos financeiros privados estrangeiros, devem prover apoio exterior total, durante 1965, ao programa econômico do Brasil, no montante de aproximado de 1 bilhão de dólares.

Trecho do Comunicado Conjunto Brasil-EUA, de 14 de dezembro de 1964 in («EUA cedem US\$ 150 milhões para o Brasil firmar economia», 1964)

No tocante ao comportamento dos preços, o PAEG propunha-se a suprimir distorções por meio da eliminação (parcial) dos controles vigentes, medida que, segundo o Programa, poderia «provocar uma inflação corretiva». Essa visão motivara a Sumoc a pôr fim ao câmbio favorecido nas importações de trigo, petróleo e papel de imprensa (maio)²³², levaria o governo a promover o reajuste das tarifas dos serviços públicos, e incentivaria a aprovação de uma nova lei²³³ a autorizar a atualização dos valores dos aluguéis²³⁴.

As iniciativas do governo não chegaram a produzir resultados em 1964. O déficit da União superou os Cr\$ 760 bilhões (mais que o dobro do resultado do ano anterior)²³⁵, o estoque de empréstimos concedidos aumentou em cerca de 130%²³⁶, e a mudança da política salarial não teve tempo de entrar em vigor. Além disso, a inflação tornou a aumentar (92,1% no ano), embora boa parte dos aumentos de preços tenha sido fruto da «inflação corretiva», podendo ser atribuído «aos vários aumentos das tarifas dos

²³² Instrução da Sumoc nº 270, de 9 de maio de 1964.

²³³ Lei nº 4.494, de 25 de novembro de 1964.

²³⁴ O Decreto-Lei nº 4.598, de 20 de agosto de 1942, estabeleceu que os valores dos aluguéis não poderiam superar os vigentes em 31 de dezembro de 1941, fossem os mesmos ou outros o locador e o locatário. A medida se dera em função da guerra, mas não fora revertida após o término da mesma, congelando - na prática - os preços de locação de muitos imóveis.

²³⁵ Números de (IBGE, 1967a), p. 504. Os déficits da União em 1963 e em 1964 foram, respectivamente, de Cr\$ 324,5 bilhões e de Cr\$ 760,1 bilhões.

²³⁶ Considerando os bancos e as casas bancárias. Cabe mencionar que a expansão do crédito foi resultado, em grande parte, das concessões às entidades públicas. A expansão para o setor privado foi relativamente modesta (65,5% para a indústria e 37,5% para o comércio), inferior em média à expansão dos meios de pagamento (números calculados com base em (IBGE, 1967a), p. 263).

serviços públicos, à liberação dos aluguéis congelados e a outros preços» (RESENDE, 2014).

As reformas continuaram em 1965, tendo sido promovidas novas mudanças nos sistemas fiscal e financeiro.

No âmbito fiscal, uma nova lei²³⁷ determinou que todas as pessoas cujo rendimento superasse os Cr\$ 600 mil mensais²³⁸ estariam sujeitas²³⁹ à subscrição compulsória de ORTN, ficando os títulos intransferíveis por um período de três anos. O montante destinado à aquisição forçada seria calculado de forma cumulativa, de acordo com um sistema de faixas de rendimentos²⁴⁰.

Outra medida²⁴¹ combinou os objetivos de ampliar as receitas com o de simplificar a arrecadação tributária. Por meio dela, tanto o Banco do Brasil como as demais instituições bancárias²⁴² passaram a poder arrecadar tributos federais em nome e por conta do Tesouro Nacional. A mudança ampliou significativamente a quantidade de locais autorizados a receber os valores devidos, pois, «até então, o pagamento dos tributos federais era efetuado nos órgãos arrecadadores como Recebedorias, Coletorias Federais, Alfândegas, outras agências arrecadadoras e, eventualmente, em algumas agências bancárias» (NÓBREGA, 2014).

No tocante ao mercado monetário, outra nova lei²⁴³ estabeleceu «o desenho institucional do sistema financeiro, delimitando as funções dos bancos comerciais, bancos de investimentos e de desenvolvimento, sociedades de crédito e financiamento, sociedades corretoras e distribuidoras de títulos e valores, sociedades de crédito imobiliário entre outras» (RESENDE, 2014). A mudança teve por objetivo superar as limitações da oferta de crédito de médio e de longo prazo, mediante a constituição e o

²³⁷ Lei nº 4.621, de 30 de abril de 1965.

²³⁸ Aproximadamente US\$ 325 ao câmbio da publicação da lei.

²³⁹ A partir da publicação do texto e ao longo de 1965.

²⁴⁰ O valor da subscrição compulsória seria realizado seria calculado cumulativamente de acordo com as seguintes faixas e percentuais: (i) de Cr\$ 600.001,00 a Cr\$ 800.000,00, 10%; (ii) de Cr\$ 800.001,00 a Cr\$ 1.000.000,00, 20%; e (iii) acima de Cr\$ 1.000.000,00, 30%.

²⁴¹ Portaria do Ministério da Fazenda nº 265, de 4 de agosto de 1965.

²⁴² Que atendessem às condições estabelecidas pelo Banco Central.

²⁴³ Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965.

desenvolvimento de segmentos especializados privados. Segundo (HERMANN, 2011a), a carência de instituições e de instrumentos adequados para tais operações ficara clara ao longo do Plano de Metas, tendo as principais fontes de financiamento sido a emissão de moeda, os recursos de origem fiscal ou parafiscal, e o capital externo.

O desenho do arcabouço básico de um sistema financeiro moderno, associado à correção monetária nos contratos e títulos financeiros de médio e longo prazos, permitiu a captação da poupança privada voluntária e sua canalização para o financiamento tanto do Tesouro quanto do investimento privado.

In (RESENDE, 2014), p. 210.

A lei que criara o Banco Central entrou em vigor em março (1965)²⁴⁴, originando o BCB e o CMN, e estabelecendo um novo teto para a alíquota dos recolhimentos compulsórios²⁴⁵. Meses mais tarde (julho), a Cared migrou para o Banco Central, sendo renomeada Gerência de Operações Bancárias (GOB) e passando a ser responsável tanto pelas operações de redesconto como pela operacionalização da exigência sobre os depósitos²⁴⁶.

Em linha com as novas regras, o CMN fixou o recolhimento compulsório em 25% do valor total dos depósitos²⁴⁷ (agosto), sem discriminar entre à vista e a prazo, e determinou que pelo menos 75% do total fosse cumprido em espécie. A medida também autorizou a liberação de até 40% da exigência, desde que os valores equivalentes fossem empregados em operações (previamente definidas) de financiamento rural.

²⁴⁴ Em 31 de março de 1965, noventa dias após a sua publicação.

²⁴⁵ 25% do total dos depósitos das instituições financeiras.

²⁴⁶ Circular nº 5, de 19 de julho de 1965.

²⁴⁷ Resolução Nº 5, de 26 de agosto de 1965. O mesmo normativo fixou um percentual menor (16%) para os depósitos enquadrados nos seguintes casos: (i) depósitos em bancos sediados nas áreas menos desenvolvidas (territórios federais e estados do Acre, Amazonas, Pará, Maranhão, Piauí, Ceará, Rio Grande do Norte, Paraíba, Pernambuco, Alagoas, Sergipe, Bahia, Espírito Santo, Goiás e Mato Grosso), desde que as instituições mantivessem aplicações nas respectivas regiões não inferiores à soma de 65% do valor dos depósitos com a totalidade dos redescontos ali obtidos; e (ii) depósitos em bancos com sede em outros estados captados nas regiões mencionadas, desde que as instituições mantivessem aplicações locais não inferiores à soma de 70% de tais depósitos com a totalidade dos redescontos ali obtidos.

Três meses mais tarde o colegiado alteraria a redação dessa medida, tornando a discriminar os percentuais da alíquota de acordo com o tipo de depósito²⁴⁸. A mudança manteria o percentual já fixado para os depósitos à vista e a prazo inferior a 90 dias, mas definiria uma exigência menor sobre os demais depósitos a prazo – de acordo com a maturidade dos mesmos²⁴⁹.

Cabe registrar que a Sumoc introduzira uma mudança importante na política de redescontos e ampliara o custo da facilidade no início do ano²⁵⁰. A primeira distinguira as operações entre redesconto de liquidez e redesconto de financiamento, esclarecendo a finalidade de cada uma e estabelecendo um prazo limite de quinze dias para a facilidade de liquidez. A segunda fixara o custo de ambas em 12% a.a.²⁵¹.

O redesconto de liquidez, apresentado em (GOB, 1968) como parte «da própria essência do Banco Central como banqueiro dos bancos», teria por objetivo atender as solicitações de auxílio das instituições, quando diante de eventuais desequilíbrios de caixa. Já o redesconto de financiamento teria por fim disponibilizar meios para que as instituições bancárias expandissem os empréstimos para as atividades consideradas prioritárias pelo governo.

A reação natural esboçada, a princípio, por parte dos bancos, em não aceitarem a distinção que os impunha fazer entre determinados tipos de operação, foi dissipando-se à medida que as Autoridades Monetárias reafirmavam seu propósito de restabelecer a verdadeira função do redesconto, que é a de socorrer os bancos em suas eventuais necessidades de caixa e de supletivamente fomentar determinadas atividades de real interesse econômico.

In (GOB, 1967), p. 3.

²⁴⁸ Resolução nº 10, de 26 de novembro de 1965. As condições para que os depósitos ficassem sujeitos à redução da alíquota também foram facilitadas. Por um lado, foram excluídas as exigências da Resolução nº 5 para os bancos com sede nas regiões menos desenvolvidas. Por outro, os depósitos captados nessas regiões por bancos sediados em outros estados passaram a estar sujeitos ao benefício desde que 60% do valor fosse aplicado localmente.

²⁴⁹ Foram instituídas duas alíquotas para os depósitos a prazo: (i) 14% para as operações entre 90 e 180 dias (9% no caso das instituições e dos depósitos beneficiados pela redução da alíquota); e (ii) 4% para as operações com prazos superiores a 180 dias.

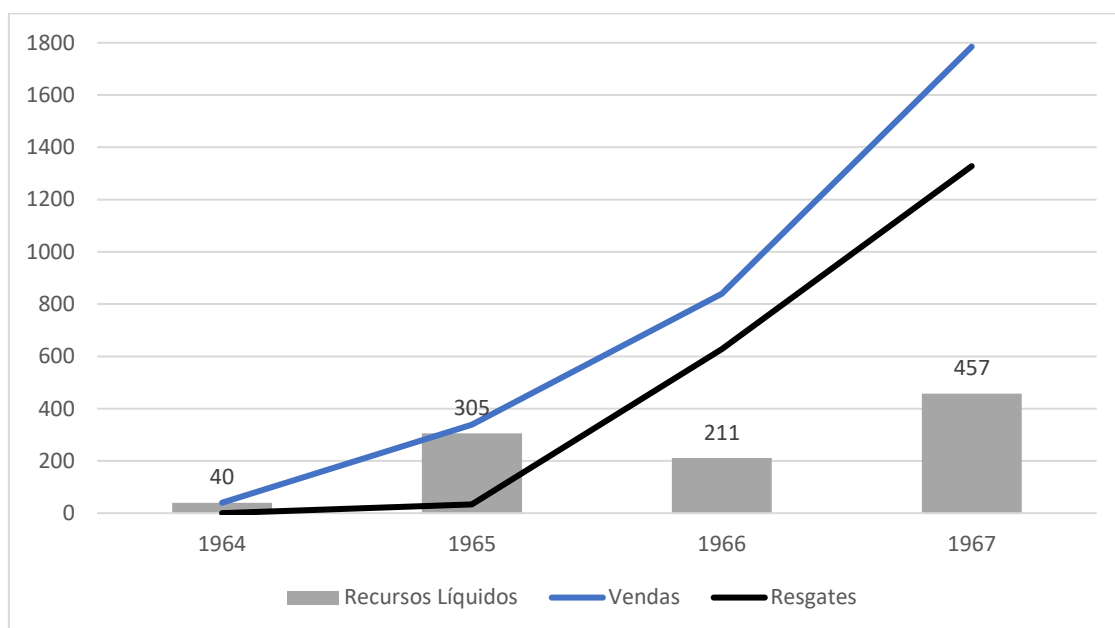
²⁵⁰ Instrução da Sumoc nº 288, de 14 de janeiro de 1965.

²⁵¹ Percentual que poderia ser de 8% ou de 4% quando utilizados títulos rurais como garantia.

Mas as reformas não haviam terminado, e outras duas mudanças seriam levadas a cabo até o final do ano.

Em novembro o presidente determinou a substituição do cruzeiro pelo cruzeiro novo como unidade do padrão monetário nacional²⁵². A alteração previa que a troca de unidade deveria ocorrer «em data a ser fixada pelo Conselho Monetário Nacional», ficando estabelecida a taxa de conversão de mil para um, entre as duas moedas²⁵³.

Figura 7- Colocações, Resgates e Recursos Líquidos obtidos com as ORTN (Cr\$ bilhões)



Fonte: Elaboração própria com base em dados da Gerência da Dívida Pública do Banco Central da República do Brasil publicados em (SPÍNOLA, 1968).

Em seguida, o governo iniciou uma ampla reforma do sistema tributário²⁵⁴, buscando aperfeiçoar o processo de arrecadação e harmonizar as práticas das esferas de poder. A mudança alterou denominações, excluiu e instituiu impostos, e redistribuiu a competência de tributos, entre outros. De acordo com (VARSANO, 1998), o novo

²⁵² Decreto-Lei nº 1, de 13 de novembro de 1965.

²⁵³ Cada mil cruzeiros passariam a valer um cruzeiro novo. A regulação do instrumento legal acabou por ocorrer em fevereiro de 1966, sendo estabelecido, entre outros: (i) que o CMN definiria a data a partir da qual a unidade do Sistema Monetário Brasileiro passaria a ser o cruzeiro novo; (ii) que o símbolo da nova moeda seria «NCr\$»; (iii) que a denominação «cruzeiro» voltaria a ser utilizada (em substituição a «cruzeiro novo») em data futura a ser decidida pelo CMN – acompanhada da retorno do símbolo «Cr\$»; e (iv) o calendário de substituição das cédulas em circulação.

²⁵⁴ Emenda Constitucional nº 18, de 1º de dezembro de 1965. Sua regulamentação ocorreria somente no ano seguinte e a vigência das inovações teria início em janeiro de 1967.

desenho tributário passou a constituir um verdadeiro sistema, transformando-se em elemento importante da estratégia de crescimento traçada pelo governo.

Entre as mudanças mais relevantes, duas merecem um destaque especial. A primeira foi a substituição do Imposto de Vendas e Consignações (IVC), de competência dos estados e principal fonte de arrecadação dos mesmos, pelo Imposto sobre Circulação de Mercadorias (ICM). Enquanto o IVC incidia sobre o valor global das operações, promovendo um efeito cascata sobre as várias etapas da vida de um produto (até sua venda final), a exigência do ICM passou ocorrer apenas sobre os valores acrescentados em cada transação²⁵⁵. A segunda compreendeu as instituições do Fundo de Participação dos Estados e do Distrito Federal (FPEDF) e do Fundo de Participação dos Municípios (FPM), inovação que passou a destinar 20% das receitas arrecadadas com o Imposto de Renda e com o IPI, ambos de competência da União, às esferas estadual e municipal do governo (10% para cada uma). A mudança ampliou o repasse de verbas da União às demais esferas de governo, antes restrita a um percentual menor do Imposto de Renda.

A administração fazendária federal foi reorganizada; o IR sofreu revisões que resultaram em vigoroso crescimento de sua arrecadação; e o imposto de consumo foi reformulado dando origem ao Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI), com resultado semelhante. A Emenda Constitucional nº 18/65 que, com algumas alterações, incorporou-se ao texto da Constituição de 30 de janeiro de 1967 e o Código Tributário (Lei nº 5.172, de 25 de outubro de 1966) são os documentos legais que marcam o fim dos trabalhos desta reforma.

In (VARSANO, 1998), p. 9.

Dos três nortes da estratégia do PAEG, somente o da política salarial conduziu à produção de resultados alinhados com as projeções ao final de 1965. Os demais sofreram desvios, embora não tenham comprometido a condução do Programa.

No âmbito fiscal, as políticas adotadas permitiram que o déficit da União não se afastasse muito do programado. Ao total estimado em Cr\$ 778 bilhões²⁵⁶, houve um

²⁵⁵ O mesmo ocorreu com o Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI), nova denominação do Imposto de Consumo.

²⁵⁶ Cerca de US\$ 421 milhões, com base na taxa de câmbio livre (venda) ao final de 1964.

acrécimo de aproximadamente Cr\$ 43 bilhões²⁵⁷ (de resultados negativos), sendo grande parte da soma financiada de forma não inflacionária, com a emissão de ORTN²⁵⁸. Devido a isso, o montante custeado com a emissão de papel-moeda acabou por restringir-se à cerca de Cr\$ 574 bilhões²⁵⁹.

No tocante ao controle do crédito, o PAEG procurara limitar a expansão das operações aos montantes previstos no Orçamento Monetário, mas isso também não ocorrera. Apesar do crescimento do volume ofertado pelo Banco do Brasil ter se limitado a Cr\$ 306 bilhões, o montante acrescido pelas demais instituições elevou o total para Cr\$ 2,02 trilhões, superando em muito a estimativa do Programa (Cr\$ 986 bilhões)²⁶⁰. Mesmo assim o PAEG logrou êxito em reduzir o ritmo da expansão dos empréstimos ao setor privado (de 80% para 58%)²⁶¹ e, considerando que os meios de pagamento cresceram cerca de 77% (ante os 30% da proposta original), acabou por produzir um resultado restritivo.

Segundo (SIMONSEN, 1966), a expansão dos meios de pagamento fora resultado de dois fatores principais e imprevistos: (i) a acumulação de reservas internacionais, fruto do superávit no balanço de pagamentos e das compras, com moeda nacional, das divisas estrangeiras; e (ii) a safra superabundante de café que, combinada com uma exportação menos substantiva, levava o governo a adquirir os excedentes do produto.

Apesar da preocupação com a inflação, a política de crédito pretendia evitar recuos nos níveis de produção e de emprego. Sua estratégia, portanto, era limitar a expansão do estoque à taxa de crescimento dos meios de pagamento, não promover uma redução real dos recursos ofertados.

²⁵⁷ O déficit total foi de Cr\$ 821 bilhões.

²⁵⁸ De acordo com os números da Gerência da Dívida Pública do Banco Central publicados em («Negociação das ORT's tende ao equilíbrio com vendas de outubro», 1968; SPÍNOLA, 1968), os recursos líquidos arrecadados pelo BCRB através da colocação de ORTN atingiram Cr\$ 305 bilhões em 1965.

²⁵⁹ De acordo com (GOB, 1966), p. 19.

²⁶⁰ As expansões estimadas para os empréstimos ao setor privado eram de Cr\$ 343,2 bilhões (Banco do Brasil, excluídas as operações relacionadas ao café) e de Cr\$ 642,8 bilhões (bancos privados). Ambos os números foram obtidos em (MPCE, 1965), p. 68, e refletiam as estimativas de outubro de 1964 para os resultados do ano seguinte.

²⁶¹ De 80,3% em 1964 para 57,5% em 1965. Números calculados com base nas tabelas «Balancete consolidado do sistema bancário» de (IBGE, 1965, 1967b, 1967a).

Os resultados líquidos do Programa, ao final de 1965, foram recuos da taxa de inflação e do ritmo de expansão da economia. O IGP-DI anual variou de 92,1% (1964) para 34,2% e a taxa de crescimento do PIB de 3,4% (1964) para 2,4%, prejudicada pelo mau desempenho da produção industrial.

(SIMONSEN, 1966) pontua que duas outras iniciativas haviam contribuído significativamente para a contenção da inflação: a adoção de uma política de tabelamento de preços e, principalmente, a publicação da Portaria 71, ambas pela Superintendência Nacional do Abastecimento (Sunab). A Portaria, assinada em fevereiro de 1965²⁶², oferecera uma série de benefícios fiscais e creditícios às empresas que se comprometessem formalmente (e voluntariamente) a manter estáveis os valores cobrados, ou a aumentá-los somente com autorização prévia - até dezembro de 1965.

A despeito dos números do PAEG, o novo regime também enfrentara seu primeiro revés nas urnas.

Nenhuma das medidas adotadas após o golpe²⁶³ alterara o calendário eleitoral dos estados, e as eleições foram realizadas normalmente em onze deles em 3 de outubro. Com elas, mesmo diante dos vetos da «Linha Dura» do regime a algumas candidaturas, políticos da oposição venceram em unidades chave da federação, como a Guanabara e Minas Gerais, tornando-se governadores. Tal resultado alarmou as alas mais radicais das Forças Armadas, que identificavam em Castello Branco uma postura excessivamente complacente com os «inimigos».

Sob pressão desses grupos, o general-presidente acabou por baixar o AI-2²⁶⁴ que, entre outras mudanças, determinou que a eleição do Presidente e do Vice-Presidente da República fosse realizada pela maioria absoluta dos membros do Congresso, em sessão pública e por meio de votação nominal – de forma a evitar surpresas decorrentes do

²⁶² A Portaria nº 71 foi assinada pelos Ministros da Fazenda, da Indústria e Comércio, e do Planejamento, e pelo Superintendente da Sumoc.

²⁶³ AI-1 ou a Emenda Constitucional nº 9.

²⁶⁴ Ato Institucional nº 2, de 27 de outubro de 1965.

voto secreto. O instrumento ainda ampliou os poderes do Presidente e extinguiu os partidos existentes.

Os militares consideravam que o sistema multipartidário era um dos fatores responsáveis pelas crises políticas. Desse modo, deixaram de existir os partidos criados no fim do Estado Novo que, bem ou mal, exprimiam diferentes correntes da opinião pública. A legislação partidária forçou, na prática, a organização de apenas dois partidos: a Aliança Renovadora Nacional (Arena), que agrupava os partidários do governo, e o Movimento Democrático Brasileiro (MDB), que reunia a oposição.

In (FAUSTO, 2006), p. 474.

Castello Branco tornaria a baixar um novo Ato Institucional no ano seguinte, o de nº 3 (AI-3)²⁶⁵, determinando que a eleição dos governadores e vice-governadores dos estados também fosse realizada de forma indireta, pela maioria absoluta dos membros da Assembleia Legislativa, em sessão pública e votação nominal.

O ano de 1966 foi de aprofundamento das reformas e de obtenção de resultados mais robustos da política econômica.

Em sequência às alterações nas regras salariais, o governo aprovou uma mudança importante na lei trabalhista, com impacto direto na questão da estabilidade do emprego: a instituição do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS)²⁶⁶.

Até a criação do Fundo, que só entrou em vigor em janeiro de 1967, a Consolidação das Leis do Trabalho (CLT) assegurava a estabilidade dos trabalhadores do setor privado que completassem dez anos em uma mesma empresa. Além disso, a legislação previa o

²⁶⁵ Ato Institucional nº 3, de 5 de fevereiro de 1966.

²⁶⁶ Cabe registrar que a mudança foi fruto de uma lei que não chegou a ser aprovada pelo Congresso (Lei nº 5.107, de 13 de setembro de 1966), tendo sido promulgada no âmbito do AI-2. O *caput* do artigo 5º desse Ato Institucional estabelecia: «A discussão dos projetos de lei de iniciativa do Presidente da República começará na Câmara dos Deputados e sua votação deve estar concluída dentro de 45 dias, a contar do seu recebimento». Seu primeiro parágrafo, entretanto, determinava: «Findo esse prazo sem deliberação, o projeto passará ao Senado com a redação originária e a revisão será discutida e votada num só turno, e deverá ser concluída no Senado Federal dentro de 45 dias. Esgotado o prazo sem deliberação, considerar-se-á aprovado o texto como proveio da Câmara dos Deputados».

pagamento de uma indenização (equivalente a um mês de salário por ano trabalhado) ao funcionário que fosse objeto de uma demissão imotivada.

Com a instituição do FGTS, o contratante passou a ficar obrigado a depositar mensalmente, em uma conta específica²⁶⁷, o valor correspondente a 8% do salário do empregado. Uma vez depositados, os recursos seriam atualizados monetariamente e receberiam uma remuneração (juros)²⁶⁸. Em contrapartida, a empresa poderia rescindir o contrato de trabalho a qualquer momento e sem justa causa, sendo necessário, porém, depositar um montante equivalente a 10% dos valores correspondentes aos depósitos, à correção monetária e aos juros acumulados até a data da rescisão na conta vinculada ao empregado.

Os recursos desse Fundo, formado pelo conjunto das contas vinculadas aos trabalhadores, seriam geridos pelo Banco Nacional da Habitação (BNH) de acordo com as normas expedidas por um Conselho Curador. Entretanto, a aplicação seria feita tanto pelo BNH, como pelos demais órgãos do Sistema Financeiro da Habitação (SFH) e pelos estabelecimentos bancários credenciados.

Os sindicatos criticaram o fim da estabilidade. Pontuaram, entre outras coisas, que o fim do instituto comprometeria a garantia de emprego das lideranças (ao final de seus mandatos), desestimulando a luta pelos interesses das categorias e favorecendo um menor comprometimento com os associados²⁶⁹. Ante as críticas, o Ministério do Planejamento argumentou que a estabilidade era uma peça de ficção, pois temendo a indolência e a indisciplina dos empregados, muitos patrões os demitiam antes do cumprimento dos dez anos.

Outro ponto defendido pelos partidários do projeto era que os funcionários dispensados em menos de doze meses sequer recebiam indenização (antes da instituição do FGTS), havendo um estímulo para o empregador os despedir antes de completado esse período. Além disso, os defensores da mudança alegavam que a instituição do Fundo

²⁶⁷ Que deveria ser aberta em nome do empregado em um banco da preferência da empresa.

²⁶⁸ Essa remuneração variava de acordo com o tempo de serviço do trabalhador.

²⁶⁹ A exclusão de tal direito acabou por mobilizar os membros do Congresso, levando os deputados da oposição (MDB) e parte dos da situação (Arena) a se recusarem a votar a nova lei.

tenderia a aumentar o interesse dos patrões no aperfeiçoamento de seus empregados, tornando-os mais produtivos e viabilizando o acesso a melhores condições salariais.

A nova legislação chegou a dar ao trabalhador o direito de optar entre os regimes antigo (estabilidade) e o novo (FGTS). Porém, como a contratação cabia sempre ao empregador (e como este tendia a rejeitar quem optasse pela estabilidade), a mudança, na prática, acabou por tornar-se compulsória.

A ampliação da arrecadação (anterior à vigência do novo Código Tributário²⁷⁰) combinada com a política de contenção de despesas acabou por produzir o melhor resultado fiscal da União de todo o governo Castello Branco: um déficit de Cr\$ 131,5 bilhões²⁷¹. Além do forte recuo ante o número do ano anterior (Cr\$ 821 bilhões), o montante foi integralmente financiado pela colocação líquida de ORTN²⁷², evitando que o governo precisasse recorrer à emissão de moeda.

No tocante à expansão do estoque de crédito ao setor privado, dois movimentos se destacaram: (i) a redução relativa do aumento, na comparação com o ano anterior, de 57,5% para 33,6%; e (ii) a inversão dos papéis entre o Banco do Brasil e os demais bancos comerciais no crescimento total. Contudo, e ao contrário do que ocorrera em 1965, o aumento do estoque superou a expansão dos meios de pagamento (15,8%²⁷³) – a menor de toda a série do período ditatorial (1964-1985).

Finalmente, influenciada pela facilidade de crédito em 1965 e pela capacidade ociosa acumulada nos três anos de estagnação (RESENDE, 2014), a produção industrial registrou um crescimento de 11,7%²⁷⁴, permitindo que o PIB tornasse a apresentar uma expansão robusta (6,7%).

²⁷⁰ Cabe registrar que as mudanças tributárias aprovadas em 1965 foram regulamentadas somente no ano seguinte, tendo a sanção do Código Tributário Nacional (Lei nº 5.172, de 25 de outubro de 1966) constituído o principal marco do processo.

²⁷¹ Número da tabela «Orçamento e Balanço – 1964-67» em (IBGE, 1969), p. 550.

²⁷² NCr\$ 211 milhões (ou Cr\$ 211 bilhões) de acordo com os números do Banco Central divulgados em («Negociação das ORT's tende ao equilíbrio com vendas de outubro», 1968; SPÍNOLA, 1968).

²⁷³ Número do Banco Central do Brasil.

²⁷⁴ O desempenho do ano anterior havia sido de -4,7%. Ambos os percentuais foram calculados com base nos números de (IBGE, 1971), p. 504.

Entretanto, o sucesso das políticas fiscal e de contenção do crédito resultara em uma maior escassez de moeda ao longo do ano, exigindo a intervenção das autoridades monetárias.

(...) alguns setores da atividade econômica, acostumados a compor seu capital de giro com sistemáticas solicitações de crédito, não suportando o impacto da política de contenção do ritmo de crescimento de expansão monetária, manifestaram dificuldades financeiras e pressionaram o sistema bancário que, por sua vez, sofria os reflexos da modificação do padrão de comportamento do público, que preferia reter parcela maior em moeda corrente do que em depósitos nos bancos.

In (GOB, 1967), p. 3.

Para amenizar o problema, o BCB aprovou, em julho, a liberação em espécie de 10% dos recolhimentos compulsórios²⁷⁵, medida que em pouco tempo mostrou-se insuficiente. Dias mais tarde, também em julho, o CMN autorizou a redução temporária (até outubro) das alíquotas incidentes sobre os depósitos à vista (e a prazo de até 90 dias)²⁷⁶.

Mais adiante, ao aproximar-se o vencimento da medida temporária, e buscando evitar o impacto de um fim abrupto, o Conselho decidiu programar um «pouso suave»²⁷⁷. Para isso, estabeleceu um cronograma para o retorno da exigência às alíquotas originais, reduziu o percentual mínimo do recolhimento em dinheiro (para 70%) e ampliou (para 20%) a liberação do cumprimento da exigência caso a instituição aplicasse recursos em ORTN²⁷⁸.

Cabe registrar que a menor disponibilidade de moeda pressionara os bancos a recorrerem ao redesconto, provocando uma grande expansão do saldo das operações –

²⁷⁵ Circular nº 46, de 11 de julho de 1966.

²⁷⁶ Resolução nº 30, de 20 de julho de 1966. A medida reduziu temporariamente as alíquotas da exigência (de 25% para 21%) incidente sobre os depósitos à vista e a prazo até 90 dias. No caso dos depósitos coletados nas áreas menos desenvolvidas (territórios federais e estados do Acre, Amazonas, Pará, Maranhão, Piauí, Ceará, Rio Grande do Norte, Paraíba, Pernambuco, Alagoas, Sergipe, Bahia, Espírito Santo, Goiás e Mato Grosso) a redução foi de 16% para 14%, desde que: (i) a instituição tivesse sede nessa área e mantivesse lá aplicado 65% do valor dos depósitos; ou (ii) não tivesse sede na área, mas mantivesse lá aplicado 70% do valor dos depósitos.

²⁷⁷ Resolução nº 36, de 17 de setembro de 1966.

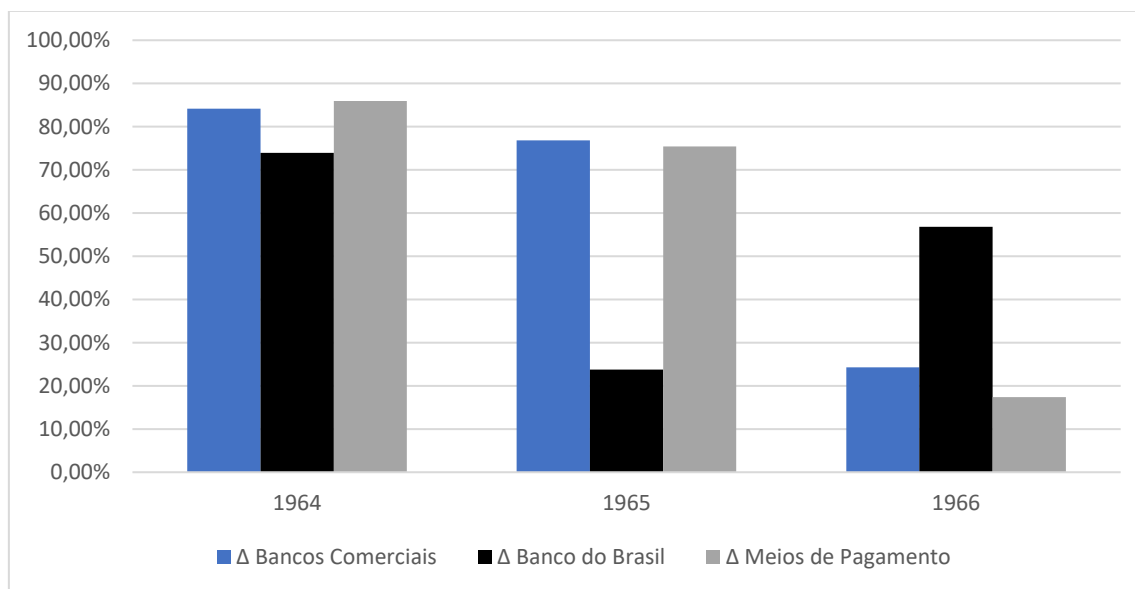
²⁷⁸ A Resolução nº 5 determinara que pelo menos 75% da exigência fosse cumprida em espécie, facultando à instituição bancária cumprir os restantes 25% da seguinte forma: (i) até 40% em instrumentos de financiamento rural – o equivalente a 10% do total; e (ii) até 60% em ORTN – o equivalente a 15% do total.

especialmente no primeiro semestre. O movimento só arrefeceu parcialmente a partir de agosto, após as liberações do recolhimento compulsório, ainda assim as operações permaneceram em um patamar elevado até o final do ano.

Mesmo diante do que ocorreu com a oferta de liquidez, a inflação anual tornou a acelerar (39,11%), em um movimento atribuído pela revista Conjuntura Econômica²⁷⁹ a quatro fatores principais: (i) o impacto retardado da expansão monetária do ano anterior; (ii) o mau resultado das safras de 1966²⁸⁰; (iii) a revisão e o encerramento do controle de preços realizado pela Sunab²⁸¹; e (iv) a atualização de diversos preços administrados, em função das cláusulas de correção monetária, como os aluguéis, as tarifas de serviços de utilidade pública e etc.

Cabe sublinhar que política salarial permaneceu em linha com as reformas realizadas após o golpe de Estado, contribuindo para a contenção do poder de compra do trabalhador.

Figura 8 - Variação anual dos estoques de empréstimos ao setor privado (Banco do Brasil e demais bancos comerciais) e dos meios de pagamento (M1)



Fonte: Elaboração própria com base nos números do Anuário Estatístico Brasileiro dos anos de 1964, 1965, 1966 e 1967.

²⁷⁹ Ver («Panorama do Ano», 1967).

²⁸⁰ Fruto das condições climáticas adversas e que produziu um efeito importante nos preços dos alimentos.

²⁸¹ No início de 1966.

Amparada pelas mudanças impostas pelo AI-2 e pela Emenda Constitucional nº 9, o Colégio Eleitoral escolheu, em 3 de outubro, o general Artur da Costa e Silva e o deputado Pedro Aleixo como novos presidente e vice-presidente da República, respectivamente. Quinze dias mais tarde, um novo Ato²⁸² de Castello Branco decretou o «recesso do Congresso Nacional» e autorizou o «presidente da República a legislar».

Precisamente às 5 horas a luz da Câmara e do Senado foi cortada, o telefone foi desligado em menos de três minutos, numa verdadeira operação bélica: o Congresso estava completamente cercado. Os militares fardados, em uniformes de campanha, invadiram a entrada e penetrando no saguão do Congresso, expulsando os civis, barraram a entrada. Nós, então, fomos todos para o Gabinete do Deputado Adauto Lúcio Cardoso (Presidente da Câmara dos Deputados), de onde verificamos que as metralhadoras estavam apontadas para nós. Ali permanecemos, até que chegou o Nilo Coelho, trazendo o Ato que decretou o recesso.

Relato do vice-líder da oposição, Deputado João Herculino in («Herculino pede continuação da luta», 1966)

O novo regime visara o controle do Congresso desde o início do golpe militar, pois isso permitia a aplicação de um verniz democrático à imposição de medidas tidas como necessárias. Entretanto, apesar da cassação de diversos parlamentares (antes e depois da posse de Castello Branco), o Legislativo não chegara a se submeter por completo. Os elementos da oposição, por vezes apoiados por parlamentares da base do governo, haviam sido capazes de dificultar e até mesmo de bloquear algumas das iniciativas do Executivo.

Com as eleições legislativas marcadas para novembro, o regime passara a recear a repetição do resultado de outubro de 1965.

Em face desse temor, Castello Branco, apesar de pregar que tais escolhas deveriam ser do povo, passou a cassar mandatos de parlamentares candidatos à eleição que, supostamente, poderiam constituir oposição ao governo. O objetivo desses atos não era só intimidar a oposição nas eleições para o Congresso. Imaginava, através deles, permitir

²⁸² Ato Complementar nº 23, de 20 de outubro de 1966.

a aprovação de uma Constituição ao gosto do governo, impedir débeis tentativas de resistência e reduzir o número de possíveis opositores. Castello Branco usava as cassações também porque, para preservar sua credibilidade junto aos militares em geral, precisava manter sob controle seus críticos do MDB.

In (VASCONCELOS, 2013), p. 349.

O Congresso permaneceu fechado até 22 de novembro, sete dias após as eleições legislativas. Nesse período, e em meio à campanha (de parte) da oposição pelo voto nulo, o partido do governo (Arena) acabou por obter 63,9% dos votos válidos para a Câmara dos Deputados, restando apenas 36% ao MDB. Os votos brancos e nulos atingiriam 21% do total geral.

Dias mais tarde²⁸³ Castello Branco editou o Ato Institucional nº 4 (AI-4), convocando o Congresso Nacional para se reunir de forma extraordinária. Dessa vez o objetivo era discutir, votar e promulgar o projeto de Constituição apresentado pelo Presidente da República.

A nova Carta Magna acabou por ser promulgada em 24 de janeiro do ano seguinte e, como pontua (FAUSTO, 2006), incorporou uma legislação que ampliou os poderes do Executivo – embora não tenha preservado os dispositivos que autorizavam cassações de mandatos, perdas de direitos políticos etc.

Também em janeiro de 1967 ocorreu a última grande intervenção das autoridades monetárias sob a presidência Castello Branco.

O saldo das operações de redesconto de liquidez aumentara significativamente ao longo de 1966 e, segundo a análise do BCB, parte dos bancos adotara uma política de encaixes «divorciada da boa técnica» que os levava a recorrer a «sucessivas operações ao fim do prazo de 15 dias», ampliando muito, na prática, a duração da assistência. Para «disciplinar esse comportamento» e conter as «excessivas solicitações de recursos», o

²⁸³ Em 7 de dezembro de 1966.

CMN decidiu «elevar a estrutura da taxa de juros» das operações²⁸⁴, medida que alcançou exclusivamente o redesconto de liquidez.

O CMN ainda estabeleceria a data de 13 de fevereiro de 1967 como o do início da circulação da nova unidade do Sistema Monetário Brasileiro, o «cruzeiro novo»²⁸⁵. No mesmo dia começaria a recolha paulatina das cédulas da moeda anterior.

Após ter realizado amplas reformas políticas e econômicas, Castello Branco entregou o comando do Executivo ao seu sucessor, Artur da Costa e Silva, em 15 de março de 1967. Sob a presidência do novo general teria início uma nova fase da economia brasileira, que ficaria conhecida como «Milagre Econômico».

²⁸⁴ A decisão foi tomada na sessão de 20 de janeiro de 1967 e está documentada em (GOB, 1968). Segundo (SPÍNOLA, 1967), foi materializada por meio de uma circular interna, remetida diretamente aos bancos. A nova estrutura da taxa de juros para o redesconto de liquidez foi montada sobre as seguintes bases: (i) cobrança de comissão equivalente a 10% a.a. nas operações intralimite (esse limite era fixado em 5% do valor total dos depósitos da instituição); (ii) elevação da comissão para 18% a.a. na eventualidade de solicitações extralimite; (iii) aplicação de uma taxa de juros de 12% a.a. (independentemente das comissões) às operações garantidas por títulos rurais ou outros com taxas (antes) favorecidas; e (iv) devolução dos juros e das comissões, exceto os referentes ao último dia do período, nos casos de liquidação antes do prazo normal de 15 dias.

²⁸⁵ Resolução nº 47, de 8 de fevereiro de 1967.

Capítulo IV – O Milagre Econômico (1968 - 1973)

4.1. Introdução

O período conhecido como «Milagre Econômico» compreendeu as presidências de Artur da Costa e Silva (1967-1969) e de Emílio Garrastazu Médici (1969-1974), sendo caracterizado, no tocante à economia, pela grande aceleração do crescimento do PIB e pelo recuo da inflação. Em apenas seis anos o Produto acumulou uma expansão de 88,6%, com taxas anuais sempre iguais ou superiores a 9,5% (as maiores de todo o período pós-guerra). Adicionalmente, o ritmo da variação dos preços apresentou uma trajetória descendente, aproximando-se dos 15% a.a. ao final do sexênio. Esse desempenho foi acompanhado por uma melhoria contínua dos resultados do Tesouro²⁸⁶, pelo aumento percentual da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) no PIB, e pela ampliação do peso do Estado na economia²⁸⁷.

Embora não haja consenso quanto ao peso da participação relativa dos determinantes desse ciclo, esses últimos tendem a ser agrupados em três blocos principais: (i) as reformas promovidas pelo PAEG, com destaque para a tributária e a financeira; (ii) o ambiente externo favorável, com ampla oferta de liquidez a juros reduzidos; e (iii) a política econômica de Antônio Delfim Netto, ministro da Fazenda de ambos os governos. Por um lado, as reformas teriam provido uma maior racionalidade ao sistema tributário, viabilizando o aumento da arrecadação e criando as condições para a expansão do crédito. Por outro, a elevação da oferta de liquidez internacional favorecera a captação de recursos a um custo reduzido. Finalmente, a política econômica desviara o foco do combate à inflação, da demanda para os custos, o que permitiu o afrouxamento das políticas fiscal e monetária, e estimulou a retomada do crescimento.

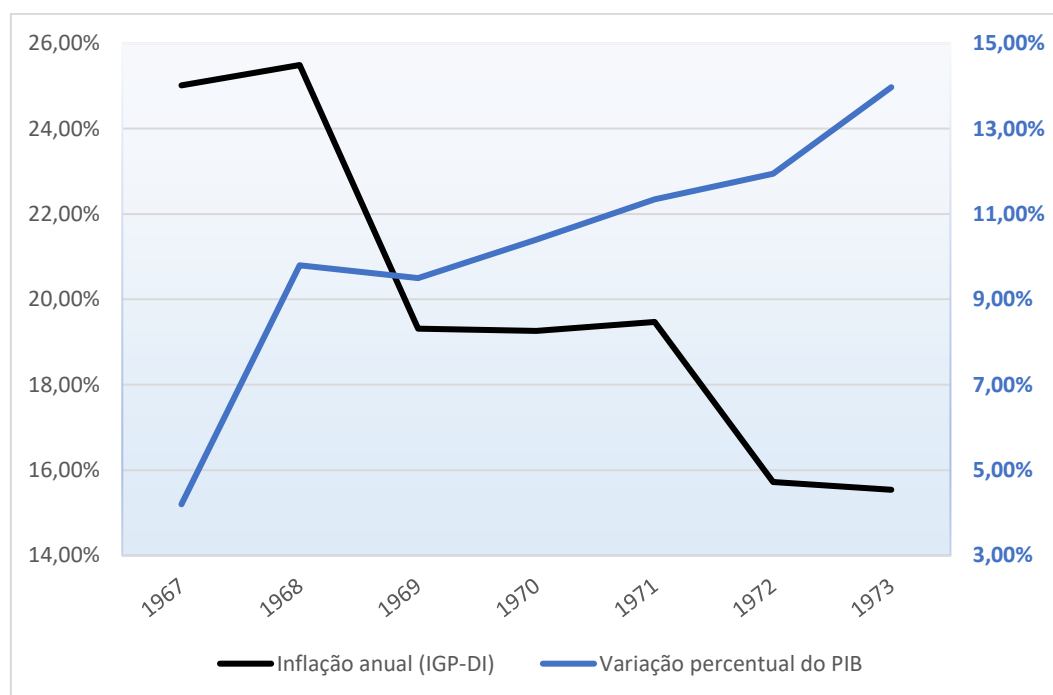
²⁸⁶ Que se tornaram superavitários a partir de 1973.

²⁸⁷ De acordo com dados da Revista Visão, a participação percentual do patrimônio líquido das estatais no acumulado das 100 maiores empresas do país migrou de 58,6% para 74,4%, com a presença do Estado se concentrando nos serviços públicos e na indústria de transformação - especialmente na produção de insumos básicos e intermediários para os demais setores («Análise Global - Distribuição e rentabilidade das maiores empresas da economia brasileira, no período 1968 a 1974», 1975).

Apesar da exuberância dos resultados, o país mergulhou em águas turvas no tocante à democracia e a liberdade. O aumento do arbítrio e da repressão do regime levou o sexênio a receber a alcunha de «Anos de Chumbo», cujo marco inicial foi a publicação do Ato Institucional nº 5 (AI-5), em dezembro de 1968.

O novo instrumento autorizou o fechamento do Congresso por tempo indeterminado, deu poderes para o governo suspender direitos políticos e cassar mandatos, e suprimiu garantias legais e constitucionais (como o *habeas corpus*), entre outros. Iniciava-se ali um período de ampla perseguição política, com prisões arbitrárias, torturas e assassinatos, e que se estenderia até o final do governo Médici, em 15 de março de 1974.

Figura 9 - Evolução da taxa de crescimento do PIB e do IGP-DI entre 1967 e 1973



Fonte: Elaboração própria com base em dados do IBGE e do IPEA.

4.2. Governo Costa e Silva

Considerado um dos militares da chamada «Linha dura», o general Arthur da Costa e Silva tornou-se o 25º Presidente da República em março de 1967, já sob a égide da nova Constituição. Para a Fazenda, ele nomeou o economista, professor e ex-secretário da

Fazenda de São Paulo, Antônio Delfim Netto. Para o Planejamento a escolha recaiu sobre o político e bacharel em direito Hélio Beltrão.

Delfim acreditava que a estratégia de combate à inflação do PAEG baseara-se na contração da demanda global por bens e serviços, na qual a redução dos déficits orçamentários ocupava um papel principal. Em sua visão, o modelo amparara-se na ampliação das receitas do governo (dada a maior dificuldade para reduzir as despesas), drenando parte dos recursos privados e promovendo a redução das margens de lucro. Além disso, a opção pela emissão de títulos para financiar os déficits da União, fizera com que o Estado reduzisse a capacidade do sistema de ofertar liquidez (incluindo a empregada no financiamento das atividades produtivas).

Por um lado, a associação entre as estratégias fiscal e de contenção do crédito contribuíra para a elevação das taxas de juros, ampliando os custos das empresas. Por outro, a combinação entre o recuo das margens de lucro e a formação de expectativas negativas (para a demanda futura) incentivara a redução do investimento, deprimindo a demanda agregada e autorrealizando as projeções pessimistas.

Entretanto, a tese de Delfim era que o nível da inflação era explicado por pressões adicionais às da demanda, como as dos custos, e com base nesse diagnóstico, o ministro decidiu fazer ajustes nos «nortes do PAEG». A política salarial e parte da política fiscal seriam mantidas, mas a estratégia aplicada à oferta de crédito ao setor privado sofreria mudanças importantes.

Cabe sublinhar que a política salarial fora considerada conceitualmente correta pelo novo governo, havendo apenas um pequeno senão: as projeções para a inflação futura. Com isso, a gestão da economia passaria a reconhecer que o modelo de reajustes havia levado a uma redução progressiva do poder aquisitivo dos trabalhadores – tema que seria abordado (parcialmente) mais adiante.

A inflação brasileira recente não pode ser explicada em termos de esquemas puros de inflações de demanda ou de custos, mas que estas duas formas de tensões se alternam no tempo, sendo possível localizarem-se fases em que predominaram os estímulos da demanda ou o crescimento dos custos. Na verdade, a inflação de custos estava latente

na economia, porém oculta pelo crescimento da demanda, e somente emergiu quando foi feito o controle da demanda. Mais ainda, algumas tensões de custos foram criadas pela própria forma de combate à inflação posta em prática no período 1964-66, o que acentuou a inflexibilidade para baixo das taxas de inflação, forçando um ajustamento principalmente da produção, e não dos preços, em resposta ao controle da demanda.

In (MPCG, 1967), p. 151.

As mudanças propostas pelo governo foram consubstanciadas em um documento publicado pelo Ministério do Planejamento e Controle Geral (MPCG) em julho: o «Diretrizes de Governo – Programa Estratégico de Desenvolvimento» (PED)²⁸⁸. Seu conteúdo deveria orientar tanto a ação governamental em 1967 como a elaboração do novo Plano Trienal do Governo (1968-1970).

Em um primeiro momento, o objetivo do Programa era «alcançar níveis próximos à plena utilização da capacidade, mantendo a inflação sob controle»²⁸⁹. A proposta era combinar uma política de estímulos seletivos à demanda com uma política de expansão da liquidez, de forma a que tão logo a procura reagisse, a oferta de capital de giro permitisse o aumento da produção. Esses estímulos teriam por alvo os artigos produzidos pelos setores mais impactados pelo PAEG, cujas capacidades instaladas dispunham de maior folga.

No momento seguinte, e ao longo dos anos subsequentes, o governo esperava que a intensificação dos investimentos privados, aliada à manutenção de inversões públicas em nível adequado, viabilizasse a manutenção de taxas de crescimento anuais do produto em níveis iguais ou superiores a 6% a.a..

Subordinados a tais diretivas, os esforços do PED deveriam concentrar-se na eliminação de problemas crônicos, por meio de ações organizadas em nove áreas estratégicas: (i) elevação da produção e da produtividade agrícolas; (ii) resolução dos principais

²⁸⁸ Segundo Alves e Sayad apud (LAGO, 2014), p. 214, o Programa beneficiaria-se «de uma estrutura administrativa com experiência de Planejamento, o Escritório de Pesquisa Econômica Aplicada (EPEA)» que tinha «acabado de realizar o Plano Decenal de Desenvolvimento Econômico para o governo anterior» e que se transformaria no Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA) do Ministério do Planejamento.

²⁸⁹ Ver (MPCG, 1967), p. 22.

problemas no abastecimento; (iii) eliminação de deficiências e de pontos de estrangulamento da infraestrutura econômica; (iv) contenção ou redução dos custos básicos sob controle direto ou indireto do governo; (v) consolidação das indústrias básicas; (vi) ampliação dos mercados interno e externo; (vii) aumento da eficiência do setor público; (viii) estímulo à pesquisa científica e tecnológica; e (ix) efetivação de programas prioritários nos setores de educação, saúde e habitação²⁹⁰.

O governo adotou uma série de medidas fiscais para induzir a reativação da economia, destacando-se as mudanças nas regras do Imposto de Renda da Pessoa Física (IRPF) e do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI). A primeira atualizou²⁹¹ o teto da isenção e as faixas de tributação do imposto, prevendo alcançar 63% dos contribuintes e promover uma elevação de cerca de 4% do salário real dos impactados²⁹². A segunda alterou os prazos para o recolhimento do tributo, além de oferecer a possibilidade de uma quitação facilitada dos débitos em atraso²⁹³. Na prática, esta última mudança permitiu uma retenção do imposto devido por 30 dias adicionais, funcionando como um reforço do capital de giro das empresas (com custo zero).

Se por um lado a mudança no IRPF constituía um estímulo à expansão do consumo, por outro, a alteração do IPI ampliava a capacidade de resposta do setor produtivo, cabendo pontuar que a indústria dispunha de uma capacidade ociosa elevada, o que favorecia uma reação rápida da oferta (uma vez criada a demanda e disponibilizados os recursos).

Como a questão do «custo do dinheiro» tornara-se central no novo programa do governo, a política monetária atuou em mais de uma frente para ampliar a oferta de moeda e melhorar as condições de captação para empresas e consumidores. Nesse processo, quatro medidas merecem destaque, tendo todas sido aprovadas pelo CMN ao longo do segundo semestre do ano.

²⁹⁰ Ver (MPCG, 1967), p. 37-38.

²⁹¹ Pelo Decreto-Lei nº 323, de 19 de abril de 1967.

²⁹² Números disponíveis em («Costa e Silva eleva nível de isenção do Imposto de Renda», 1967).

²⁹³ Por meio do Decreto-Lei nº 326, de 8 de maio de 1967.

A primeira²⁹⁴ autorizou os bancos comerciais, de investimento, e de desenvolvimento (privados), a contratar empréstimos no exterior para financiar empresas no país²⁹⁵. O objetivo era permitir que o setor produtivo captasse recursos a taxas inferiores às praticadas no mercado doméstico²⁹⁶, passando a dispor de condições semelhantes às aquelas disponíveis para as multinacionais.

A segunda²⁹⁷ estabeleceu uma «linha especial de refinanciamento» destinada a amparar os financiamentos da manufatura de um conjunto de produtos destinado à exportação. Essa linha teria como limite (para os bancos) o montante equivalente a 10% do teto das operações de redesconto, e seu custo ficaria limitado a 4% a.a., desde que o custo final para o setor produtivo (taxas de juros e comissões incluídas) não excedesse os 8% a.a..

A terceira²⁹⁸ condicionou a autorização para a abertura de novas agências e filiais dos bancos à limitação do custo do dinheiro a 2% a.m.²⁹⁹ ao tomador final. Cabe mencionar que a abertura de agências era a principal forma de captação de recursos novos das instituições.

A quarta³⁰⁰, e última, instituiu um recolhimento compulsório adicional remunerado e temporário³⁰¹ sobre os aumentos dos depósitos³⁰², e dificultou o não enquadramento dos bancos na medida anterior. Caso a instituição optasse por operar nos termos fixados pelo CMN (limitação do custo do dinheiro), a exigência adicional seria de 45% sobre o aumento dos depósitos e teria direito a uma remuneração de 4% a.a.. Caso ela optasse por não se enquadrar, a alíquota aumentaria para 55%, não havendo direito a qualquer remuneração.

²⁹⁴ Resolução nº 63, de 21 de agosto de 1967.

²⁹⁵ Financiamento de capital fixo e de capital de giro das mesmas.

²⁹⁶ De acordo com (SEIXAS, 1967), as taxas de juros praticadas pelos bancos nacionais flutuavam entre 26% e 42% a.a. em outubro de 1967.

²⁹⁷ Resolução nº 71, de 1 de novembro de 1967.

²⁹⁸ Resolução nº 72, de 17 de novembro de 1967.

²⁹⁹ Equivalente a uma taxa de juros máxima de 1% a.m. acrescida de comissões e despesas. O total geral não poderia ultrapassar os 2% a.m..

³⁰⁰ Resolução nº 79, de 26 de dezembro de 1967.

³⁰¹ A Resolução nº 80, de 26 de dezembro de 1967, estabeleceu que o recolhimento adicional vigoraria até 5 de maio de 1968.

³⁰² A medida atingiria apenas o valor que excedesse o total dos depósitos em 5 de dezembro de 1967.

As medidas deram origem a protestos por parte das instituições bancárias e acabaram por levar o CMN a amenizar as condições no início de 1968. A mudança³⁰³ elevou o limite do custo do dinheiro nas operações com prazo superior a 60 dias (de 2% a.m. para 2,5% a.m.³⁰⁴) e ampliou o prazo para o enquadramento dos bancos às novas regras, preservando tanto as exigências adicionais quanto o critério de remuneração.

Apesar do reforço à política de juros, o objetivo principal da instituição do recolhimento adicional fora restringir a expansão monetária em 1968. Os meios de pagamento haviam aumentado em demasia ao longo do primeiro ano do governo, em ritmo bem mais forte que o de 1966³⁰⁵, e, ainda assim, o CMN optara por preservar estáveis os percentuais dos recolhimentos compulsórios.

Paralelamente, a inflação anual caminhara no sentido contrário, recuando em relação à do ano anterior³⁰⁶. Segundo (HERMANN, 2011a; MACARINI, 2000), tal comportamento devera-se, ao menos em parte, à atuação da Comissão Nacional de Estabilização de Preços (Conep³⁰⁷).

Originalmente uma divisão da Sunab, a Conep fora encarregada de coordenar a execução da Portaria 71, que deveria vigorar até o fim de 1965. Porém, tal competência fora prorrogada³⁰⁸ para 1966 e, ao final do ano, um novo Decreto-Lei³⁰⁹ atribuíra à Comissão a responsabilidade de controlar os preços de todos os estabelecimentos

³⁰³ Resolução nº 86, de 12 de janeiro de 1968.

³⁰⁴ Porém, a taxa média do conjunto de créditos concedidos pelo banco ficou limitada a 2,2% a.m..

³⁰⁵ A expansão dos meios de pagamento em 1967 foi de 43,1%, bastante superior à de 1966, 15,8%. Números do Banco Central do Brasil.

³⁰⁶ De 39,12% em 1966 para 25,01% em 1967 (IGP-DI).

³⁰⁷ A Conep, originalmente uma divisão da Superintendência Nacional de Abastecimento (Sunab), fora encarregada de coordenar a execução da Portaria 71, prevista para vigorar até o fim de 1965. Entretanto, tal competência foi prorrogada para 1966 (Decreto nº 57.271, de 16 de novembro de 1965) e, posteriormente, um novo Decreto Lei (Decreto Lei nº 38, de 18 de novembro de 1966) atribuiu à Comissão a responsabilidade de controlar os preços de todos os estabelecimentos industriais e comerciais contribuintes do IPI e do ICM. Finalmente, em maio de 1967 (Decreto nº 60.720, de 12 de maio de 1967), a Conep foi transferida para a jurisdição do Ministério da Indústria e do Comércio.

³⁰⁸ Pelo Decreto nº 57.271, de 16 de novembro de 1965.

³⁰⁹ Decreto-Lei nº 38, de 18 de novembro de 1966. Em seu artigo 5º, o instrumento legal limitara as majorações de preços a 10% acima do nível geral - calculado segundo o critério adotado na atualização dos valores das ORTN. A restrição era válida para o período entre 1 de outubro de 1966 e 31 de dezembro de 1967 e seu descumprimento implicaria em uma multa de 2% sobre a receita bruta apurada no período correspondente ao da elevação de preços constatada pela fiscalização.

industriais e comerciais contribuintes do IPI e do ICM. Finalmente, em maio de 1967, sua jurisdição fora transferida da Sunab para o Ministério da Indústria e do Comércio³¹⁰.

As políticas iniciadas pelo novo governo não chegaram a produzir resultados robustos para a indústria. Entretanto, as dificuldades enfrentadas ao longo do ano acabaram por dar lugar aos primeiros sinais de recuperação (no quadrimestre final). Com isso, a expansão do PIB limitou-se a 4,2% em 1967, puxada, principalmente, pelo setor agropecuário.

Para que seja continuado e autossustentável, o desenvolvimento deverá fundar-se na melhor utilização da capacidade de produção, e num considerável esforço de poupança e investimento, exequível principalmente num contexto de rápida expansão do produto nacional. Por outro lado, tenderá a ser efêmero e descontinuado se não forem criadas condições de relativa estabilidade de preços e evitados desequilíbrios graves de natureza setorial ou regional, ou derivados do setor externo.

In (MPCG, 1967), p. 14.

O ano seguinte (1968) seria marcado pelo PED, pela aceleração do crescimento econômico, pelo endurecimento do regime, e pelo início de um novo ciclo de déficits e de endividamento externo.

As linhas de ação do Programa foram anunciadas em maio, sendo organizadas (originalmente) em sete grupos: (i) manutenção da estabilidade e da oferta de liquidez ao setor privado por meio das políticas monetária e creditícia; (ii) redução progressiva da participação das despesas governamentais no produto; (iii) diminuição da carga tributária combinada com uma reforma administrativa; (iv) redução do ritmo da expansão dos custos dos insumos básicos; (v) continuação da reforma dos mercados de capitais; (vi) ampliação dos estímulos às exportações; e (vii) reorganização de setores industriais selecionados³¹¹.

³¹⁰ Pelo Decreto nº 60.720, de 12 de maio de 1967.

³¹¹ Conforme divulgado em («Planejamento revela crescimento setorial», 1968).

Em linhas gerais, o PED apoiava-se no fortalecimento das condições oferecidas à iniciativa privada. Devido a isso, as políticas monetária, creditícia e cambial se subordinariam às suas «linhas de ação» por meio de uma estabilidade de preços sem maiores comprometimentos com metas; de esforços recorrentes para sustentar a oferta dos recursos necessários às inversões; e da adoção de uma estratégia cambial capaz de contribuir com os resultados da balança comercial e, indiretamente, da atividade econômica.

Em março, antecipando-se ao fim do recolhimento adicional³¹² e procurando equilibrar o seu efeito com as necessidades de crédito e de liquidez da economia, o CMN autorizou o BCB a anunciar mudanças nos recolhimentos compulsórios³¹³. A exigência sobre os depósitos à vista foi ampliada, já a incidente sobre os depósitos a prazo foi reduzida. Adicionalmente, e de forma a fortalecer sua política de redução das taxas de juros, a autoridade monetária instituiu uma punição às instituições que praticassem taxas superiores às fixadas no início do ano³¹⁴, restringindo (em 50%) a aplicação de recursos em haveres optativos³¹⁵.

Quatro meses mais tarde (julho), devido a problemas de liquidez no sistema bancário, as exigências sobre os depósitos foram novamente reduzidas de forma temporária³¹⁶. Dessa vez até dezembro de 1968.

³¹² Instituído pela Resolução nº 79, de 26 de dezembro de 1967.

³¹³ Resolução nº 89, de 26 de março de 1968. A medida fixou as alíquotas incidentes sobre os depósitos à vista (ou com prazo de até 90 dias) e os depósitos a prazo (mais de 90 dias) em: (i) 30% e 10%, respectivamente - depósitos não sujeitos a benefício; e (ii) 20% e 5%, respectivamente - depósitos coletados nas áreas menos desenvolvidas (territórios federais e estados do Acre, Amazonas, Pará, Maranhão, Piauí, Ceará, Rio Grande do Norte, Paraíba, Pernambuco, Alagoas, Sergipe, Bahia, Espírito Santo, Goiás e Mato Grosso). Para fazer jus ao benefício a instituição necessitaria: (a) não ter agências em outros estados; ou (b) ter sede na região mencionada, ter agências em outros estados, mas manter aplicado na região do benefício um mínimo de 60% do valor dos depósitos; ou (c) ter sede em outros estados, mas manter aplicado na região mencionada um mínimo de 70% do valor dos depósitos.

³¹⁴ Dadas pela Resolução nº 86, de 12 de janeiro de 1968. As taxas limite eram 2% a.m. para operações até 60 dias e 2,5% para operações de prazo superior, desde que o custo médio de todas as operações ativas do banco não superasse os 2,2% a.m..

³¹⁵ A Resolução nº 5, de 26 de agosto de 1965, autorizara a liberação de parte do montante do recolhimento compulsório caso a instituição aplicasse os valores correspondentes em um conjunto específico de instrumentos de crédito.

³¹⁶ Resolução nº 96, de 31 de julho de 1968. Os percentuais foram reduzidos temporariamente em 10% sobre as bases em vigor, ficando os depósitos à vista e os depósitos a prazo sujeitos às alíquotas de 27%

Finalmente, em outubro, em uma decisão que buscou atender às necessidades de financiamento do Tesouro, as autoridades monetárias alteraram a composição dos recolhimentos compulsórios. Com a mudança³¹⁷, o percentual da exigência passível de cumprimento com o uso de títulos públicos federais foi ampliado de 20% para 30%.

A despeito das questões da oferta de liquidez e do custo da moeda, outro tipo de preocupação nortearia uma mudança relevante na política cambial, em agosto do mesmo ano.

Em linha com os propósitos do PED, em especial com o de fomentar as exportações, o governo alterou o regime de atualização cambial por meio da instituição da chamada «taxa flexível». A mudança substituiu as atualizações espaçadas³¹⁸ e de grande magnitude por reajustes frequentes e de menor valor, buscando ampliar a competitividade dos produtos nacionais.

Por um lado, Delfim Netto não acreditava na capacidade do setor industrial de sustentar um crescimento elevado mediante a substituição de importações, sendo necessária a ampliação do seu mercado via as exportações. Por outro, a mudança alcançava as matérias-primas importadas, elevando os custos da produção doméstica. Devido a isso, o governo autorizou as empresas atingidas a majorar seus preços sem necessitar consultar previamente a Conep. Para tal, exigiu apenas que os aumentos fossem justificados *a posteriori* ao Grupo de Análise de Custos do Ministério da Fazenda.

Cabe registrar que, em função da importância do controle de preços para o governo, a competência da Conep havia sido novamente estendida ao final de 1967³¹⁹. Suas atribuições, entretanto, acabariam por ser transferidas para o Conselho Interministerial de Preços (CIP) – instalado no Ministério da Indústria e Comércio ao final de outubro.

e de 9%, respectivamente (coleta nas regiões não beneficiadas), e de 18% e de 4,5% (coleta nas regiões beneficiadas).

³¹⁷ Resolução nº 100, de 25 de outubro de 1968.

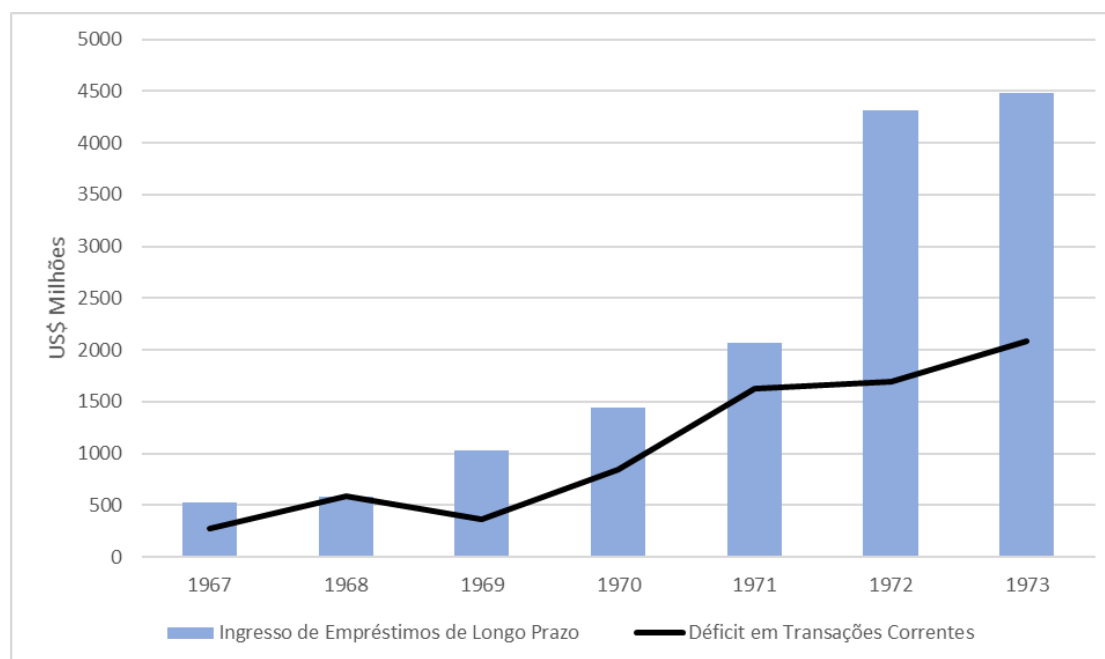
³¹⁸ Aproximadamente uma vez ao ano.

³¹⁹ Pelo Decreto-lei 61.993, de 28 de dezembro de 1967.

O governo também alterou o modelo de cálculo dos reajustes salariais³²⁰, «possivelmente em virtude de maior preocupação com a manutenção de um nível de demanda adequado» (LAGO, 2014). A mudança «acrescentou um fator à fórmula para compensar qualquer erro de estimativa (inclusive a subestimativa) da inflação prevista no ano anterior» (SMITH, 1988), entretanto, não corrigiu as perdas sofridas desde 1964.

Empurrado pelo desempenho do setor industrial (15%), especialmente o do segmento associado à construção civil (17,8%), o PIB registrou um crescimento de 9,8% ao final de 1968. Cabe registrar que a aceleração da economia respondera por parte importante do desequilíbrio entre a oferta e a demanda por moeda ao longo do primeiro semestre³²¹ (motivando o afrouxamento monetário temporário de julho) e que, embora os meios de pagamento tenham novamente apresentado um crescimento importante, a inflação manteve-se no patamar do ano anterior³²².

Figura 10 - Evolução dos déficits em Transações Correntes e de Empréstimos de Longo Prazo



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil.

³²⁰ Lei nº 5.451, de 12 de junho de 1968.

³²¹ De acordo com (GOB, 1969), p. 3, isso ocorreu «não obstante o desequilíbrio das contas do Tesouro Nacional (financiado quase exclusivamente pelo Banco Central) e o elevado saldo positivo, no primeiro semestre, das operações vinculadas a câmbio, com efeito expansionista sobre os meios de pagamento».

³²² Os meios de pagamento apresentaram uma expansão anual de 42,5%, já a inflação medida pelo IGP-DI alcançou os 25,49% (números do Banco Central e do IPEA).

No tocante às contas externas, 1968 marcou o início de um ciclo de deterioração (quase) contínua da conta Transações Correntes e da situação do endividamento externo. O resultado da primeira declinou de um déficit de US\$ 276 milhões (1967) para um de US\$ 581 milhões (1968), valor que alcançaria os US\$ 2,085 bilhões em 1973³²³. Já o endividamento externo tornou a aumentar, após os recuos de 1966 e de 1967³²⁴, alcançando os US\$ 4,09 bilhões. Esse número passaria a crescer de forma contínua a partir de então, vindo a superar os US\$ 14,8 bilhões ao final de 1973.

(HERMANN, 2011a) chama atenção para o aumento das despesas «com juros e remessas de lucros – reflexo da crescente captação de capital externo – e com fretes – decorrente do aumento da corrente de comércio». Em suas palavras, «o “milagre” no campo das contas externas só foi possível porque o ingresso de capital no país elevou-se acentuadamente» e o «endividamento mais do que compensou a necessidade de financiamento do déficit em conta corrente, permitindo inclusive o acúmulo de reservas internacionais».

Embora o governo colhesse os frutos do desenvolvimento econômico, a resistência ao regime militar crescia no país, com focos a emergir entre estudantes, sindicalistas e membros da igreja, entre outros. Dessa forma, enquanto as manifestações de jovens marcavam o ano de 1968 em países como a França e os Estados Unidos, uma sucessão de eventos locais levaria ao endurecimento da máquina de repressão no Brasil – por meio da publicação do Ato Institucional nº 5 (AI-5).

Em março, a Polícia Militar assassinara o estudante Edson Luís em um protesto³²⁵ no Rio de Janeiro, desencadeando manifestações tanto na cidade como no restante do país. Os eventos foram sucedidos por mais repressão e violência policial, transformando-se em catalisadores de uma grande manifestação contra a ditadura em junho, também na capital da Guanabara: a Passeata dos Cem Mil. Capitaneada pelo movimento estudantil,

³²³ Números do Banco Central do Brasil.

³²⁴ Anos em que registrou US\$ 3,77 bilhões e US\$ 3,44 bilhões, respectivamente.

³²⁵ A manifestação era contra o aumento dos preços no restaurante Calabouço, que funcionava no mesmo Instituto onde Edson Luís estudava.

ela contou com a participação de diversos setores da sociedade, incluindo artistas e intelectuais.

A política salarial (do PAEG) também desencadeara grandes greves em polos industriais importantes, como o de Contagem, na região metropolitana de Belo Horizonte, e o de Osasco, na Grande São Paulo. A primeira ocorrera em abril, contara com a mobilização de 20 mil trabalhadores, e apesar de ter sido contida após alguns dias (pelas ações da Polícia Militar e pelas ameaças de demissão), acabara por dar origem a um aumento de 10% para todos os trabalhadores do Brasil, «como fórmula de compensação dos achatamentos salariais»³²⁶. A segunda iniciara-se em julho, mas seu desfecho fora menos feliz para os operários, sindicatos e outros grupos que a haviam apoiado. Disposta a evitar o que ocorrera em Contagem, a repressão se dera com maior celeridade e violência.

Além dos movimentos citados, outro tipo de manifestação passara a ocorrer no mesmo ano: a luta armada. Fruto da resistência à ditadura e da desistência de concentrar o combate apenas na arena política, organizações ligadas à esquerda do espectro político haviam passado a realizar ações violentas. Um dos grupos chegara a explodir uma bomba diante do Consulado dos EUA (em São Paulo) em março, e ao longo do ano haviam sido realizadas «expropriações» cujo objetivo era captar recursos para a causa.

Apesar do acirramento dos ânimos, o estopim para o AI-5 foi um discurso do deputado Márcio Moreira Alves, do MDB da Guanabara, na Câmara dos Deputados (setembro). Em sua fala, o parlamentar convocou as famílias a não levarem seus filhos para participar do desfile militar do Dia da Independência, de forma a não ficarem lado a lado com os «carrascos que os espancam e metralham nas ruas». Além disso, ele pediu às moças que deixassem de namorar jovens oficiais, recusando «aqueles que silenciam e, portanto, se acumpliciam» com «aqueles que vilipendiam a nação»³²⁷.

³²⁶ Trecho da declaração do ministro do Trabalho, Jarbas Passarinho, transcrita pela edição de 23 de abril do Jornal do Brasil. Ver («Salários aumentarão 10% a partir de maio», 1968).

³²⁷ Trechos retirados de («Ato Institucional 5 - Íntegra do discurso do ex-deputado Márcio Moreira Alves (02' 51"»), 1968).

A indignação no seio das Forças Armadas levou os ministros militares a solicitarem ao Supremo Tribunal Federal (STF) a abertura de um processo criminal contra o deputado. Porém, como a Constituição de 1967 garantia imunidade aos parlamentares, tornou-se necessário que o Congresso concedesse uma licença para que o Executivo processasse Moreira Alves.

Ante a negativa do Parlamento, que derrotou o Executivo em todas as bancadas estaduais, à exceção das da Bahia e do Espírito Santo, o regime baixou o Ato Institucional nº 5, decretando, entre outros, o fechamento por prazo indeterminado do Congresso.

Com o AI-5 o governo adotou uma série de medidas definidas pelo ministro do Planejamento como «destinadas a queimar etapas na consecução das metas do Programa Estratégico, especialmente quanto: (a) à racionalização do setor público; (b) ao fortalecimento da empresa privada; (c) à aceleração das reformas básicas; (d) à contenção da inflação; e (e) à redução dos custos financeiros». Entre essas ações destacaram-se o Ato Complementar nº 40, o Decreto nº 63.946 e os Decretos-lei nºs 401 e 403, todos de 30 de dezembro de 1968.

O Ato Complementar reduziu a transferência dos recursos arrecadados com o IR e o IPI para os Estados e os Municípios, de 20% para 12%, sendo 5% para FPEDF, 5% para o FPM e 2% para um Fundo Especial. Adicionalmente, estabeleceu regras para a aplicação de tais receitas, «subordinando-a(s) à apresentação dos programas e à observância de prioridades». Assim, com uma única ação, a União fortaleceu sua situação fiscal e impôs um controle sobre a utilização dos repasses.

Na mesma linha, o Decreto nº 63.946 impôs uma redução dos gastos do Governo Federal, estabelecendo, entre outros: a vedação do ingresso de pessoal na administração direta e nas autarquias no primeiro semestre de 1969; e uma redução progressiva da despesa global de pessoal de cada Ministério³²⁸, até que fosse atingido

³²⁸ Os Ministérios que não observassem a programação das reduções estabelecida no Decreto deveriam compensar a diferença por meio do cancelamento de outras dotações de suas respectivas programações financeiras.

um corte mínimo de 10% no último trimestre de 1969 (tomando por base os pagamentos de novembro de 1968).

Ao mesmo tempo em que restringiu os gastos públicos, o governo criou estímulos tributários para a iniciativa privada.

O Decreto-lei nº 401³²⁹ alterou dispositivos da legislação do imposto de renda que beneficiaram as empresas e seus acionistas, com destaque para: (i) a permissão para abater do cálculo do lucro tributável o valor correspondente à manutenção do capital de giro³³⁰; (ii) a isenção do pagamento do imposto nas operações de aumento de capital, desde que realizadas até 30 de junho de 1969 com recursos provenientes de reservas ou de lucros em suspenso; e (iii) a redução da alíquota do imposto de renda na fonte incidente sobre bonificações e dividendos de ações ao portador³³¹. Já o Decreto-Lei nº 403 impôs uma taxa mais severa sobre títulos particulares de renda fixa e ampliou a isenção³³² para os investimentos de pessoa física em fundos do Decreto-Lei nº 157³³³, entre outros.

Em meio às novas regras e à forte expansão do PIB em 1969 (9,5%), o déficit nominal da União recuou (para NCr\$ 755,8 milhões³³⁴), tornando o Tesouro uma fonte menos relevante de aumento da oferta monetária. Dessa forma, e tal como já ocorrera no ano anterior, as operações de redesconto de liquidez registraram um aumento importante, e que poderia ser ainda maior caso o BCB não tivesse intervindo por meio de mudanças nas regras da facilidade e das incipientes operações do mercado aberto.

³²⁹ O Decreto-Lei nº 401 também foi o instrumento responsável pela substituição do Registro de Pessoas Físicas, criado pela Lei nº 4.862, de 29 de novembro de 1965, pelo Cadastro de Pessoas Físicas (CPF).

³³⁰ Medida posteriormente limitada pelo Decreto-lei nº 433, de 22 de janeiro de 1969.

³³¹ De 40% para 15% no caso das sociedades anônimas de capital aberto, e de 40% para 25% para as demais sociedades anônimas.

³³² De 10% para 12%.

³³³ O Decreto-Lei nº 157, de 10 de fevereiro de 1967, com o objetivo de estimular a capitalização das empresas e incentivar a compra de ações, estabeleceu descontos na cobrança do imposto de renda das pessoas físicas e jurídicas, de até 10% e 5%, respectivamente, caso os valores correspondentes fossem aplicados na compra de "certificados de compra de ações" ou depositados em bancos de investimento.

³³⁴ Número calculado com base no total das receitas da União divulgado em (BCB, 1973), p. 125, e no total das despesas da União, divulgado em («Tesouro Nacional - Resultados de 1969 e previsão para 1970», 1970), p. 13.

O progressivo controle do déficit do Tesouro Nacional e, de certa forma, as operações de Mercado Aberto se encontram no presente associados ao alto nível das solicitações de redesconto de liquidez, a cujos saldos devemos acrescentar as liberações de emergência de Depósitos Bancários Compulsórios. Somando as duas séries, vemos que os recursos de emergência entregues à rede bancária atingiram, neste exercício, a média mensal de NCr\$ 653,904 milhões, contra NCr\$ 345,408 milhões no ano passado.

In (GOB, 1970), p. 3.

Diante da inexistência de operações de mercado aberto (OMA) no Brasil, o BCB introduzira um sistema alternativo a essas operações em 1967. O processo amparava-se em vendas de ORTN combinadas com compromissos de recompra antecipada dos instrumentos, caso fosse do interesse da instituição compradora³³⁵. As recompras tinham por base uma tabela preestabelecida de taxas (que não necessariamente refletiam as condições do mercado), e a atuação do Banco Central era sempre passiva, cabendo aos agentes financeiros a iniciativa das operações. Entre outros, a estratégia permitia a resolução de problemas localizados de liquidez, tendo o mérito de promover a negociação de títulos públicos entre o mercado e a autoridade monetária (RIBEIRO DE ALMEIDA, 2014).

Embora o sistema posto em prática houvesse sido frustrado como instrumento regulador das disponibilidades bancárias, o esforço realizado pelas Autoridades deu margem, de certa forma, a que a Gerência da Dívida Pública instituísse o embrião das operações de Mercado Aberto, através dos Comunicados nºs 26 e 28, respectivamente, de 2 e 9.5.68, aproveitando como instrumento o papel utilizado nas operações das Circulares nºs 85 e 116.

In (GOB, 1970), p. 22.

Além de preocupar-se com a oferta de liquidez, o BCB manteve-se atento à questão do custo do dinheiro ao longo de 1969. Suas iniciativas até então haviam produzido resultados modestos e, de acordo com a instituição, havia «imperiosa necessidade de

³³⁵ Circulares nos 85 e 116, de 31 de março de 1967 e de 11 de abril de 1967, respectivamente.

se reduzirem as altas taxas de juros», visando sua adequação «à política anti-inflacionária»³³⁶.

Alinhado com as políticas de redução dos custos e de combate à inflação, o CMN alterou as regras das operações de crédito das instituições financeiras no mês de maio. As mudanças, distribuídas em dois normativos³³⁷, tiveram como destaques: (i) a fixação de taxas máximas para as operações ativas³³⁸; (ii) a autorização para a ampliação da utilização das ORTN no cumprimento do recolhimento compulsório (50%), caso os bancos praticassem taxas 0,2% a.m. inferiores aos limites fixados para as operações lastreadas; e (iii) a imposição de uma redução mínima de 12% sobre o «custo final»³³⁹ do montante financiado, a ser aplicada em todas as operações contratadas por bancos de investimento e financeiras.

Em resposta a essa iniciativa a oferta de crédito recuou (junho), em um movimento atribuído ao desequilíbrio criado entre o custo das operações ativas das instituições e o custo do redesconto. Segundo uma coluna do *Jornal do Commercio*³⁴⁰, os bancos deixaram de fazer empréstimos e recorrer à facilidade, pois, devido à assimetria de taxas, acabavam por se descapitalizar.

Para contornar a nova situação o CMN reduziu os custos da assistência em aproximadamente 10%³⁴¹, fixando as taxas do redesconto em 20%, operações até o prazo limite de 15 dias, e em 27%, operações por períodos mais dilatados. Paralelamente, o colegiado reduziu a pena pecuniária incidente sobre as liberações de emergência dos depósitos compulsórios. Segundo (GOB, 1970), mais do que facilitar o acesso aos recursos do BCB, as medidas buscavam produzir um efeito psicológico positivo, incentivando o sistema bancário a prosseguir no esforço de ajustar-se às mudanças nas regras para a concessão de crédito.

³³⁶ Ver (GOB, 1970), p. 6.

³³⁷ Resolução nº 114, de 7 de maio de 1969 e Resolução nº 115, de 21 de maio de 1969.

³³⁸ As taxas máximas (custo final) das operações ativas lastreadas (duplicatas, contratos, notas promissórias etc.) dos estabelecimentos bancários foram fixadas em: (i) 1,8% a.m. - prazo até 60 dias; e (ii) 2,0% a.m. - prazos superiores a 60 dias. O teto das operações não lastreadas foi fixado em 2,2% a.m..

³³⁹ Era considerado «custo final» o «acréscimo cobrado sobre o valor do capital mutuado».

³⁴⁰ («Análise do JC», 1969).

³⁴¹ Em 27 de junho de 1969.

Entretanto, e tal como ocorrera em 1968, a atividade econômica continuou a acelerar, exigindo a adoção de medidas suplementares para assegurar uma oferta de crédito compatível com a atividade em expansão. Assim, preocupado com a capacidade do sistema de atender de forma autônoma a demanda por recursos, o CMN autorizou o BCB a reduzir as alíquotas dos recolhimentos compulsórios em agosto, em 10% sobre as bases em vigor³⁴².

A política de incentivos à indústria de exportação também levou as autoridades monetárias a ampliarem – em duas ocasiões – o limite da assistência financeira instituída em 1967³⁴³. Com o consumo da linha especial de refinanciamento a atingir 81% do total dos recursos disponíveis ao final de 1968, e com a demanda em expansão, o CMN autorizou o Banco Central a duplicar o benefício no início de 1969³⁴⁴, estendendo o limite original para 20% dos tetos normais das operações de redesconto. Mesmo assim, o novo limite tornar-se-ia insuficiente para atender à demanda já no segundo semestre, motivando outra majoração³⁴⁵ – dessa vez para 30% dos mesmos tetos.

Também parte das medidas de incentivo à exportação, a (nova) política cambial se consolidou, tendo o cruzeiro sido alvo de diversos reajustes ao longo do ano. O resultado foi o aumento das receitas com as vendas ao exterior e uma elevação (bem mais modesta) das despesas com as importações, o que permitiu que a balança comercial registrasse o seu melhor desempenho do triênio³⁴⁶. Tal resultado contribuiria para amenizar o déficit em transações correntes de 1969, mas não evitaria a deterioração das contas externas nos anos seguintes.

Entretanto, o governo Costa e Silva seria interrompido antes do fim do mandato.

Ainda no primeiro semestre, o presidente incumbira Pedro Aleixo (vice-presidente da República) da tarefa de realizar estudos com vistas à reforma da Constituição de 1967.

³⁴² Resolução nº 123, de 21 de agosto de 1969. Com a mudança, a exigência sobre os depósitos à vista foi fixada em 27%, e a sobre os depósitos a prazo foi fixada em 9% (18% e 4,5%, respectivamente, nas regiões beneficiadas).

³⁴³ Resolução nº 71, de 1 de novembro de 1967.

³⁴⁴ Resolução nº 111, de 27 de fevereiro de 1969.

³⁴⁵ Resolução nº 122, de 18 de agosto de 1969.

³⁴⁶ US\$ 318 milhões.

A proposta, entregue a Costa e Silva ao final de julho, chegaria a sua versão final um mês mais tarde, sendo esperado que a implantação se desse por meio da edição de um novo Ato Institucional (de nº 12). Além disso, previa-se que um novo Ato Complementar viesse a suspender o «recesso» do Congresso, e que isso se desse juntamente com a implantação da Carta ou algumas horas mais tarde. Porém, Costa e Silva sofreria um acidente vascular cerebral em 31 de agosto, ficando temporariamente impedido de chefiar o Executivo.

Diante da indisponibilidade do general-presidente, o Alto Comando das Forças Armadas desautorizou a posse de Aleixo e, reunido no Rio de Janeiro, editou o Ato Institucional nº 12 (AI-12) – documento que determinou que a Presidência fosse assumida interinamente por uma Junta Militar³⁴⁷ (e que alterou os rumos da reforma da Constituição). À frente do Executivo, a Junta tornou a baixar um novo Ato Institucional³⁴⁸, declarando vagos os cargos de presidente e de vice-presidente da República, e convocando eleições (indiretas) para 25 de outubro de 1969.

A situação que o País atravessa por força do Ato Institucional nº 5, de 13 de dezembro de 1968, e do Ato Complementar nº 38, da mesma data, que decretou o recesso do Congresso Nacional, a par de outras medidas relacionadas com a Segurança Interna, não se coadunam com a transferência das responsabilidades da autoridade suprema e de Comandante Supremo das Forças Armadas, exercida por Sua Excelência, a outros titulares, conforme previsão constitucional.

Trecho da proclamação dos ministros militares divulgada em cadeia nacional de rádio e televisão em 1 de setembro de 1969 in («Ministros militares assumem o governo», 1969).

Suspenso desde dezembro de 1968, o Congresso foi reaberto³⁴⁹ para eleger presidente o Comandante do III Exército, o general Emílio Garrastazu Médici, e vice-presidente o então Ministro da Marinha e membro da Junta Governativa Provisória, almirante Augusto Hamann Rademaker Grünewald. Médici assumiria o cargo em 30 de outubro e

³⁴⁷ Formada pelos ministros Aurélio Lira Tavares (Exército), Márcio de Sousa Melo (Aeronáutica) e Augusto Hamann Rademaker Grünewald (Marinha).

³⁴⁸ Ato Institucional nº 16, de 14 de outubro de 1969.

³⁴⁹ Em 22 de outubro de 1969, por meio do Ato Complementar nº 72, de 15 de outubro de 1969.

Costa e Silva viria a falecer 48 dias mais tarde, em 17 de dezembro - 108 dias após o AVC que o afastara do poder.

4.3. Governo Médici

A mudança de presidente não alterou a estratégia iniciada no governo anterior, tendo Médici orientado sua equipe a assegurar «a continuidade da política econômica, com base nos resultados já alcançados pelo Programa Estratégico de Desenvolvimento»³⁵⁰. A Fazenda permaneceu sob o comando de Delfim Netto, principal responsável pelas políticas então vigentes, já o Planejamento trocou de mãos, sendo entregue ao economista João Paulo dos Reis Veloso.

Ao longo do novo ano seriam definidas as chamadas Metas e Bases para a Ação do Governo (MBAG), consubstanciadas em um documento homônimo divulgado em outubro. Seu texto estabeleceria como objetivo síntese «o ingresso do Brasil no mundo desenvolvido, até o final do século». Entretanto, sua proposta para o primeiro quadriênio era criar as condições para que a economia pudesse (ao menos) «dobrar o seu nível de renda per capita, entre 1969 e 1980».

Alinhada com a estratégia anterior, a política monetária permaneceu a equilibrar-se entre os objetivos de ofertar liquidez para o setor produtivo, garantir taxas de juros «razoáveis», e preservar a inflação sob controle, o que, aliado à percepção de um maior controle sobre a oferta de moeda³⁵¹, motivou as autoridades a adotar uma série de medidas direcionadas a esse segmento.

Em janeiro, o BCB estabeleceu uma faixa especial de financiamento às pequenas e médias indústrias³⁵² por meio de uma redução condicionada de 2% dos recolhimentos

³⁵⁰ Ver («Nova política econômica vai ser apresentada em dezembro», 1969).

³⁵¹ De acordo com (GOB, 1971), o aumento da participação relativa das operações de redesconto na oferta de meios de pagamento tornara-se um indicador importante do maior controle do BCB sobre a situação monetária e creditícia do país - «na medida em que consolidava o controle das contas do Tesouro Nacional».

³⁵² Eram consideradas indústrias de pequeno ou médio porte aquelas cujo faturamento em 1969 havia sido inferior a NCr\$ 9 milhões.

compulsórios sobre os depósitos à vista³⁵³. Para obter o benefício, o banco precisaria instituir linhas de crédito nos termos fixados pela autoridade monetária, que incluíam o direcionamento dos recursos à aquisição de matérias-primas e a determinação de que a concessão se desse por meio de contratos de crédito rotativo, de prazo não inferior a 12 meses e a juros máximos de 1,5% a.m..

No mês seguinte, três novas iniciativas tiveram por objetivo ampliar a oferta de crédito e reduzir o custo do dinheiro para o setor produtivo. A primeira³⁵⁴ fixou novas taxas máximas para as operações ativas lastreadas em títulos de dívida³⁵⁵, compensando parte da perda de receita das instituições com a elevação da parcela dos compulsórios a ser cumprida com ORTN³⁵⁶. A segunda elevou o limite da linha especial de refinanciamento (de 1967)³⁵⁷ – fixando-o em 40% do teto das operações de redesconto³⁵⁸. Finalmente, a terceira impôs aos bancos de investimento uma redução mínima de 10% no custo total³⁵⁹ das suas operações de crédito³⁶⁰.

Se a adoção das novas medidas buscava ampliar a oferta de crédito por meio de ações direcionadas, o controle da oferta de liquidez recebera o reforço da expansão das operações de mercado aberto. De acordo com (GOB, 1971), o uso do recém-instituído instrumento de política monetária respondera pela retirada líquida de um excesso de NCr\$ 580 milhões no primeiro trimestre de 1970.

³⁵³ Resolução nº 130, de 28 de janeiro de 1970. A medida atingiu os depósitos à vista e os com prazo de até 90 dias, sendo os 2% da exigência abatidos do montante a recolher em espécie.

³⁵⁴ Resolução nº 134, de 18 de fevereiro de 1970.

³⁵⁵ As empresas que descontassem duplicatas ou outros títulos representativos de financiamento à produção ou à comercialização para a obtenção de empréstimos pagariam taxas menores. Para o prazo de até 60 dias foi fixada a taxa de 1,6% ao mês. Para prazos superiores a 60 dias foi fixada uma taxa de 1,8% ao mês. A medida não atingiu os empréstimos às pessoas físicas.

³⁵⁶ O percentual da exigência passível de ser cumprido com ORTN foi elevado para 55%. Como as ORTN eram títulos com remuneração, na prática a medida ampliou a parcela remunerada dos recolhimentos compulsórios.

³⁵⁷ Ver Resolução nº 71, de 1 de novembro de 1967. Essa linha destinava-se a amparar os financiamentos da manufatura de um conjunto de produtos destinado à exportação.

³⁵⁸ Resolução nº 135, de 18 de fevereiro de 1970.

³⁵⁹ A medida estabeleceu como custo total a soma entre correção monetária, juros, comissões, imposto sobre operações financeiras e quaisquer outras despesas cobradas antecipadamente ou no vencimento da obrigação principal.

³⁶⁰ Resolução nº 136, de 18 de fevereiro de 1970.

Cabe mencionar que o governo autorizara o Tesouro a emitir um novo título público direcionado ao chamado «*Open Market*»³⁶¹: as Letras do Tesouro Nacional (LTN). Instrumento de rentabilidade prefixada, com cálculos de taxa e de preço bastante simplificados, a LTN contribuiria de forma significativa para o esforço do Banco Central em desenvolver esse novo mercado³⁶² (RIBEIRO DE ALMEIDA, 2014).

Também merece registro o fato das autoridades monetárias terem estabelecido o dia 15 de maio de 1970 para que a unidade monetária voltasse a se chamar Cruzeiro³⁶³. Na mesma data teria início a circulação das novas cédulas, com as antigas vindo a perder o poder liberatório em outubro.

Mas os incentivos ao setor produtivo foram além da política monetária, abrangendo um grande número de ações de cunho fiscal.

Buscando estimular as exportações e atender a expansão da demanda por capital de giro, o governo promoveu mudanças em tributos importantes. No tocante aos impostos estaduais, a União formalizou um convênio com as unidades da Federação para estabelecer um sistema de créditos de ICM para «fabricantes-exportadores» e para convencionar um processo de dilatação das datas limite de recolhimento do tributo. Em relação aos tributos federais, a opção foi pela ampliação seletiva dos prazos de recolhimento do IPI – favorecendo alguns setores mais do que outros³⁶⁴.

Os incentivos também alcançaram a produção rural.

³⁶¹ Decreto-Lei nº 1.079, de 29 de janeiro de 1970. O normativo autorizou "a emissão de Letras do Tesouro Nacional para o desenvolvimento de operações de 'mercado aberto', com fins monetários, pelo Banco Central do Brasil".

³⁶² Responsável pela colocação dos novos títulos em mercado, o Banco Central registraria ao final de 1970 uma colocação líquida de Cr\$ 658 milhões em LTN, aproximadamente 29% das emissões líquidas de títulos públicos no ano. Esse número dispararia para Cr\$ 2,697 bilhões no ano seguinte, fazendo as LTN superarem 90% das colocações líquidas do Tesouro em 1971 - números de (BCB, 1976), p. 163.

³⁶³ Resolução nº 144, de 31 de março de 1970.

³⁶⁴ Enquanto a grande maioria dos produtores obteve um prazo de 60 dias «fora o mês» em janeiro, a indústria de tecidos foi agraciada com um lapso temporal de 90 dias. Em maio haveria uma nova ampliação de prazos, para 75 e 120 dias, ficando na última categoria produtores como os de aço, de calçados e de têxteis. Por fim, em fevereiro de 1971 os 75 dias seriam ampliados para 90. Todos os prazos mencionados eram do tipo «fora o mês», ou seja, começavam a contar a partir do primeiro dia do mês seguinte.

Ainda em 1969, o governo aprovara uma lei complementar³⁶⁵ que isentara do ICM uma série de insumos para a produção agrícola, benefício estendido para as máquinas e implementos do setor (desde que produzidos no país)³⁶⁶. Dando continuidade à política de isenção, o governo decretou³⁶⁷, em janeiro de 1970, a isenção do IPI de equipamentos «para preparação e trabalho do solo e para o cultivo» – vindo a excluir os importados a partir de agosto³⁶⁸.

Outros dois Decretos-Lei³⁶⁹ conferiram estímulos diretos à exploração agrícola e pastoril por meio do Imposto de Renda, seja por meio de abatimentos dos investimentos realizados sobre o rendimento líquido, seja via a isenção do tributo para as empresas constituídas para esse fim, entre outras benesses.

Mas as ações do governo acentuar-se-iam a partir do segundo semestre, com a preparação da campanha «Plante que o governo garante». A nova política iniciar-se-ia no centro-sul do país e, posteriormente, estender-se-ia às regiões setentrionais.

A propaganda oficial do projeto só viria a ganhar as páginas dos jornais mais tarde, chamando atenção para a política oficial de preços mínimos, para a gratuidade da assistência técnica (oferecida pelo Ministério da Agricultura) e para as linhas de financiamento destinadas à compra de insumos e equipamentos. Cabe registrar que o conjunto de medidas direcionado ao setor agrícola acabaria por produzir uma safra recorde em 1971.

A política de concessão de crédito às empresas foi reforçada em setembro com a aprovação de um novo projeto do governo no Congresso: o Programa de Integração Social (PIS). O PIS baseava-se na constituição de um Fundo de Participação Social (FPS), cujos recursos seriam utilizados para ampliar a oferta de capital de giro às empresas³⁷⁰.

³⁶⁵ Lei Complementar nº 4, de 2 de dezembro de 1969.

³⁶⁶ Benefício válido até 31 de dezembro de 1974.

³⁶⁷ Decreto nº 66.109, de 23 de janeiro de 1970.

³⁶⁸ Decreto-Lei nº 1.117, de 10 de agosto de 1970. A data limite da isenção foi alinhada com aquela fixada pela lei complementar (ICM).

³⁶⁹ Decreto-Lei nº 902, de 30 de setembro de 1969, e Decreto-Lei nº 1.074, de 20 de janeiro de 1970.

³⁷⁰ De acordo com («Fundo dá capital de giro», 1970), o ministro Delfim Netto considerava esse o problema mais grave enfrentado pela indústria e pelo comércio.

Além disso, o governo prometia transformar o resultado da gestão do fundo em um novo mecanismo de distribuição de renda.

Os processos de acumulação de recursos e de distribuição de renda seriam realizados da seguinte forma. O FPS seria constituído na Caixa Econômica Federal (CEF) e receberia mensalmente depósitos das empresas (percentuais do faturamento e do imposto de renda³⁷¹), cabendo a cada empregado de cada depositante uma participação calculada com base nos salários recebidos e no tempo de serviço (a partir de dados fornecidos pelas empresas à CEF). Uma vez realizados os depósitos, os valores das contas de cada empregado estariam sujeitos à correção monetária, a uma taxa de juros (3% a.a.) e a uma remuneração correspondente ao resultado líquido das aplicações do dinheiro³⁷². Porém, o resgate dos montantes ficaria condicionado a um conjunto de situações previstas em lei.

As políticas de incentivo ainda contaram com a publicação de duas novas medidas ao final do ano³⁷³, sendo ambas direcionadas à indústria e tendo por propósito elevar a capacidade competitiva do setor. A primeira constituiu o Fundo de Modernização e Reorganização Industrial (FMRI), a ser gerido pelo BNDE. A segunda ofereceu estímulos por meio, entre outros, da isenção dos impostos de importação e sobre produtos industrializados, atingindo equipamentos sem similar nacional e partes complementares à produção interna.

Ao final de 1970 o Brasil registrou outra grande expansão do PIB³⁷⁴ (10,4%) e um novo recuo do déficit da execução financeira do Tesouro³⁷⁵, tendo a colocação líquida de títulos públicos federais mais que compensado o resultado negativo³⁷⁶. Novamente as

³⁷¹ Inicialmente fixados em 0,15% do faturamento e em 2% do Imposto de Renda (IR). Ambos os valores seriam majorados nos anos seguintes. O primeiro seria elevado progressivamente até 1974, quando estabilizaria em 0,5%, e o segundo seria ampliado para 3% em 1972, passando a permanecer nesse patamar a partir de então. Cabe registrar que os valores correspondentes ao IR depositados no Fundo seriam abatidos do IR devido, constituindo, na prática, uma contribuição do governo.

³⁷² Quando os rendimentos das mesmas superassem os dois primeiros, provisões, reservas e custos de administração.

³⁷³ Decreto nº 67.323, de 2 de Outubro de 1970 e Decreto-Lei nº 1.137, de 7 de dezembro de 1970.

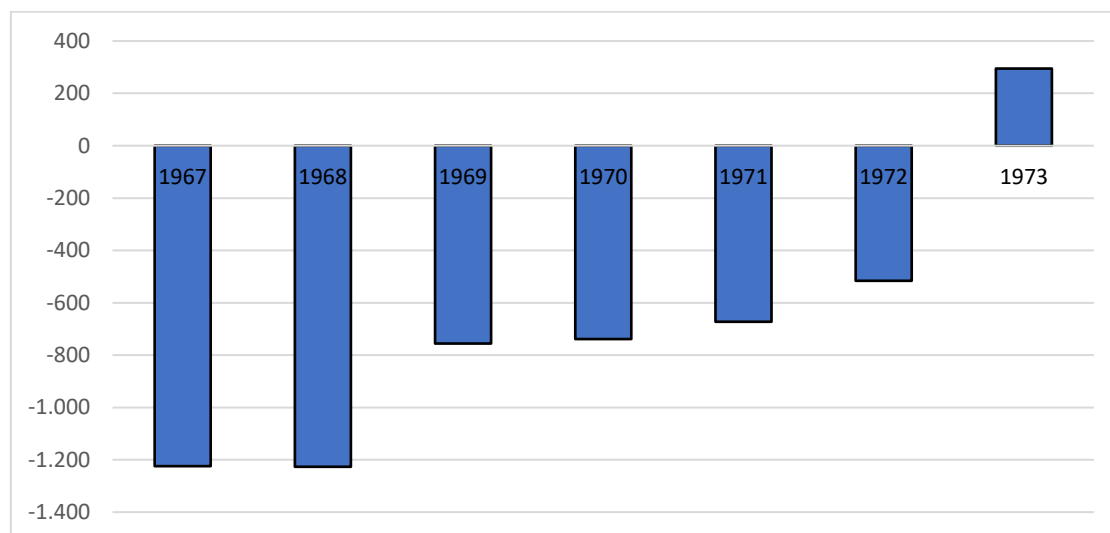
³⁷⁴ Capitaneada pelos setores de transportes, de comunicações, e pela indústria de transformação.

³⁷⁵ O déficit do Tesouro atingiu Cr\$ 738 milhões em 1970.

³⁷⁶ De acordo com (BCB, 1976), p. 163, a colocação líquida de títulos públicos federais foi de Cr\$ 2,282 bilhões.

emissões de dívida haviam atuado como um fator de contração dos meios de pagamento, levando a expansão dos mesmos a limitar-se a 26,4%³⁷⁷. A inflação acumulada também tornou a perder força, encerrando o ano em 19,27% (IGP-DI) – percentual inferior ao limite estabelecido pelo governo.

Figura 11 - Evolução nominal dos resultados do Tesouro Nacional (Cr\$ Milhões)



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil e da revista Conjuntura Econômica/FGV.

Os principais senões do ano foram os aumentos das importações e das rendas líquidas enviadas ao exterior, resultados que ampliaram o saldo negativo das transações correntes e a dependência do país do financiamento externo.

Tendo posto a agricultura no centro das atenções (1970) e prevendo a colheita de uma safra excepcional no ano seguinte, o governo elegeu 1971 «o ano da indústria». Sua proposta era promover o setor como um todo, mas devido ao aumento das preocupações com as contas externas, os estímulos acabaram por ser direcionados, principalmente, ao setor exportador.

Na prática, a preocupação com as vendas ao exterior dominaria todo o período do «Milagre Econômico», vindo a ser sintetizada na frase de Delfim Netto: «O Brasil só tem uma opção: exportar ou parar de crescer»³⁷⁸. Sua tese se amparava em uma constatação

³⁷⁷ De acordo com (BCB, 1976), p. 43.

³⁷⁸ Ver («Delfim Netto diz que opção é exportar ou parar de crescer», 1971).

histórica, externada pelo ministro sob a afirmação: «se olharmos para trás, para o processo de desenvolvimento brasileiro, verificamos que em mais de uma ocasião o surto do crescimento foi interrompido pela ocorrência de problemas graves no balanço de pagamentos»³⁷⁹.

No âmbito fiscal, os principais incentivos foram o aumento dos subsídios, a ampliação dos créditos-prêmio do IPI e do ICM³⁸⁰, e a redução da base de cálculo do imposto de renda. No caso do IPI, o Ministério da Fazenda elevou as alíquotas do tributo de diversos produtos manufaturados para efeito de cálculo dos créditos-prêmio. Em relação ao imposto de renda, o governo autorizou³⁸¹ as empresas a abaterem do lucro sujeito ao tributo a parcela correspondente à exportação de uma ampla gama de produtos manufaturados nacionais³⁸².

No domínio monetário, os estímulos concentraram-se na oferta de crédito. Em fevereiro, o CMN autorizou a atualização do limite das receitas anuais de vendas de uma indústria para que ela fosse considerada de pequeno ou médio porte (Cr\$ 12 milhões)³⁸³, habilitando-a aos financiamentos especiais instituídos em janeiro de 1970³⁸⁴. Dois meses mais tarde, a autoridade monetária ampliou o limite da linha especial de refinanciamento³⁸⁵, de 40% para 50% do teto das operações de redesconto³⁸⁶, impondo o direcionamento dos recursos adicionais às empresas cuja capacidade de exportar estivesse limitada a US\$ 200 mil/ano. Finalmente, em maio, com o objetivo de ampliar

³⁷⁹ Declaração original retirada de («Delfim na ECEMAR: Vamos aumentar nossa exportação», 1971).

³⁸⁰ O Decreto-Lei nº 491, de 5 de março de 1969, havia concedido um crédito a todos os fabricantes de produtos vendidos no exterior - inicialmente de até 15% do valor da mercadoria embarcada. Esse valor poderia ser utilizado para abater o IPI incidente sobre os produtos vendidos no mercado interno ou utilizado na redução do valor recolhido de outros impostos. Posteriormente, um convênio firmado entre o Ministério da Fazenda e as Secretarias de Fazenda dos Estados (AE-01/70 e, posteriormente, AE-02/71) permitiu a essas últimas estender aos estabelecimentos fabricantes-exportadores o direito a um crédito (a ser utilizado no pagamento do ICM) correspondente ao valor resultante da aplicação da alíquota do IPI sobre o valor FOB (*Free On Board*).

³⁸¹ Por meio do Decreto-lei nº 1.158, de 16 de março de 1971.

³⁸² Em junho, Delfim Netto assinaria uma portaria contendo uma ampla lista de produtos contemplados pelo benefício.

³⁸³ Resolução nº 172, de 2 de fevereiro de 1971. A linha destinava-se a amparar os financiamentos da manufatura de um conjunto de produtos destinado à exportação.

³⁸⁴ Por meio da Resolução nº 130, de 28 de janeiro de 1970.

³⁸⁵ Pela Resolução nº 71, de 1 de novembro de 1967.

³⁸⁶ Resolução nº 182, de 22 de abril de 1971.

a oferta de capital de giro para as pequenas e médias indústrias e facilitar a formação de conglomerados, o colegiado autorizou a redução em até 0,5% das parcelas dos recolhimentos compulsórios, caso os bancos comerciais subscrevessem debêntures conversíveis em ações dessas empresas³⁸⁷ no valor correspondente e até o limite máximo de 49% do capital das mesmas³⁸⁸.

Cabe registrar que embora as prioridades da política monetária tenham permanecido em linha com as do ano anterior, as operações de dois dos seus principais instrumentos foram objeto de mudanças no início do ano.

A primeira foi a substituição do Redesconto de Liquidez por uma nova facilidade, a «Assistência Financeira de Emergência» (AFE)³⁸⁹. Com a mudança, o instrumento passou a subordinar-se a um contrato de abertura de crédito da instituição com o Banco Central, passando a dispor de cláusulas bem específicas quanto às garantias, à utilização, aos limites e aos custos³⁹⁰. Segundo (GOB, 1972), o objetivo foi «reduzir os custos indiretos das operações de emergência e melhorar a sua operacionalidade».

A segunda foi a reformulação da sistemática de cálculo dos recolhimentos compulsórios³⁹¹, sendo estabelecido que as exigências passariam a ter por base as médias quinzenais dos depósitos, e que seriam considerados apenas os dias úteis (e não mais as posições verificadas nos balancetes e balanços).

O governo apresentou o seu Plano Nacional de Desenvolvimento (PND) em setembro (1971), convertendo-o em lei³⁹² dois meses mais tarde. O novo PND estabeleceu como metas um conjunto de dez «realizações nacionais» para o triênio 1972-1974 que, segundo seus formuladores, uma vez atingidas, permitiriam que o Brasil viesse a tornar-

³⁸⁷ O normativo vedava a subscrição de debêntures conversíveis de outras instituições financeiras.

³⁸⁸ Resolução nº 184, de 20 de maio de 1971.

³⁸⁹ Resolução nº 168, de 22 de janeiro de 1971.

³⁹⁰ Os prazos, garantias, limites e custos, entre outros, foram detalhados na Circular nº 152, de 22 de janeiro de 1971. O custo foi mantido em 20% a.a. nas operações até o limite fixado em contrato, e em 27% a.a. nas operações com montantes até duas vezes o valor desse limite.

³⁹¹ Resolução nº 169, de 22 de janeiro de 1971.

³⁹² Lei nº 5.727, de 4 de novembro de 1971.

se a oitava economia do mundo ocidental (PIB) e «ultrapassasse a barreira dos US\$ 500 de renda per capita, em 1974»³⁹³.

As realizações compreendiam: (i) a elevação da competitividade das empresas nacionais; (ii) a modernização das mesmas; (iii) o aumento da eficiência da atuação do governo; (iv) a ampliação da mobilização do sistema financeiro e do mercado de capitais na formação de capital do setor privado; (v) a implementação de uma política tecnológica nacional com forte componente de elaboração própria; (vi) o melhor aproveitamento dos recursos humanos do país, tanto na produção como no consumo; (vii) a realização de grandes programas de investimento destinados à consolidação da infraestrutura econômica e das indústrias básicas; (viii) a implementação de uma estratégia regional para efetivar a integração nacional; (ix) a adoção de uma política de abertura social, com o objetivo de assegurar a participação de todas as categorias sociais nos resultados do desenvolvimento; e (x) o estabelecimento de uma estratégia econômica externa, buscando assegurar uma expansão superior a 10% a.a. das receitas com as exportações.

Fortalecido pelas políticas de desenvolvimento, o ritmo de crescimento do Produto tornou a acelerar, alcançando 11,34% ao final de 1971. A produção industrial foi o principal destaque, com crescimento de 11,8%, mas os setores agropecuário e de serviços também registraram desempenhos vigorosos, de 10,2% e 11,2%, respectivamente. Além disso, o déficit anual do Tesouro tornou a recuar (Cr\$ 672 milhões), reduzindo ainda mais a importância dos resultados do governo na expansão monetária. Finalmente, a expansão dos meios de pagamento limitou-se a 30,5%, tendo a inflação permanecido próxima à do ano anterior, em 19,47% (IGP-DI).

Esse conjunto de indicadores favoráveis contrastou com a deterioração das contas externas do país. Apesar dos incentivos à exportação terem promovido algum aumento das receitas (6%), a elevação das importações muito mais que compensou o movimento (29,5%), produzindo o primeiro déficit da balança comercial desde o golpe de 1964. O

³⁹³ Ver (I Plano Nacional de Desenvolvimento (PND) - 1972/74, 1971), p. 5.

resultado contribuiu para a expansão do saldo negativo em transações correntes e para o aumento da dependência do país do financiamento externo³⁹⁴.

Cabe registrar que, em meio ao aumento da aposta do país em sua política de desenvolvimento, o sistema monetário internacional sofrera sua maior ruptura desde o acordo de Bretton Woods, em 1944.

Em 15 de agosto de 1971, o presidente dos EUA, Richard Nixon, anunciou, de forma unilateral, o *default* da obrigação do país de converter sua moeda nacional em ouro ao preço de US\$ 35 por onça. A medida pôs fim ao sistema monetário vigente desde o fim da 2ª Guerra Mundial, impactando todas as economias, inclusive a brasileira.

O acordo estabeleceria um sistema de câmbio fixo³⁹⁵, baseado na moeda dos EUA e no compromisso do governo norte-americano de comprar ou vender o metal ao valor previamente estabelecido. As demais divisas conversíveis manteriam uma taxa de conversão estável em relação ao dólar, que, àquela altura, tornara-se a moeda dominante como meio de troca e reserva de valor. A sustentabilidade do acordo, entretanto, acabaria por deteriorar-se nos anos seguintes, fruto, segundo (MELTZER, 1991), da fragilidade do seu desenho e do pouco comprometimento da política monetária dos EUA com a manutenção da taxa de câmbio fixo – temas que estão além do escopo deste estudo.

De volta ao Brasil, o ingresso de recursos estrangeiros e seu impacto sobre os meios de pagamento pouco a pouco passaram a ganhar maior atenção das autoridades monetárias – até então concentradas (principalmente) na oferta e no custo da moeda para o setor produtivo. Mesmo diante da manutenção das políticas pró-desenvolvimento, a complacência ante o volume de empréstimos estrangeiros deu lugar a uma mudança de atitude em 1972, cujo objetivo era conter os «exageros».

³⁹⁴ Os resultados da balança comercial e da conta transações correntes foram deficitários em US\$ 343,5 milhões e em US\$ 1,63 bilhão, respectivamente.

³⁹⁵ As demais moedas conversíveis podiam flutuar dentro de um intervalo de 1% de suas paridades com a divisa estadunidense. Adicionalmente, o acordo permitia eventuais ajustes nessa paridade, em condições predeterminadas.

Tal como ocorrera em anos anteriores, em fevereiro (1972) o CMN aprovou seis novas medidas para ampliar o acesso das empresas ao crédito e limitar as taxas de juros praticadas – tanto as de captação como as das operações ativas das instituições financeiras. A primeira³⁹⁶ reduziu, mais uma vez, o custo máximo dos financiamentos bancários à produção e à comercialização, fixando também uma taxa limite para as operações com pessoas físicas³⁹⁷. A segunda³⁹⁸ atualizou as condições da linha de crédito especial às pequenas e médias empresas³⁹⁹, ampliando o limite das receitas anuais com vendas para que uma empresa industrial fosse considerada de menor porte⁴⁰⁰, e reduzindo os custos das operações⁴⁰¹. A terceira⁴⁰² diminuiu as taxas incidentes sobre o crédito rural. A quarta⁴⁰³ e a quinta⁴⁰⁴ fixaram limites à remuneração oferecida por bancos comerciais, bancos de investimento e financeiras na captação de recursos. Por fim, a sexta⁴⁰⁵ ampliou o limite das exportações anuais das empresas atingidas pela medida de maio de 1971, ampliando as possibilidades de subscrição de ações conversíveis com contrapartida no recolhimento compulsório dos bancos⁴⁰⁶.

A entrada maciça de recursos, muito acima das necessidades ditadas pelo balanço de pagamentos, criou tensões indesejáveis sobre as emissões de papel-moeda. As autoridades monetárias, conscientes da necessidade de manter o estoque de moeda em níveis adequados, utilizaram largamente a política de open-market para retirar do sistema a liquidez excessiva. Os efeitos das operações de mercado aberto puderam em

³⁹⁶ Resolução nº 207, de 2 de fevereiro de 1972.

³⁹⁷ As empresas que descontassem duplicatas ou outros títulos representativos de financiamento à produção ou à comercialização para a obtenção de empréstimos pagariam taxas menores. Para o prazo de até 60 dias a taxa foi reduzida de 1,6% para 1,4% ao mês. Para prazos superiores a 60 dias a taxa recuou de 1,8% para 1,6%. Por fim, o custo dos empréstimos bancários concedidos às pessoas físicas depositantes do próprio estabelecimento foi limitado a 2,5% ao mês.

³⁹⁸ Resolução nº 208, de 2 de fevereiro de 1972.

³⁹⁹ Instituída em janeiro de 1970.

⁴⁰⁰ De Cr\$ 12 milhões para Cr\$ 15 milhões.

⁴⁰¹ A taxa máxima foi fixada em 1,4% a.m., sendo calculada semestralmente sobre o saldo devedor. O custo da operação seria ainda acrescido de uma comissão de abertura de crédito de 0,5%.

⁴⁰² Resolução nº 209, de 2 de fevereiro de 1972.

⁴⁰³ Resolução nº 210, de 2 de fevereiro de 1972. Limitou a remuneração oferecida pelos bancos comerciais e de investimentos para a captação de depósitos com correção monetária a 9% a.a. (remuneração real) ou a 24% a.a. (teto nominal).

⁴⁰⁴ Resolução nº 212, de 2 de fevereiro de 1972. Fixou tetos para a remuneração oferecida pelos bancos de investimento e pelas financeiras aos investidores em Letras de Câmbio.

⁴⁰⁵ Resolução nº 215, de 2 de fevereiro de 1972.

⁴⁰⁶ Criadas pela Resolução nº 184, de 20 de maio de 1971.

parte contrabalançar as pressões expansionistas das operações cambiais, mas não evitaram que os meios de pagamento se expandissem em ritmo superior ao observado em 1971.

In («Panorama do Ano», 1973), p. 7.

Incapazes de compensar adequadamente o efeito expansionista das captações no exterior, as autoridades monetárias decidiram enfrentar o problema por meio da elevação do custo das operações. Em outubro, o CMN autorizou o Banco Central a impor um recolhimento compulsório de 25% sobre o valor (em cruzeiros) dos empréstimos contraídos no estrangeiro⁴⁰⁷, medida que, segundo (GOB, 1973), buscava «reduzir, temporariamente, a demanda por empréstimos externos de curto prazo».

Os resultados, porém, ficaram aquém dos esperados. A nova exigência não foi capaz de pôr fim à diferença entre as taxas internas e externas que, embora reduzida, continuou a existir. Além disso, os números de (GOB, 1973) mostram ter havido uma expansão importante dos saldos dos novos recolhimentos nos últimos meses do ano: Cr\$ 8.491 mil em outubro, Cr\$ 303.476 mil em novembro, e Cr\$ 672.684 mil em dezembro de 1972.

Influenciado por esses ingressos, os meios de pagamento acabaram por registrar uma expansão próxima a 38%, mesmo diante de um novo recuo do déficit do Tesouro (Cr\$ 516 milhões)⁴⁰⁸. Cabe acrescentar que as emissões combinadas líquidas de ORTN e de LTN atingiram Cr\$ 6,886 bilhões⁴⁰⁹, superando em muito qualquer emissão de moeda decorrente do resultado fiscal.

Paralelamente à execução da política monetária, o governo tornou a ampliar sua política de incentivos tributários, visando elevar as exportações, promover o desenvolvimento industrial e fortalecer o mercado de capitais.

⁴⁰⁷ Resolução nº 236, de 19 de outubro de 1972. A medida impactou as captações realizadas nas condições previstas pela Lei nº 4.131, de 3 de setembro de 1962, e pelas Resoluções nºs 63 e 64, de 21 e 23 de agosto de 1967, respectivamente.

⁴⁰⁸ Número calculado com base (BCB, 1973), p. 125-126.

⁴⁰⁹ Número de (BCB, 1976), p. 163.

No tocante aos dois primeiros objetivos, as principais medidas foram: (i) a autorização para que as empresas exportadoras pudessem adquirir produtos⁴¹⁰ no exterior com isenção de impostos⁴¹¹ – benefício limitado a 10% do valor do incremento das exportações das mesmas no ano anterior; (ii) a ampliação da alíquota do IPI para efeito do cálculo de crédito tributário para exportadores de setores específicos; (iii) a autorização para que conjuntos industriais completos (fábricas) fossem importados sem ônus alfandegários, uma vez destinados à produção de bens para exportação⁴¹²; (iv) a publicação de atos que beneficiaram o setor de mineração⁴¹³; e (v) a isenção de um amplo conjunto de setores da incidência do ICM – por meio de um convênio com as Secretarias de Fazenda dos estados.

Em relação ao mercado de capitais, duas decisões merecem destaque: (i) o anúncio da utilização dos recursos do PIS para a aquisição de quotas de fundos de investimento; e (ii) a ampliação dos benefícios fiscais às pessoas físicas que investissem indiretamente em ações⁴¹⁴. Essa última atingiu os contribuintes com renda anual bruta de até Cr\$ 70 mil (US\$ 11,3 mil)⁴¹⁵, permitindo a elevação dos percentuais da redução do imposto de renda devido até o limite de 24% – de acordo com a faixa de renda.

Novamente a economia combinou crescimento vigoroso (11,94%) com inflação sob controle (15,73%), mas o problema das contas externas permaneceu sem solução. Mesmo diante de um salto expressivo das exportações (37%), o crescimento das importações (30%) foi suficiente para produzir um novo déficit na balança comercial e

⁴¹⁰ Equipamentos, peças, produtos intermediários, matérias-primas e materiais para embalagens.

⁴¹¹ Por meio da Portaria Ministerial nº BSB-1, de 10 de janeiro de 1972.

⁴¹² Por meio do Decreto-Lei nº 1.236 de 28 de agosto de 1972. A medida seria sucedida por um mecanismo de financiamento aos empresários brasileiros dispostos a realizar tais operações.

⁴¹³ Ao estabelecerem condições especiais de financiamento para as empresas nacionais produtoras e transformadoras de minerais cujo país fosse carente (zinco, níquel, sódio, fósforo, potássio, enxofre, cobre e carvão coqueificável, entre outros), e ao instituírem benefícios fiscais (imposto de renda) para os empreendimentos voltados à exploração e elaboração de minerais abundantes no país, desde que um mínimo de 50% da produção fosse destinado à exportação.

⁴¹⁴ Decreto-Lei nº 1.214, de 26 de abril de 1972. O Decreto-Lei nº 157, de 10 de fevereiro de 1967, instituiria um estímulo fiscal à capitalização das empresas. Ele permitia que os contribuintes (pessoas físicas ou jurídicas) reduzissem em até 10% o valor do imposto de renda devido, caso adquirissem o montante correspondente em «Certificados de Compra de Ações» de instituições financeiras (ou realizasse depósitos equivalentes em bancos de investimento). Tais recursos deveriam ser exclusivamente aplicados (pelas instituições) na compra de ações ou de debêntures conversíveis em ações de empresas.

⁴¹⁵ De acordo com a taxa de câmbio livre do dólar em dezembro de 1972.

contribuir para um resultado negativo em US\$ 1,69 bilhão em transações correntes – financiado, mais uma vez, pelo crescente volume de capital estrangeiro a ingressar no país.

O ano de 1973 foi marcado pelo clímax de duas dinâmicas importantes e pelo impacto que ambas exerceram na economia global. Por um lado, as economias centrais atingiram o pico de um longo ciclo de crescimento acelerado, vindo a registrar desaceleração, e até mesmo retração⁴¹⁶, a partir do ano seguinte. Por outro, os preços das *commodities* dispararam⁴¹⁷, provocando desequilíbrios no comércio internacional. No Brasil esses fenômenos levaram à apreciação de produtos da pauta de exportação, à elevação dos custos das empresas e à escassez de uma série de insumos (nacionais e importados).

As dificuldades começaram ainda no primeiro trimestre, com as empresas e os consumidores a deixarem de encontrar artigos e matérias-primas no mercado, fruto (em parte) da preferência do produtor pela exportação (mais lucrativa) e da política oficial de combate à inflação (que incluía o tabelamento de preços).

Em função desse cenário, o Ministério da Fazenda optou pela adoção de medidas restritivas, e por vezes suspensivas, das exportações de alguns itens. Artigos como o couro, a madeira, a carne, a soja, o óleo de mamona, o algodão, o ferro-gusa e inúmeros componentes de ração animal foram integrados a uma lista de itens controlados.

Além da (sempre presente) preocupação com o crescimento, Médici fixara uma meta para a inflação (12%). Portanto, por um lado era preciso oferecer condições compatíveis com a expansão econômica, e a ausência de insumos não era uma opção. Por outro, o alcance da nova meta exigia a superação de duas restrições importantes: (i) o aumento da participação da corrente de comércio no PIB⁴¹⁸, que ampliara o impacto dos custos externos nos preços domésticos; e (ii) a própria política de desenvolvimento, que restringia o recurso aos arrochos fiscal, monetário ou creditício.

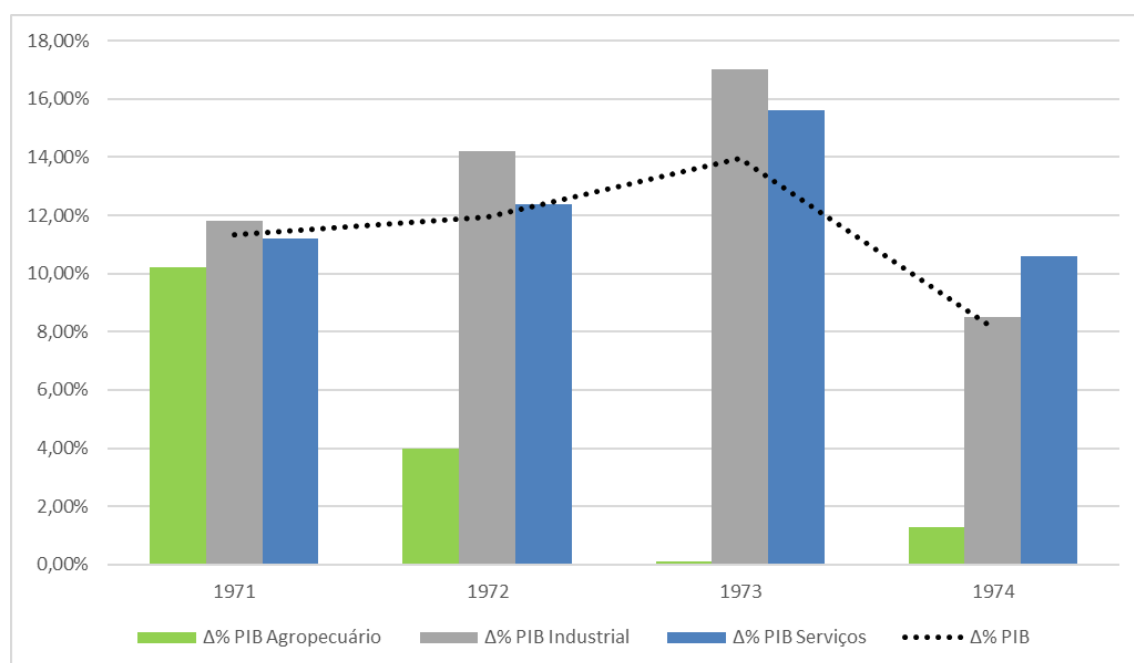
⁴¹⁶ Casos dos EUA, do Reino Unido e do Japão.

⁴¹⁷ Movimento iniciado ainda em 1972.

⁴¹⁸ Fruto dos incentivos à exportação e da maior abertura para as importações.

Diante desse cenário, o combate à inflação iniciou-se em duas frentes principais: a dos benefícios e a retaliatória. A primeira deu-se por meio da redução da tributação de alguns setores, por meio do IPI e do imposto de importação. A segunda alcançou as elevações de preços tidas como não autorizadas pelo CIP, sendo determinado o corte do crédito das empresas infratoras⁴¹⁹ (prática amplamente utilizada ao longo ano). Cabe registrar que Delfim Netto considerava «abusivas» as majorações de preço registradas no ano anterior, e que, ainda em janeiro, reunira-se com empresários para pontuar a necessidade de não repetirem tal expediente.

Figura 12 - Evolução do PIB por segmento



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil.

Paralelamente, as autoridades monetárias intensificaram os seus esforços para reduzir as taxas e juros, assegurar a oferta de crédito, e estimular as exportações (a despeito dos controles mencionados).

Em janeiro, o CMN aprovou um novo pacote de medidas direcionadas à questão do crédito. Além de fixar limites para o custo do dinheiro, as decisões intervieram no

⁴¹⁹ Tanto nos estabelecimentos bancários oficiais como nos privados.

Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), no recolhimento compulsório, no redesconto e em cobranças adicionais realizadas por instituições.

A primeira medida⁴²⁰ atualizou mais uma vez as condições da linha de crédito especial às pequenas e médias empresas industriais, ampliando o limite das receitas com vendas anuais para que essas fossem consideradas de menor porte e reduzindo o custo dos empréstimos para a mesma. A segunda⁴²¹ tornou a reduzir o custo máximo dos financiamentos bancários à produção e à comercialização, fixando uma nova taxa máxima para as operações com pessoas físicas. A terceira⁴²² eliminou a exigência do recolhimento compulsório sobre os depósitos a prazo superior a 90 dias, como medida compensatória pela redução das taxas de juros. A quarta⁴²³ estabeleceu novos limites à remuneração oferecida por bancos comerciais, bancos de investimento e financeiras na captação de recursos. A quinta⁴²⁴ limitou o custo dos recursos ofertados às empresas pelos bancos de investimento (29% a.a.), entre outros. A sexta⁴²⁵ determinou que as financeiras não poderiam cobrar taxas adicionais pelos serviços de contratação de operações e de cobrança regular dos pagamentos. A sétima⁴²⁶ reduziu o custo da Assistência Financeira de Emergência⁴²⁷, também como medida compensatória. A oitava⁴²⁸ isentou da incidência do IOF as operações de crédito à agricultura. Por fim, a

⁴²⁰ Resolução nº 241, de 16 de janeiro de 1973. Passaram a ser consideradas empresas pequenas ou médias aquelas que haviam faturado um máximo de Cr\$ 18 milhões em 1972 (de Cr\$ 15 milhões em 1971). As taxas especiais dos empréstimos para as mesmas foram reduzidas de 1,4% para 1,3% ao mês.

⁴²¹ Resolução nº 242, de 16 de janeiro de 1973. As empresas que descontassem duplicatas ou outros títulos representativos de financiamento à produção ou à comercialização para a obtenção de empréstimos pagariam taxas menores. Para o prazo de até 60 dias a taxa foi reduzida de 1,4% para 1,3% ao mês. Para prazos superiores a 60 dias a taxa recuou de 1,6% para 1,4%. Por fim, o custo dos empréstimos bancários concedidos às pessoas físicas depositantes do próprio estabelecimento foi limitado a 2,3% ao mês.

⁴²² Resolução nº 243, de 16 de janeiro de 1973.

⁴²³ Resolução nº 244, de 16 de janeiro de 1973. Com a mudança, os investidores em depósitos a prazo fixo não poderiam receber remuneração superior a 21% ao ano. Contudo, foram estabelecidos dois tetos para a remuneração das letras de câmbio: 22% ao ano para as financeiras ligadas a bancos comerciais e 23% ao ano para as financeiras independentes.

⁴²⁴ Resolução nº 245, de 16 de janeiro de 1973.

⁴²⁵ Resolução nº 246, de 16 de janeiro de 1973.

⁴²⁶ Circular nº 195, de 16 de janeiro de 1973.

⁴²⁷ Os novos custos foram fixados em 18% a.a. (de 20% a.a.) nas operações até o limite fixado em contrato, e em 24% a.a. (de 27% a.a.) nas operações com montantes até duas vezes o valor desse limite.

⁴²⁸ Circular nº 196, de 16 de janeiro de 1973.

nona⁴²⁹ determinou que as financeiras e os bancos de investimento só poderiam manter cinco tabelas distintas de taxas para o crédito ao consumidor, sendo essas: veículos novos, veículos usados, eletrodomésticos, serviços e crédito direto sem alienação fiduciária.

Dois meses mais tarde foram as exportações a motivação para a publicação de quatro outras medidas: (i) a elevação do percentual a ser abatido dos recolhimentos compulsórios dos bancos comerciais que subscrevessem debêntures conversíveis de empresas, ficando estabelecido que o acréscimo destinar-se-ia exclusivamente aos instrumentos emitidos por empresas comerciais exportadoras nacionais⁴³⁰; (ii) a liberação de uma parcela dos recolhimentos compulsórios em espécie, caso o montante correspondente fosse destinado ao financiamento de empresas comerciais exportadoras nacionais⁴³¹; (iii) o estabelecimento de uma linha especial de redesconto aos bancos autorizados a operar em câmbio, destinada ao amparo de títulos de operações de crédito relacionadas ao depósito de produtos manufaturados em armazéns, sob regime de entreposto aduaneiro na exportação⁴³²; e (iv) a isenção do IOF de adiantamentos de contratos de câmbio (ACC) e de algumas operações de financiamento à exportação⁴³³.

Somente em junho as autoridades monetárias retomaram os esforços para conter as captações no exterior. A exigência de outubro (1972) não se mostrara eficaz, o volume de recursos recolhido já superava Cr\$ 1,67 bilhão⁴³⁴ (e continuava a aumentar), e o prognóstico dessa expansão inspirava cautela, pois, em função das regras para a futura devolução, o BCB poderia vir a enfrentar problemas na gestão da oferta monetária.

⁴²⁹ Circular nº 197, de 16 de janeiro de 1973.

⁴³⁰ Resolução nº 250, de 15 de março de 1973. A medida elevou o percentual de 0,5% para 1%. Cabe mencionar que o benefício havia sido introduzido pela Resolução nº 184, de 20 de maio de 1971, e que alcançava exclusivamente os instrumentos das pequenas e médias empresas.

⁴³¹ Resolução nº 251, de 15 de março de 1973. A medida liberou da exigência até 2% do valor dos depósitos à vista ou de aviso prévio de até 90 dias e teve por finalidade fortalecer o capital de giro das empresas comerciais exportadoras nacionais.

⁴³² Resolução nº 252, de 15 de março de 1973.

⁴³³ Resolução nº 253, de 15 de março de 1973.

⁴³⁴ Ao longo dos nove meses posteriores à instituição do recolhimento compulsório sobre os empréstimos contraídos no exterior. Ver (GOB, 1975), p. 44.

Diante disso, o CMN tomou duas decisões: (i) suspendeu a exigência do recolhimento sobre os empréstimos externos⁴³⁵; e (ii) elevou para 12 anos o prazo mínimo de amortização de empréstimos externos sujeitos a incentivos do Imposto de Renda⁴³⁶. A primeira pôs fim ao problema do acúmulo de recursos, mas a segunda não foi capaz de conter as captações – que, na prática, acabaram por aumentar⁴³⁷.

Diante da ineficácia das iniciativas e do impacto das operações sobre a oferta monetária⁴³⁸, as autoridades optaram pela adoção de uma postura mais agressiva⁴³⁹. Dessa vez o colegiado reinstituiu o recolhimento compulsório sobre as operações (elevando-o para 40%) e revogou o item IV da medida original (de outubro de 1972). Esse item assegurava a devolução dos recursos retidos no prazo de 180 dias, uma vez suspensa a vigência das disposições da Resolução.

Dessa vez a iniciativa logrou êxito. A elevação do custo das operações aliada à incerteza quanto ao prazo para a devolução dos recursos, provocou a redução das captações no exterior.

Cabe registrar que os esforços do CMN e do BCB não foram capazes de conter a expansão dos meios de pagamento, que acabou por superar os 47% ao final do ano. O resultado ocorreu a despeito da União ter obtido seu primeiro superávit fiscal desde a deposição de João Goulart (Cr\$ 295 milhões) e do BCB ter feito uma colocação líquida de Cr\$ 5,76 bilhões⁴⁴⁰ em ORTN e em LTN (ambos com impacto contracionista sobre a oferta monetária).

⁴³⁵ Resolução nº 259, de 12 de junho de 1972.

⁴³⁶ Por meio da Resolução nº 261, de 19 de julho de 1973. Cabe registrar que o Decreto-Lei nº 1.215, de 4 de maio de 1972, autorizara o Ministro da Fazenda a conceder restituição, redução ou isenção do imposto de renda na fonte, que incidisse sobre os juros, as comissões, as despesas e os descontos relacionados aos empréstimos contraídos no exterior, observado um prazo mínimo de amortização fixado pelo Conselho Monetário Nacional.

⁴³⁷ De acordo com (GOB, 1975), p. 44, «os empréstimos externos nas cinco semanas posteriores às medidas (23/julho a 24/agosto) elevaram-se a uma média semanal de US\$ 84 milhões, enquanto nas cinco semanas anteriores a 23/julho o fluxo de recursos havia alcançado a média semanal de US\$ 57 milhões».

⁴³⁸ Entre dezembro de 1972 e agosto de 1973 as reservas internacionais haviam saltado de US\$ 4,18 bilhões para US\$ 6,34 bilhões (GOB, 1975), p. 44.

⁴³⁹ Resolução nº 265, de 31 de agosto de 1973.

⁴⁴⁰ Número do (*Relatório Anual Do Banco Central Do Brasil 1975, 1976*, p. 163).

A inflação anual também recuou (15,53%), embora tenha superado a meta traçada pelo presidente. Além disso, e apesar do início da crise mundial do petróleo (em outubro de 1973), a economia registrou sua maior taxa de expansão em toda a série histórica do pós-guerra (13,97%).

O grande senão permaneceu nas contas externas. Apesar da combinação entre política exportadora e melhoria dos termos de troca ter ampliado em mais de 55% as receitas com as exportações, as despesas com importação também cresceram significativamente (46%), produzindo um superávit modesto na balança comercial (US\$ 7 milhões). Diante disso, o novo déficit em transações correntes aproximou-se de US\$ 2,1 bilhões, sendo novamente mais que compensado pelo fluxo de capitais externos.

Enquanto o sistema econômico, no período de 1967 a meados de 1973, funcionou com margem de ociosidade em sua capacidade produtiva, não houve maiores dificuldades de absorção da liquidez decorrente das políticas monetárias menos contidas, desenvolvidas nesse período.

Mas quando o sistema econômico começou a dar sinais de superaquecimento, tornou-se imperioso que a política monetária passasse a ser formulada de maneira mais contida e conduzida com a necessária firmeza e permanente vigilância, de modo a compatibilizar o nível da liquidez do sistema econômico com o limite de suas possibilidades de funcionamento.

No período de 1967 a meados de 1973, puderam os estoques monetários crescer a taxas elevadas, induzindo o crescimento da demanda, que teve como contrapartida a utilização crescente da capacidade produtiva do sistema econômico.

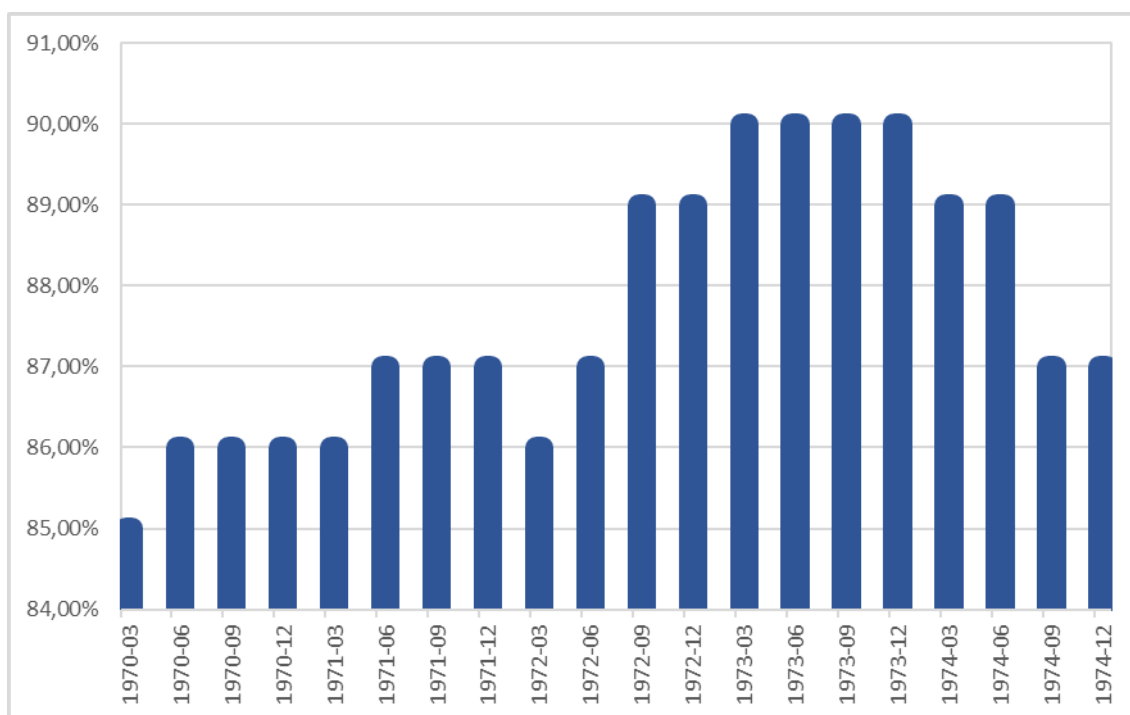
Todavia, à medida que se extinguiu o ano de 1973, a economia entrava a acusar sinais de superaquecimento, exigindo maior moderação na condução da política monetária (...).

In (GOB, 1975), p. 2.

Após anos de uma política monetária menos preocupada com a expansão dos meios de pagamento, as autoridades viram-se diante da necessidade de promover ajustes em sua estratégia. Por um lado, a atividade dava sinais de sobreaquecimento, ampliando os

riscos de um desequilíbrio mais acentuado entre a oferta e a demanda. Por outro, o cenário internacional tornara-se menos favorável, especialmente em função do início da crise do petróleo. Finalmente, o ritmo da elevação dos preços voltaria a acelerar no início de 1974⁴⁴¹, em um movimento atribuído, pela Conjuntura Econômica⁴⁴², a «as liberações de preços contidos por tabelamento ao final de 1973, as repercussões da crise internacional de matérias-primas e a elevada expansão dos meios de pagamento (...) durante o ano de 1973».

Figura 13 - Nível de Utilização da Capacidade Instalada



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil.

Cabe pontuar que a nova crise internacional afetaria as expectativas pela manutenção de uma oferta abundante de recursos baratos no exterior, pondo em risco tanto o equilíbrio do balanço de pagamentos quanto a manutenção do nível de reservas internacionais.

Devido a isso, e buscando antecipar-se ao impacto da nova realidade, o CMN suspenderia em fevereiro a exigência do recolhimento compulsório (40%) sobre os

⁴⁴¹ A inflação acumulada nos primeiros quatro meses de 1974 foi superior à inflação correspondente a todo o ano anterior, atingindo 16,1% (IGP-DI).

⁴⁴² Ver («Moeda e crédito - objetivo é expansão moderada», 1974).

empréstimos externos⁴⁴³, revertendo a decisão tomada em agosto e tornando a estimular as captações no estrangeiro.

⁴⁴³ Resolução nº 279, de 7 de fevereiro de 1974.

Capítulo V – Desaceleração e abertura política (1974 – 1984)

5.1. Introdução

O período abrangido por esse capítulo foi delimitado por um processo político e norteado, do ponto de vista econômico, por duas grandes crises mundiais. O primeiro foi a transição «lenta, gradual e segura», introduzida por Geisel, que, aos poucos, reduziu os excessos do regime e possibilitou o regresso de um civil à presidência da República – passo fundamental para o retorno da democracia ao Brasil. As segundas foram as duas grandes crises do petróleo (1973 e 1979), que alteraram as condições econômicas enfrentadas pelos países industrializados e evidenciaram a fragilidade de um modelo de desenvolvimento amparado na poupança externa – pavimentando o caminho para uma sucessão de crises na América Latina.

No âmbito local, a indicação de Ernesto Geisel para a sucessão de Médici representou uma mudança importante na orientação do regime militar. Geisel era um general do grupo «castelista»⁴⁴⁴, que enxergava a situação vigente como um processo de transição e pretendia entregar o controle político de volta aos civis, embora em termos alinhados aos ideais do regime. Seu governo administraria as posições defendidas pela chamada «linha dura», precisando fazer concessões, mas assegurando uma sucessão alinhada com a abertura política, que, ao seu termo, encerraria o ciclo militar.

Já na esfera internacional, o período compreendeu o fim de um longo ciclo de crescimento das economias centrais (pós-guerra) e a derrocada de estratégias dependentes de poupança estrangeira, como a do Brasil.

⁴⁴⁴ A expressão «castelista» era utilizada para designar os oficiais menos radicais do regime militar e fazia referência direta ao primeiro general-presidente do período pós-golpe, Castello Branco, considerado um moderado.

Após anos de uma elevação progressiva dos preços do barril de petróleo⁴⁴⁵, o embargo imposto pela OPEP⁴⁴⁶ à produção e à exportação da *commodity*⁴⁴⁷ fez preço do produto praticamente quadruplicar⁴⁴⁸, provocando problemas em diversas economias, que incluíram, entre outros, a deterioração dos termos de troca, a escassez de combustíveis, e a elevação dos custos de produção. Nos países industrializados, o efeito mais imediato foi a elevação das taxas de juros e a contração da atividade econômica (Hermann, 2011). Já nas economias em desenvolvimento, as preocupações concentraram-se, principalmente, na capacidade de importação e nas condições do financiamento externo.

As dificuldades dos países em desenvolvimento no comércio internacional foram aliviadas, paradoxalmente, por outro efeito do choque do petróleo: a forte entrada de “petrodólares” no mercado financeiro internacional. A partir de 1974, as receitas de exportação dos países membros da OPEP começaram a migrar para os países industrializados, em busca de retorno financeiro. O ingresso de capital estrangeiro nesses países promoveu forte expansão dos recursos à disposição dos bancos locais, estimulando seu “apetite” por investimentos de maior risco, já que, naquele período, a regulamentação financeira impunha “tetos” às taxas de juros das operações domésticas. Assim, os petrodólares acabaram financiando os déficits em conta corrente de países endividados, como o Brasil.

In (HERMANN, 2011a), p. 77.

De acordo com (MANTEGA, 1997), «a quadruplicação dos preços do petróleo e a consequente reação dos preços dos bens de produção exportados pelos países

⁴⁴⁵ De acordo com os números do FMI disponibilizados pelo IPEA, entre janeiro de 1969 e dezembro de 1973, o preço do barril de petróleo aumentara progressivamente de US\$ 1,79 para US\$ 3,42.

⁴⁴⁶ Organização dos Países Exportadores de Petróleo.

⁴⁴⁷ A decisão dos países árabes da OPEP (em outubro de 1973) foi uma retaliação ao apoio das economias centrais a Israel na guerra do Yom Kippur (1973) e uma resposta à depreciação do dólar dos EUA (moeda a partir da qual a *commodity* era apreçada). O embargo incluiu a realização de cortes drásticos na produção e a suspensão do envio de petróleo do Oriente Médio a países consumidores como os Estados Unidos, os Países Baixos, Portugal e a África do Sul, entre outros.

⁴⁴⁸ De US\$ 3,42 para US\$ 13,43, entre dezembro de 1973 e janeiro de 1974 (números do FMI disponibilizados pelo IPEA). (NETTO, 2014) pondera que «o descompasso entre o crescimento de sua demanda e os investimentos, seja em fontes alternativas de suprimento energético seja em novos campos de produção de óleo bruto, teria fatalmente de refletir-se, cedo ou tarde, nos preços, a exemplo do que ocorria com as demais matérias-primas transacionadas no mercado internacional».

avançados» prejudicou as contas externas do Brasil (que importava ambos) e impôs um «gargalo externo» ao crescimento do país. Esse fato acabou por influenciar a reação do governo, que preocupado em sustentar taxas elevadas de crescimento, lançou o II Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND) ao final de 1975. O novo Plano se ampararia em uma estratégia de substituições de importações cuja prioridade recairia nos investimentos em insumos básicos, petróleo e bens de capital.

O segundo choque do petróleo (1979) reproduziu boa parte da dinâmica observada no primeiro, mas apresentou uma diferença fundamental: a amplitude e a duração das novas taxas de juros praticadas nas economias centrais.

O Brasil, como maior importador de petróleo do Terceiro Mundo, claramente sofreu o impacto das elevações do preço do produto e, como maior devedor entre os países em desenvolvimento, foi também sacudido pela rápida escalada das taxas nominais e reais de juros a partir de 1979.

In (FISHLOW, 1986), p. 2.

A mudança no patamar das taxas de juros, com destaque para a dos EUA, afetou o Brasil tanto por meio de aumentos dos déficits em transações correntes como via os recuos dos superávits na conta de capital⁴⁴⁹. Por um lado, ampliou o custo do endividamento externo⁴⁵⁰, pois grande parte dos empréstimos do país fora contratada a taxas flutuantes⁴⁵¹. Por outro, estimulou um movimento de «*flight to quality*», desviando os recursos de países percebidos como de maior risco (como o Brasil) para outros considerados mais seguros.

Além disso, a desaceleração das economias centrais e a deterioração dos termos de troca contribuíram para reduzir os resultados da balança comercial, ampliando o comprometimento das transações correntes. A primeira, por definição, devido ao desequilíbrio da relação entre o valor das exportações e o valor das importações. Já a

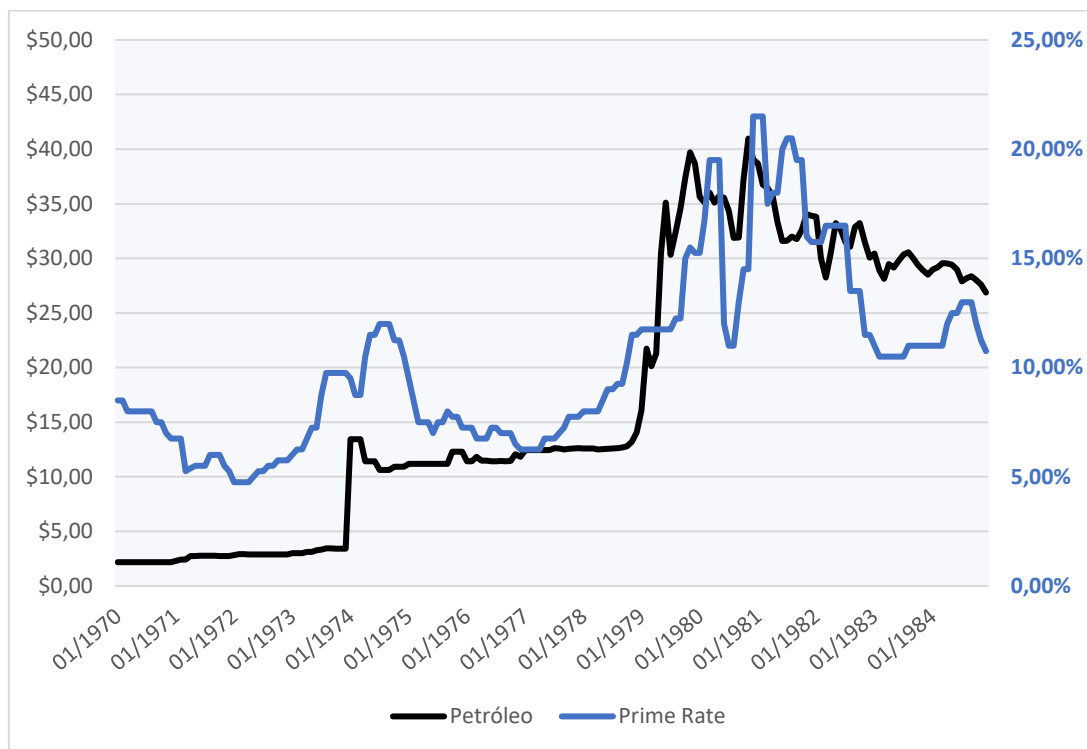
⁴⁴⁹ O déficit em transações correntes saltou de US\$ 6,98 bilhões (1978) para US\$ 10,71 bilhões (1979) e para US\$ 12,74 bilhões (1980), já o resultado da conta capital e financeira variou de US\$ 11,88 bilhões (1978) para US\$ 7,62 bilhões (1979) e para US\$ 9,61 bilhões (1980).

⁴⁵⁰ A dívida externa havia saltado de US\$ 14,86 bilhões para US\$ 52,19 bilhões entre 1973 e 1978.

⁴⁵¹ De acordo com (HERMANN, 2011b), essas taxas eram indexadas à *prime rate* (EUA), sendo revistas a cada seis meses.

segunda deveu-se ao recuo das aquisições de produtos brasileiros por parte de parceiros importantes, como os EUA.

Figura 14 - Evoluções da cotação do barril de petróleo e da prime rate entre 1970 e 1984



Fonte: Elaboração própria com base em dados do IPEA e do Federal Reserve

A política de compensação dos déficits em transações correntes por meio dos resultados da conta de capitais em pouco tempo tornar-se-ia inviável e levaria o Brasil (juntamente com outros países da América Latina) a um novo cenário de «crise externa»: a chamada «crise da dívida». A nova realidade permearia grande parte da década de 1980 e levaria o país a decretar uma moratória em 1987, já sob a presidência de um civil.

5.2. O período ano a ano

5.2.1. 1974

O general Ernesto Geisel assumiu a presidência em 15 de março de 1974, dois meses após sua eleição pelo Colégio Eleitoral⁴⁵². Seu nome não fora uma escolha do ex-

⁴⁵² A Emenda Constitucional nº 1, de 17 de outubro de 1969, modificou o processo da escolha do presidente. Com ela, a eleição passou a ser feita por um Colégio Eleitoral composto por membros do

presidente Médici, general da chamada «linha dura», mas sim uma indicação das Forças Armadas devido à «sua capacidade de comando e suas qualidades administrativas» (FAUSTO, 2006).

Com sua posse, os focos no desenvolvimento e na indústria foram preservados (embora viessem a sofrer adaptações), mas a preocupação com a inflação tornou-se premente, dada a aceleração dos preços observada no início do ano⁴⁵³. Na prática, os principais temas da economia passaram a ser decididos no âmbito do Conselho de Desenvolvimento Econômico (CDE)⁴⁵⁴, colegiado formado pelos ministros das principais pastas da economia e presidido pelo chefe do Executivo.

Geisel optara por manter no Planejamento a mesma equipe que ocupara a pasta na gestão anterior⁴⁵⁵, mas substituíra Antônio Delfim Netto pelo engenheiro e economista Mário Henrique Simonsen na Fazenda.

Simonsen atribuía a pressão inflacionária à combinação entre três fatores principais: (i) a liberação dos preços, severamente contidos por tabelamentos na gestão anterior; (ii) a expansão dos meios de pagamento; e (iii) o impacto da nova crise internacional, decorrente do choque do petróleo. Diante disso, propunha uma política gradualista de contenção dos preços que pudesse ser executada sem prejudicar um dos objetivos-chave do novo governo: a manutenção de taxas de crescimento compatíveis com as do sexênio anterior.

O orçamento monetário buscou acomodar essa estratégia por meio de uma programação que previa uma expansão de 35% para os meios de pagamento no ano⁴⁵⁶. Em tese, esse percentual atenderia às expectativas oficiais (para o ano) de um crescimento econômico de 10% e de um aumento de 22% nos preços. Porém, a

Congresso e delegados das Assembleias Legislativas dos Estados. Geisel foi o primeiro presidente escolhido dessa forma.

⁴⁵³ Nos três primeiros meses de 1974 o IGP-DI acumulou uma variação de 10,43%.

⁴⁵⁴ Instituído pela Lei nº 6.036, de 1º de maio de 1974.

⁴⁵⁵ Liderada por João Paulo dos Reis Veloso.

⁴⁵⁶ Ver a 228ª Ata do CMN, de 16 de maio de 1974.

execução da política monetária no primeiro trimestre havia sido semelhante à de 1973, exigindo da nova gestão uma atuação mais contundente em seu início.

Além disso, o presidente aprovou uma série de sugestões dos titulares da Fazenda e do Planejamento que, entre outros, estabeleceram novas políticas para o controle dos preços⁴⁵⁷ e do crédito.

Ao longo dos seis primeiros meses do governo prevaleceu uma política de austeridade que, impactada pela expansão da arrecadação⁴⁵⁸ e pela deterioração da balança de pagamentos, limitou a expansão dos meios de pagamento a 10,8%⁴⁵⁹ (uma contração da liquidez em termos reais)⁴⁶⁰. Isso contribuiu para desacelerar a inflação, mas também colaborou para deteriorar a situação financeira de algumas instituições.

O Banco Halles foi o primeiro a entrar em situação de insolvência (abril), levando o BCB a determinar sua liquidação extrajudicial⁴⁶¹ – congelando contas correntes e suspendendo os resgates de aplicações. O movimento amparou-se na recém-sancionada Lei nº 6.024, que autorizava «a intervenção imediata nas instituições financeiras em crise de liquidez, sem passar pelos morosos recursos judiciais das concordatas e falências» (MANTEGA, 1997).

A decisão, contudo, acabou por ampliar a insegurança no mercado financeiro. «O Halles era um banco de porte, conectado com outras entidades financeiras, que não receberiam mais seus créditos e, por sua vez, também ficariam em dificuldades» (MANTEGA, 1997). Assim, em meio a um cenário incipiente de corrida aos bancos (parte dos depósitos do público migrou para os bancos oficiais⁴⁶²), a Fazenda decidiu aprovar (maio) a criação de uma faixa especial de redesconto denominada «Redesconto de

⁴⁵⁷ Deu-se início a uma política de descompressão controlada dos preços represados, que, de acordo com (Macarini, 2011), não implicou em «uma liberação generalizada», tendo o CIP e a Sunab preservado um papel importante na gestão da elevação dos valores.

⁴⁵⁸ A União encerrou o ano com um superávit superior a Cr\$ 3,88 bilhões.

⁴⁵⁹ Expansão correspondente ao segundo e terceiro trimestres do ano. No ano a expansão acumulada atingira 15,1%. Números calculados com base nos dados do SGS do Banco Central do Brasil.

⁴⁶⁰ O afrouxamento dessa política iniciar-se-ia somente em novembro, mas não seria suficiente para que o M1 atingisse a meta estabelecida – encerrando o ano em 33,5%.

⁴⁶¹ O Banco Halles acabaria por ser encampado pelo Banco do Estado da Guanabara (BEG) no mês seguinte.

⁴⁶² Ver («Moeda e Crédito - expansão de 34% nos meios de pagamentos», 1975), p. 130.

Emergência». O novo instrumento destinar-se-ia exclusivamente ao resguardo de liquidez decorrente da perda de depósitos. Além disso, o governo instituiu um auxílio temporário direcionado aos bancos de investimento e às financeiras não ligados aos bancos comerciais.

Mesmo assim uma segunda instituição de porte daria sinais de inviabilidade em junho: o Banco União Comercial (BUC). Dessa vez, porém, diante da má experiência com o «Caso Halles», o governo optou por socorrer a instituição, assumindo os prejuízos e dando cobertura aos depósitos. O BUC acabou por ser vendido⁴⁶³ em agosto.

(MANTEGA, 1997) argumenta que os estímulos (do governo anterior) à formação de grandes conglomerados financeiros dera origem a organizações assentadas em bases frágeis, que «havam se aventurado em empreendimentos de risco na esteira da euforia do “milagre”». As mais agressivas haviam montado grandes posições de crédito com maturidades descasadas, assumindo exposições passivas de curto prazo para financiar operações ativas de prazo mais alargado. Entretanto, ante uma política monetária mais restritiva, a estratégia acabara por se inviabilizar, levando as instituições a uma situação de extrema dificuldade.

A execução de uma política mais restritiva não implicou em uma menor atenção à oferta e ao custo do crédito ao setor produtivo. O governo tinha por meta assegurar o crescimento da economia e uma série de medidas foi adotada para atualizar, renovar ou mesmo ampliar iniciativas preexistentes.

Ainda em março o CMN autorizou o BCB a atualizar as condições da faixa especial de financiamento instituída em 1970⁴⁶⁴, ampliando o limite de vendas anuais para que uma empresa industrial fosse considerada de menor porte⁴⁶⁵. Pouco tempo mais tarde, no início de maio, o CMN tornou a disciplinar a política de taxas de juros⁴⁶⁶, estabelecendo

⁴⁶³ Para o Banco Itaú.

⁴⁶⁴ Resolução nº 282, de 28 de março de 1974.

⁴⁶⁵ Passaram a ser consideradas empresas pequenas ou médias aquelas que haviam faturado em 1973 até 70 mil vezes o maior salário mínimo vigente no país (Cr\$ 21,84 milhões). Não foram alteradas as taxas especiais dos empréstimos, que permaneceram em 1,3% ao mês.

⁴⁶⁶ Resolução nº 286, de 3 de maio de 1974.

regras e fixando limites para a remuneração das operações das instituições financeiras (captação e aplicação de recursos).

Entretanto, dado o impacto da restrição monetária na oferta de crédito ao setor produtivo (especialmente às empresas de pequeno e médio porte), as autoridades monetárias tornaram a intervir em julho, dessa vez por meio de um pacote com quatro medidas.

A primeira⁴⁶⁷ voltou a alterar as taxas máximas para captação de recursos pelas instituições financeiras, ampliando-as em relação aos limites fixados em março⁴⁶⁸, e fixou novas taxas máximas para os financiamentos com correção monetária prefixada (realizados por bancos de investimento e financeiras). A segunda⁴⁶⁹ reduziu as alíquotas do imposto de renda incidentes sobre os rendimentos produzidos por títulos de renda fixa. A terceira⁴⁷⁰ substituiu a faixa especial criada em 1970 por outra, direcionada ao financiamento de capital de giro das empresas industriais e comerciais de pequeno e médio porte⁴⁷¹ (medida que autorizou a liberação condicionada⁴⁷² de até 4% dos depósitos sujeitos aos recolhimentos compulsórios). Por fim, a quarta⁴⁷³ ampliou o limite da linha especial de refinanciamento instituída pela Resolução nº 71 (destinada a amparar os financiamentos da manufatura de produtos exportáveis), de 50% para 65% do teto das operações de redesconto⁴⁷⁴.

⁴⁶⁷ Resolução nº 293, de 23 de julho de 1974.

⁴⁶⁸ A medida anterior fixara a remuneração máxima dos depósitos a prazo em 24% ao ano (bancos comerciais e bancos de investimento ligados a bancos comerciais), taxa que foi elevada para 26% e para 27% ao ano no caso dos depósitos com emissão de certificado e sem emissão, respectivamente. No caso dos demais bancos de investimento as taxas máximas foram elevadas de 25% ao ano para 27% e 28% ao ano, respectivamente. As Letras de câmbio tiveram sua taxa máxima anual elevada em 2%.

⁴⁶⁹ Resolução nº 294, de 23 de julho de 1974.

⁴⁷⁰ Resolução nº 295, de 23 de julho de 1974.

⁴⁷¹ As duas principais novidades da medida era a duplicação dos recursos destinados à linha e a inclusão das empresas comerciais como destinatárias dos créditos especiais. Tal como fixada em janeiro de 1973 (para a linha anterior) a taxa máxima de juros permaneceu em 1,3% ao mês, podendo o banco acrescentar 0,5% a ano a título de comissão de abertura de crédito.

⁴⁷² Desde que o estabelecimento bancário acrescentasse aos valores correspondentes (destinados à linha de crédito) um mínimo de 50% em recursos próprios.

⁴⁷³ Resolução nº 296, de 23 de julho de 1974.

⁴⁷⁴ Desses 65%, 15% dos limites da assistência financeira deveriam beneficiar exclusivamente as empresas portadoras de Certificados de Habilitação da Cacex (Banco do Brasil) e cuja capacidade anual de exportação não fosse superior a US\$ 700 mil/ano.

As autoridades monetárias voltariam a baixar medidas direcionadas ao crédito no mês de outubro, dessa vez com o propósito de reativar os setores mais afetados pela política restritiva e pela conjuntura internacional. Além disso, outras ações oficiais se somaram à iniciativa, destacando-se as de cunho fiscal e salarial.

A primeira medida⁴⁷⁵ autorizou a liberação de 2% dos depósitos sujeitos ao recolhimento compulsório, sem impor quaisquer restrições às instituições quanto ao uso dos recursos⁴⁷⁶. As três seguintes⁴⁷⁷ tiveram por foco o crédito ao consumidor, flexibilizando a utilização da correção monetária nas operações a este direcionadas (operações com prazos superiores a 24 meses); reduzindo temporariamente o imposto de renda sobre juros, comissões e despesas resultantes de empréstimos (de 25% para 5%); e instituindo no BCB uma linha especial de refinanciamento (de Cr\$ 2 bilhões) para amparar as operações realizadas pelas financeiras (às pessoas físicas) destinadas à aquisição de bens. Finalmente, a última⁴⁷⁸ tornou a ampliar as taxas máximas fixadas permitidas nas operações de financiamento com correção monetária prefixada – bancos de investimento.

O governo ainda viria a estabelecer uma linha de crédito especial para o Banco do Brasil⁴⁷⁹, destinada às necessidades de capital de giro das pequenas e médias empresas, e concederia uma linha de refinanciamento⁴⁸⁰ às sociedades de crédito e financiamento, com objetivo de financiar o comércio lojista.

Entre as ações de cunho fiscal e salarial, cabem destacar: (i) a redução temporária das alíquotas e a prorrogação do prazo de recolhimento do IPI sobre tecidos e confecções,

⁴⁷⁵ Resolução nº 303, de 11 de outubro de 1974.

⁴⁷⁶ De acordo com o (GOB, 1975), p. 43, além de elevar a oferta de liquidez no sistema, a decisão visava «restituir aos bancos a oportunidade de investimento lucrativo antes prejudicada com a suspensão da subscrição de ORTN».

⁴⁷⁷ Resoluções nºs 303, 304 e 305, todas de 24 de outubro de 1974.

⁴⁷⁸ Resolução nº 306, de 25 de outubro de 1974.

⁴⁷⁹ De Cr\$ 1,3 bilhão.

⁴⁸⁰ De Cr\$ 2 bilhões.

eletrodomésticos e móveis; e (ii) a modificação da fórmula dos reajustes salariais, combinada com a instituição de um abono de emergência⁴⁸¹.

(...) havia, internamente, uma pressão para a adoção de um modelo de ajuste não recessivo em 1974. O crescimento dos primeiros anos do “milagre” foi facilitado pela utilização da capacidade ociosa então existente, mas, a partir de 1971, a demanda agregada em expansão estimulou novos investimentos privados. Em 1974, grande parte desses investimentos estava incompleta, ou tinha sido recentemente concluída. Uma forte desaceleração econômica naquele momento implicaria riscos e custos elevados para as empresas investidoras, bem como para os bancos envolvidos no financiamento dos novos empreendimentos. Havia, portanto, uma forte demanda empresarial pela continuidade do crescimento. Por razões políticas, o atendimento dessa demanda interessava ao governo Geisel, que, tal como o governo Castello Branco, buscava a legitimidade do poder pelo crescimento econômico.

In (HERMANN, 2011b), p. 81.

Muitas dessas medidas haviam sido propostas em uma exposição de motivos assinada e encaminhada à presidência pelos ministros de Estado. O documento pontuava que embora o combate à inflação previsse uma evolução da liquidez real capaz de preservar a atividade em um patamar elevado, «o comportamento do balanço de pagamentos e o das contas do Tesouro Nacional» dera «origem a uma expansão monetária inferior à prevista» e, «como consequência, alguns setores da economia» vinham «ressentindo de dificuldades de vendas, embora o índice global da produção industrial até agosto» tivesse superado «em mais de 10%» o correspondente do ano anterior⁴⁸².

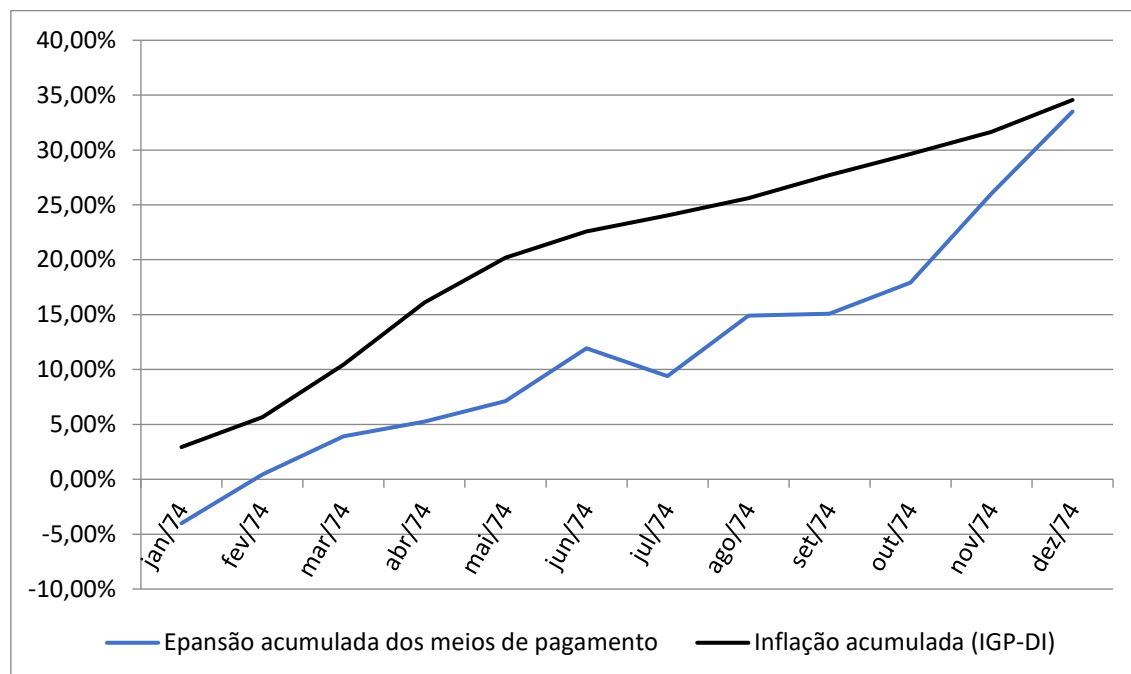
Cabe registrar que as ações do último trimestre foram insuficientes para que a meta do OM fosse alcançada, tendo a expansão dos meios de pagamento limitado-se a 33,5%.

⁴⁸¹ Lei nº 6.147, de 29 de novembro de 1974. De acordo com (SIMONSEN, 1975), a medida buscou corrigir as «imperfeições teóricas» da fórmula anterior, evidenciadas pelo aumento da inflação e pela (consequente) perda dos trabalhadores. Sua expectativa era que o novo modelo evitasse que os salários viessem a perder poder aquisitivo no médio e longo prazos. A nova lei também instituiu um abono de emergência de 10% (a vigorar a partir de 1º de dezembro de 1974), que passou a incidir sobre o salário mínimo e os demais salários cujos reajustes tivessem ocorrido no primeiro semestre do ano (sendo considerado uma antecipação dos futuros reajustes salariais).

⁴⁸² Trechos extraídos da transcrição do documento original em («Medidas sustentam o crescimento», 1974).

Mesmo assim a inflação reverteu a tendência observada nos oito anos anteriores e voltou a subir, acumulando 34,56% (IGP-DI) no ano.

Figura 15 - Evolução da inflação e dos meios de pagamento, ambos acumulados no ano



Fonte: Elaboração própria com base em dados do IPEA e do Banco Central.

Impactado pelo choque do petróleo, o Brasil registrou o seu maior déficit no balanço de pagamentos de toda a série do regime militar, consequência de uma elevação brutal das despesas com as importações combinada com um aumento mais modesto das receitas com as exportações⁴⁸³. O resultado comprometeu a capacidade da conta de capital de compensar o déficit em transações correntes (apesar do ingresso de recursos ter superado o do ano anterior), tornando o balanço de pagamentos deficitário em mais de US\$ 1 bilhão e exigindo o recurso às reservas internacionais.

O desequilíbrio entre as importações e as exportações foi justificado pela deterioração dos termos de troca e pelo crescimento físico do volume importado, tendo o petróleo e o aço respondido por parte importante das aquisições brasileiras no exterior. Segundo estimativas do Ministério da Fazenda divulgadas em («Panorama», 1975), o preço médio

⁴⁸³ As despesas com importações saltaram de US\$ 6,2 bilhões para US\$ 12,6 bilhões, já as exportações aumentaram de US\$ 6,2 bilhões para US\$ 8,0 bilhões.

das importações brasileiras aumentara cerca de 54,4%, enquanto os índices de quantidade haviam registrado uma expansão de 31,1%.

O ano ainda reservaria para o fim o principal acontecimento econômico nacional: a aprovação e sanção da lei⁴⁸⁴ que instituiu o Segundo Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND) – período de 1975 a 1979.

O objetivo do Plano era preservar o ritmo do crescimento da economia em um patamar elevado, sem incorrer em problemas como o superaquecimento, o descontrole da inflação e o desequilíbrio acentuado do balanço de pagamentos. Suas metas incluíam: (i) a ampliação da renda per capita do país – de forma a que esta superasse os US\$ 1 mil em 1979; (ii) a expansão do PIB para um patamar superior a US\$ 100 bilhões em 1977; (iii) a promoção de uma taxa de crescimento do emprego superior a 3,5% a.a. ao longo de todo o quinquênio; e (iv) a expansão do comércio exterior para um montante superior a US\$ 40 bilhões ao final do período.

Pelo lado da oferta, a expectativa do governo era que seria inviável produzir taxas de crescimento semelhantes às do «Milagre» com base na estrutura de produção existente. Afinal, se o primeiro PND se aproveitara da disponibilidade de capacidade ociosa da indústria, a conjuntura havia mudado e o setor já operava próximo ao limite. Sua estratégia previa o investimento na ampliação da capacidade produtiva, direcionando o processo de substituição de importações para os setores básicos e corrigindo os desequilíbrios da estrutura industrial existente. Pelo lado da demanda, o foco concentrar-se-ia no mercado interno, prevendo a formação gradual de um mercado de consumo de massa.

O programa de investimentos foi estimado em Cr\$ 716 bilhões⁴⁸⁵ (cerca de US\$ 97 bilhões⁴⁸⁶), abrangendo as áreas de indústrias básicas; desenvolvimento científico e tecnológico; e infraestrutura de energia, transportes e comunicações.

⁴⁸⁴ Lei nº 6.151, de 4 de dezembro de 1974.

⁴⁸⁵ Preços de 1975. Valor disponível em («II Plano Nacional de Desenvolvimento (1975-1979)», 1974), p. 19.

⁴⁸⁶ Com base na cotação de Cr\$ 7,40 por US\$ 1,00, vigente ao final de 1974.

Já não se tratava agora de substituir a importação de bens de consumo, mas de avançar no caminho da autonomia no terreno dos insumos básicos (petróleo, aço, alumínio, fertilizantes etc.) e da indústria de bens de capital.

In (FAUSTO, 2006), p. 495.

O fim do ano também trouxe «surpresas» de cunho político. Com eleições marcadas para novembro, e estando em disputa um terço das vagas ao Senado e todas as cadeiras da Câmara dos Deputados, Geisel viu a oposição conquistar a maioria das primeiras e quase metade das segundas⁴⁸⁷. A derrota acabou por impor mudanças na «política de distensão»⁴⁸⁸ que, como registra (MACARINI, 2011), «ingressaria em uma rota tortuosa, tendo de enfrentar recorrentes desafios de frações internas e apelar para o arsenal de instrumentos discricionários à sua disposição para não descarrilar».

Sob os efeitos da crise do petróleo e da escassez de insumos⁴⁸⁹, entre outros, a economia não foi capaz de crescer em linha com a meta fixada, mesmo assim registrou uma expansão de 8,15% (número inferior aos do «Milagre», mas ainda assim elevado).

5.2.2. 1975

Com o projeto de desenvolvimento consubstanciado no II PND, coube à política monetária dar continuidade à estratégia gradualista, combinando o combate à inflação com as políticas de crescimento⁴⁹⁰ e de reequilíbrio do balanço de pagamentos. Orientado por esses objetivos, o CMN aprovou o novo orçamento monetário, cuja programação previa a expansão de 30% para os meios de pagamento e o

⁴⁸⁷ O partido da oposição (MDB) conquistou 16 das 22 cadeiras em disputa no Senado e 161 das 364 das vagas na Câmara dos Deputados.

⁴⁸⁸ A chamada «política de distensão» correspondia ao processo «lento, gradual e seguro» de retorno à democracia.

⁴⁸⁹ «Ainda no final de 1973, as fábricas não davam conta das encomendas, e já começavam a disputar matérias-primas e componentes, provocando uma elevação dos preços. A escassez de matérias-primas era geral nos vários ramos da indústria. Faltava desde aços fundidos, forjados e metais não ferrosos, até alumínio, celulose, fertilizantes e outros produtos químicos» (MANTEGA, 1997), p. 32.

⁴⁹⁰ Não foi estabelecida uma meta quantitativa para a expansão do PIB em 1975. Na opinião do ministro Simonsen qualquer previsão nesse sentido seria prematura. Mesmo assim, o titular da Fazenda declarou que seria possível expandir o produto real a taxas elevadas, que situassem o país em posição privilegiada diante do panorama mundial de estagnação.

estabelecimento de tetos para o crescimento dos saldos das operações ativas do Banco do Brasil, entre outros.

Apesar da variação dos preços ter superado os 34% em 1974, não estava prevista a repetição do aperto monetário do ano anterior. Na visão do governo, as principais pressões inflacionárias haviam sido debeladas até setembro, tendo as condições prevalecentes, a partir de então, autorizado o afrouxamento do último trimestre. As autoridades, entretanto, acabaram por ser surpreendidas no início de 1975.

Impactada pela perda de US\$ 500 milhões em reservas (em apenas dois meses) e pelo recuo do multiplicador bancário⁴⁹¹ (NETTO, 2014), a oferta monetária registrou uma contração bem superior à antecipada, pondo em causa a programação do orçamento e a expansão da atividade.

Diante disso, o Conselho autorizou⁴⁹² a ampliação da liberação condicionada⁴⁹³ dos depósitos compulsórios (para 8%), preservando as demais características e condições das regras vigentes. A medida foi sucedida, dias mais tarde, pela disponibilização (pelo BCB) de uma linha temporária de crédito não direcionado aos bancos, denominada Refinanciamento Compensatório⁴⁹⁴. A nova linha passou a oferecer recursos correspondentes a 4,5% do total global dos depósitos sujeitos ao recolhimento compulsório⁴⁹⁵, tendo por objetivos ampliar a oferta de liquidez do sistema, atender às necessidades do setor produtivo e corrigir desajustes de caráter temporário – caracterizados pelas dificuldades de crédito.

⁴⁹¹ Segundo (NETTO, 2014), p. 250, a aceleração inflacionária de 1974 desestimulara a manutenção dos depósitos à vista, impactando o multiplicador.

⁴⁹² Resolução nº 318, de 27 de fevereiro de 1975.

⁴⁹³ Pela Resolução nº 295, de 23 de julho de 1974. A medida autorizou a liberação dos depósitos compulsórios efetuados em espécie pelos bancos comerciais, até o montante de 4% do total sujeito à exigência, com o objetivo de atender, exclusivamente, ao financiamento de capital de giro de empresas industriais e comerciais de pequeno e médio portes.

⁴⁹⁴ De acordo com (NETTO, 2014), p. 250-251, o Ministério da Fazenda foi pressionado por Geisel a adotar uma medida que revertesse o processo de contração monetária em curso - que contribuía para um movimento recessivo da economia.

⁴⁹⁵ De acordo com a posição da 2ª quinzena de janeiro. As regras da nova linha previam que 1/3 do montante ofertado deveria ser devolvido em 100 dias (junho), outro terço em até 130 dias (julho) e o restante em 160 dias (agosto). Os bancos pagariam uma taxa de juros de 6% a.a. sobre o saldo devedor (pagamento realizado no vencimento de cada parcela).

Porém, como a oferta de liquidez permaneceu reduzida, o BCB viu-se obrigado a disponibilizar uma segunda edição do Refinanciamento Compensatório (abril), acrescentando cerca de Cr\$ 2 bilhões aos recursos inicialmente oferecidos. O acréscimo motivou a alteração do calendário de pagamentos da linha original, que acabou por combinar-se com o da segunda e a prever a restituição dos recursos até novembro de 1975⁴⁹⁶.

Finalmente, o CMN pôs fim à imposição de limites às taxas de captação de recursos das instituições financeiras⁴⁹⁷. Com a medida, a autoridade procurou estimular as operações e ampliar a oferta de crédito ao setor produtivo. Cabe registrar que a inflação estava em queda⁴⁹⁸, constituía um elemento importante na formação das taxas, e a expectativa era que a tendência permanecesse. Além disso, as possibilidades de repasse dos (novos) custos para as empresas eram poucas, pois os limites impostos às taxas de concessão de crédito permaneceram em vigor.

As iniciativas tiveram sucesso. Após o forte recuo do início do ano, os meios de pagamento voltaram a apresentar expansão relevante e alcançaram o patamar programado (no orçamento) em meados do ano⁴⁹⁹. O equilíbrio, entretanto, durou pouco. Sob o efeito defasado das medidas anteriores (e em linha com seu comportamento sazonal), a expansão dos meios de pagamento tornou a acelerar no último trimestre, superando as metas parciais estabelecidas pelo CMN.

O Conselho tentou conter a nova pressão expansionista por meio da revogação (novembro) da liberação dos recolhimentos compulsórios instituída em outubro de 1974⁵⁰⁰, medida acompanhada pelo recolhimento (pagamento) do último terço do

⁴⁹⁶ Em três parcelas correspondentes a 1/3 do montante tomado. A primeira deveria ser paga em setembro, a segunda em outubro e a terceira em novembro de 1975.

⁴⁹⁷ Resolução nº 322, de 15 de abril de 1975. A medida atingiu as captações por meio de depósitos a prazo fixo, com ou sem emissão de certificado, ou por meio da colocação de letras de câmbio.

⁴⁹⁸ Ao final do 1º trimestre de 1975 o IGP-DI acumulara 6,19% no ano, ante os 10,43% do mesmo período de 1974.

⁴⁹⁹ De acordo com (BCB, 1976), p. 59-60.

⁵⁰⁰ Resolução nº 350, de 13 de novembro de 1975. A medida determinou que os valores fossem novamente recolhidos a partir de 16 de dezembro daquele ano. A Resolução nº 303, de 11 de outubro de 1974, liberara recursos equivalentes a 2% dos depósitos sujeitos ao recolhimento compulsório, sem impor às instituições qualquer restrição quando ao uso pelas instituições financeiras. Segundo (DOB-DPNC, 1977), o montante liberado totalizara Cr\$ 1,17 bilhão.

Refinanciamento Compensatório. Ainda assim, a expansão dos meios de pagamento superou com folga a variação prevista no orçamento⁵⁰¹ – embora a inflação acumulada tenha tornado a recuar, atingindo os 29,33% (IGP-DI) ao final do ano.

Cabe registrar que o BCB autorizara em julho o uso das Letras do Tesouro Nacional (LTN) no cumprimento dos recolhimentos compulsórios sobre depósitos à vista e a prazo⁵⁰². Segundo (DOB-DPNC, 1977), isso se deveu às dificuldades observadas no mercado de ORTN.

Também merece menção o fato de que, em linha com a política de direcionamento do crédito, o BCB tornara a aprovar uma liberação condicionada dos depósitos compulsórios em outubro⁵⁰³. A medida alcançara a parcela da exigência a ser cumprida em moeda⁵⁰⁴, tendo direcionado os recursos para o financiamento do capital de giro de empresas de pequeno e médio porte.

As novas condições da economia mundial recomendam, para o Brasil, um esforço concentrado de substituição de importações, particularmente nas áreas do petróleo, da siderurgia, da metalurgia não ferrosa, da indústria química e de fertilizantes, do papel e celulose e da produção de bens de capital, de acordo com a estratégia traçada no II PND. (...) O problema principal que temos que enfrentar é o de equacionar os problemas de balanço de pagamentos no período de transição, pois para substituir importações é preciso, numa primeira fase, importar mais. A resposta, para esse período de transição, há que se concentrar em dois pontos: a) um esforço redobrado de expansão das exportações; b) uma hierarquização dos investimentos de acordo com o seu impacto imediato e mediato no balanço de pagamentos.

Transcrição de parte do discurso do ministro da Fazenda, Mário Henrique Simonsen, na Confederação Nacional da Indústria, em 14 de fevereiro de 1975 in («Simonsen diz que política fiscal mudará pouco em 75», 1975).

⁵⁰¹ A expansão dos meios de pagamento alcançou 43,54%, superando com folga os 30% previstos no orçamento monetário.

⁵⁰² Resolução nº 332 e Circular nº 265, ambas de 23 de julho de 1975.

⁵⁰³ Resolução nº 344, de 22 de outubro de 1975.

⁵⁰⁴ Até um montante correspondente a 0,5% do total do recolhimento. Tal como ocorrera em julho de 1974, a liberação dos 0,5% foi condicionada à comprovação da aplicação de recursos próprios em valor equivalente a 50% do total concedido nas operações de crédito correspondentes.

A política de desenvolvimento amparara-se na expectativa por uma redução de 50%⁵⁰⁵ do déficit anual da balança comercial (1975), patamar a ser alcançado por meio da estabilização das importações e do aumento das exportações. Entretanto, os resultados do primeiro semestre evidenciaram uma tendência divergente da antecipada. Mesmo com as importações a manterem-se em linha com as projeções, as receitas com as exportações não foram capazes de atingir o patamar esperado, fazendo o saldo negativo em seis meses aproximar-se do projetado para todo o ano⁵⁰⁶.

Em resposta, o CMN autorizou o BCB a publicar três medidas em julho⁵⁰⁷, e tomaria outras iniciativas até o final do ano. A primeira estabeleceu uma faixa de redesconto especial para os bancos comerciais autorizados a operar em câmbio⁵⁰⁸, destinada exclusivamente à oferta de suporte financeiro às empresas comerciais exportadoras nacionais⁵⁰⁹. A segunda atuou sobre a linha especial de redesconto⁵¹⁰ instituída em março de 1973⁵¹¹, estipulando condições mais favoráveis de prazo, taxa e facilidades operacionais⁵¹². A terceira procurou inibir as importações de diversos produtos por meio da imposição de um recolhimento compulsório. Neste caso, a emissão (pela Cacex⁵¹³) da Guia de Importação das mercadorias atingidas passou a ficar condicionada ao depósito em cruzeiros do valor FOB constante no documento⁵¹⁴ – ficando os recursos retidos por 180 dias.

⁵⁰⁵ De US\$ 4,69 bilhões (1974) para aproximadamente US\$ 2,35 bilhões (1975).

⁵⁰⁶ Nos primeiros seis meses do ano as despesas com importações alcançaram US\$ 6,02 bilhões, enquanto as receitas com as exportações totalizaram US\$ 4,18 bilhões, levando o déficit parcial da balança comercial a superar US\$ 1,8 bilhão.

⁵⁰⁷ Resoluções nºs 329, 330 e 331, todas de 16 de julho de 1975.

⁵⁰⁸ Cr\$ 1,5 bilhão.

⁵⁰⁹ Empresas constituídas na forma prevista pelo Decreto-lei nº 1.248, de 29 de novembro de 1972.

⁵¹⁰ De Cr\$ 600 milhões.

⁵¹¹ Pela Resolução nº 252, de 15 de março de 1973.

⁵¹² Tal linha, como visto anteriormente, tinha por objetivo as operações de crédito relativas aos depósitos de mercadorias em armazéns sob regime de entreposto aduaneiro na exportação.

⁵¹³ Carteira de Comércio Exterior do Banco do Brasil

⁵¹⁴ No tocante a esta medida, a estimativa é que seus efeitos só comesçassem a ser sentidos em outubro, uma vez que muitos importadores obtinham as guias com até três meses de antecedência.

Em agosto as autoridades monetárias ampliaram os benefícios oferecidos aos tomadores de empréstimos no exterior⁵¹⁵, numa nova tentativa de elevar a captação de poupança estrangeira.

Por fim, em dezembro, duas novas iniciativas tiveram por alvo o comércio exterior, procurando aumentar as exportações e restringir as importações. A primeira⁵¹⁶ estabeleceu o «Programa Especial de Estímulo às Exportações», destinado a suprir capital de giro às empresas produtoras e exportadoras que apresentassem incremento em suas vendas ao exterior. A segunda⁵¹⁷ alcançou as importações, mas também produziu efeito sobre os meios de pagamento (em linha com a política adotada no quarto trimestre). A medida ampliou de 180 para 360 dias o período de recolhimento compulsório do valor FOB, em cruzeiros, do montante constante na emissão da Guia de Importação da Cacex.

Nada disso evitou a deterioração das contas externas. Tal como ocorrera em 1974, o balanço de pagamentos encerrou o ano com um déficit superior a US\$ 1 bilhão, prejudicado por mais um mau desempenho da balança comercial⁵¹⁸ e pelo aumento dos pagamentos de juros líquidos enviados ao exterior⁵¹⁹. As reservas tornaram a recuar⁵²⁰ e o endividamento externo deu um novo salto, passando a superar os US\$ 25 bilhões.

Cabe pontuar que a execução do II PND em meio ao contexto pós-choque do petróleo ampliara a exposição do país às condições do mercado internacional. Por um lado, os investimentos produziram um aumento da procura por bens de capital e insumos, sendo necessário recorrer a fornecedores estrangeiros para satisfazer parte dessa demanda. Por outro, as receitas com as exportações não cresceram o suficiente para compensar a

⁵¹⁵ Resolução nº 335, de 5 de agosto de 1975. Após reduzir o prazo mínimo de amortização das captações externas para fins de vantagens tributárias no ano anterior (de 12 para 8 anos - Resolução nº 300, de 13 de setembro de 1974), o CMN instituiu um benefício pecuniário equivalente a 85% do imposto de renda recolhido sobre juros, comissões e despesas resultantes da operação. Cabe registrar que o prazo mínimo de amortização das captações externas para fins de vantagens tributárias havia sido elevado em 1973, de 10 para 12 anos (Resolução nº 261, de 19 de julho de 1973).

⁵¹⁶ Resolução nº 353, de 2 de dezembro de 1975.

⁵¹⁷ Resolução nº 354, de 2 de dezembro de 1975.

⁵¹⁸ O déficit da balança comercial alcançou US\$ 3,54 bilhões.

⁵¹⁹ De US\$ 652 milhões (1974) para US\$ 1,5 bilhão (1975).

⁵²⁰ Para pouco mais de US\$ 4 bilhões.

enorme expansão das importações (tanto em quantum como em valor), o que, somado à situação das reservas e ao montante do endividamento, exigia a captação de poupança estrangeira.

A natureza das inversões também condicionara as fontes de financiamento. Dada a magnitude dos projetos, a dimensão dos prazos para a maturação e a ausência de mecanismos domésticos privados capazes de suportar tais características, a viabilidade do II PND tornou-se dependente, na prática, dos recursos oferecidos pelos setores público e externo.

O sistema BNDE (composto pelo banco de fomento e por suas subsidiárias⁵²¹) e as empresas estatais tornaram-se os grandes protagonistas das inversões do Plano. O primeiro ampliou em 85,5% o total de recursos autorizado nas operações de investimento em 1975, para Cr\$ 37,743 bilhões⁵²² (cerca de US\$ 4,16 bilhões⁵²³), destacando-se os direcionamentos para os setores de insumos básicos (35,6%)⁵²⁴ e de equipamentos básicos (18,4%)⁵²⁵. A Eletrobrás elevou seus investimentos em 57,9%, para Cr\$ 21 bilhões⁵²⁶ (cerca de US\$ 2,32 bilhões), destinando 56% do montante para geração de energia e 27% para linhas de transmissão e subestações, e a Petrobrás investiu cerca de Cr\$ 11,85 bilhões (cerca de US\$ 1,31 bilhão), dos quais 27,9% em exploração e desenvolvimento da produção⁵²⁷.

Ao final do ano, a taxa de Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) registrou o maior resultado relativo de toda a série histórica da 5ª República⁵²⁸. Ainda assim, a expansão

⁵²¹ O Sistema BNDE incluía, além do próprio BNDE, a Agência Especial de Financiamento Industrial (Finame), a Mecânica Brasileira S.A. (Embramec), a Insumos Básicos S.A. Financiamentos e Participações (Fibase) e a Investimentos Brasileiros S.A. (Ibrasa).

⁵²² De Cr\$ 20,34 bilhões em 1974.

⁵²³ Ao câmbio de 31 de dezembro de 1975 (US\$ 1,00 = Cr\$ 9,07).

⁵²⁴ Mais da metade desse percentual destinou-se à siderurgia e aproximadamente um quarto à química e à petroquímica.

⁵²⁵ Expansão de 760% ante os valores do ano anterior.

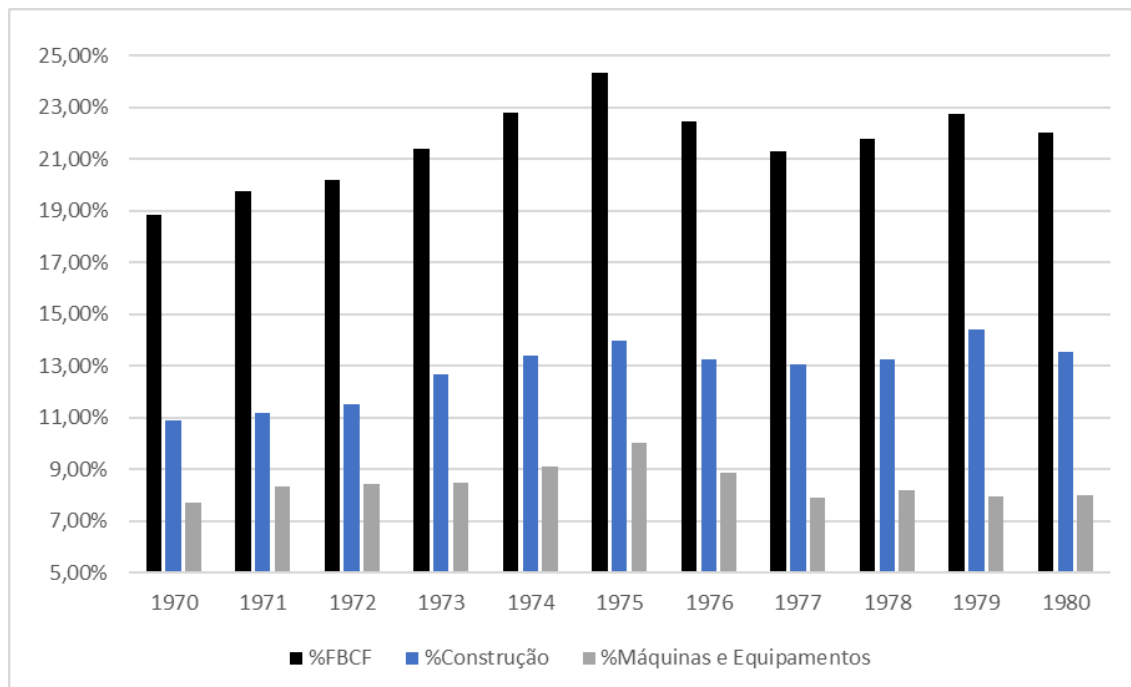
⁵²⁶ De Cr\$ 13,3 bilhões em 1974.

⁵²⁷ Números obtidos em (BNDE, 1976) e em («Indústria - Retrospecto de 1975», 1976).

⁵²⁸ 24,36%. Número calculado com base nos dados da FGV disponibilizados em («Contas Nacionais», 1987), p. 59.

da economia voltou a arrefecer (5,17%), tornando a distanciar-se dos patamares registrados no «Milagre».

Figura 16 - Evolução da Formação Bruta de Capital Fixo (em percentual do PIB)



Fonte: Elaboração própria com base em dados da FGV.

5.2.3. 1976

O II PND não está preso à determinada taxa de crescimento do PIB ou a qualquer meta global, para a economia ou para os principais setores. Consequentemente, tem, pela sua própria natureza, condições de ir se adaptando às circunstâncias emergentes, com a indispensável flexibilidade tática. O ponto essencial do II PND é: adaptar a economia brasileira às novas condições da situação mundial, consequentes à crise de energia, procurando preservar o crescimento nacional.

Trecho do discurso do ministro Reis Veloso para empresários no Palácio Bandeirantes (São Paulo), em 18 de dezembro de 1975 in («Veloso diz que economia seguirá em expansão em 1976», 1975).

O «descolamento» entre o II PND e uma taxa de crescimento não significou uma mudança nos objetivos fixados pelo governo Geisel, nem alterou sua estratégia de investimentos. O entendimento do Planejamento era que a economia precisava

adaptar-se à nova realidade global e que, tal como fora 1975, o novo ano seria de transição, com a economia a recuperar de forma gradual o seu ritmo de atividade.

Por um lado, a adaptação exigia a redução dos déficits da balança comercial, objetivo que as diversas políticas em curso procuravam atender. Por outro, o governo entendia ser necessário conduzir a inflação para um patamar inferior ao registrado em seus primeiros dois anos, e que isso deveria ser realizado sem a imposição de choques de qualquer natureza.

O orçamento monetário refletiu uma parcela dessas preocupações. A projeção para a expansão dos meios de pagamento foi fixada em 25%, percentual considerado compatível com a manutenção de um crescimento equivalente ao do ano anterior e com uma taxa de inflação de até 25%. Adicionalmente, o documento estimou em 41,9% o crescimento do estoque de crédito ao setor privado e antecipou uma ampliação de 25% das emissões primárias de títulos públicos federais⁵²⁹.

Como ocorrera no ano anterior (e aproximadamente em linha com o OM), o volume de meios de pagamento retraiu-se de forma significativa no primeiro trimestre⁵³⁰. Dessa vez, entretanto, a contração não comprometeu a expansão do crédito (por parte dos bancos comerciais)⁵³¹ e a inflação tornou a acelerar.

Para conter essas dinâmicas, as autoridades monetárias optaram por atuar em duas frentes sobre a oferta de crédito: (i) liberaram⁵³² as taxas máximas praticadas por financeiras e bancos de investimentos – esperando que o aumento restringisse os excessos do mercado; e (ii) elevaram os custos da Assistência Financeira de Emergência⁵³³. Segundo (DOB-DPNC, 1977), o descompasso entre o M1 e a oferta de

⁵²⁹ Ver a Ata nº 263 do CMN, de 16 de fevereiro de 1976, páginas 5 e 13.

⁵³⁰ Segundo (DOB-DPNC, 1977), p. 5, o recuo foi consequência dos «efeitos fortemente contracionistas dos depósitos sobre as importações (Resoluções nºs 331 e 354), dos recursos líquidos do Tesouro junto às Autoridades Monetárias e das contas cambiais».

⁵³¹ A expansão foi de cerca de 9%, de acordo com (DOB-DPNC, 1977), p. 5.

⁵³² Resolução nº 361, de 12 de março de 1976.

⁵³³ Circular nº 294, de 12 de março de 1976. O custo das operações normais foi elevado de 20% a.a. para 22% a.a. e o da faixa extralimite foi aumentado de 27% a.a. para 28% a.a..

crédito tornara-se possível, entre outros motivos⁵³⁴, devido à redução dos encaixes⁵³⁵ e à ampliação do débito das instituições junto ao Banco Central (especialmente por meio ao recurso à AFE).

Cabe registrar que a combinação entre a redução da oferta de meios de pagamento e a expansão da demanda por crédito resultara em um aumento dos juros praticados no mercado monetário – fazendo-os superarem os da própria AFE. O fato instituiria um novo problema para o BCB, pois eliminara uma característica importante do instrumento de política monetária: o seu caráter punitivo.

As iniciativas, entretanto, não foram suficientes para conter as dinâmicas do crédito e da inflação, motivando o CMN a apresentar um novo pacote cujos destaques foram duas ações de política monetária (abril). A primeira⁵³⁶ ampliou as taxas máximas de juros das operações ativas dos bancos comerciais e pôs fim ao limite de custo das concessões de crédito às pessoas físicas. A segunda⁵³⁷ elevou o percentual do recolhimento compulsório sobre os depósitos à vista dos bancos comerciais⁵³⁸, restringindo a mudança aos depósitos não sujeitos aos benefícios regionais (áreas de menor desenvolvimento econômico)⁵³⁹.

A proposta era ampliar a exigência de forma suave e progressiva, cabendo aos bancos recolherem 75% dos acréscimos observados em seus depósitos até o novo percentual ser atingido. Porém, rapidamente ficou claro que os resultados ficariam aquém dos

⁵³⁴ «Esse descompasso explica-se, em grande parte, pelo comportamento dos seguintes fatores: 1) queda do encaixe do sistema bancário, que passou de 12,3%, em dezembro/75, para 9,4%, em março/76; 2) crescimento do saldo das obrigações junto a instituições financeiras oficiais e do das operações de câmbio; 3) elevação dos débitos junto ao Banco Central, com destaque das operações de Assistência Financeira de Emergência, cujo saldo de Cr\$ 677 milhões, em dezembro/75, evoluiu para Cr\$ 3.488 milhões, ao final de março» (DOB-DPNC, 1977), p. 5-6.

⁵³⁵ Recursos mantidos em caixa para o atendimento dos fluxos de retirada (saques).

⁵³⁶ Resolução nº 368, de 9 de abril de 1976.

⁵³⁷ Resolução nº 375, de 9 de abril de 1976.

⁵³⁸ De 27% para 33%.

⁵³⁹ O percentual incidente sobre os depósitos coletados nas áreas menos desenvolvidas (territórios federais e estados do Acre, Amazonas, Pará, Maranhão, Piauí, Ceará, Rio Grande do Norte, Paraíba, Pernambuco, Alagoas, Sergipe, Bahia, Espírito Santo, Goiás e Mato Grosso) foi mantido em 18% desde que: (i) a instituição tivesse sede nessa área e mantivesse ali aplicado 60% do valor dos depósitos; ou (ii) não tivesse sede na área, mas mantivesse ali aplicado 70% do valor dos depósitos.

perseguidos, e isso motivou as autoridades a elevarem⁵⁴⁰ em maio o ritmo da progressão do cumprimento, de 75% para 90% dos acréscimos. A medida foi sucedida por um novo aumento no custo da Assistência Financeira de Emergência⁵⁴¹, em mais uma tentativa de desestimular o recurso à facilidade.

Apesar das medidas adotadas pelas autoridades tanto com vistas a deter a oferta do crédito (elevação do percentual dos depósitos compulsórios e da taxa de juros da Assistência Financeira de Emergência), como a desestimular a demanda de recursos (liberação das taxas de juros não só de crédito pessoal como das aplicações dos intermédios financeiros não monetários), os bancos comerciais continuaram a expandir seus empréstimos em ritmo mais acelerado do que o previsto. No segundo trimestre, a expansão dos empréstimos dos bancos comerciais foi de 14%, contra 9% nos 3 primeiros meses, o que os levou a alcançar a projeção do Orçamento Monetário estabelecida para o mês de setembro.

In (DOB-DPNC, 1977), p. 6.

Diante dos insucessos anteriores, as autoridades passaram a concentrar os seus esforços em iniciativas direcionadas aos recolhimentos compulsórios e às condições de concessão de crédito.

Em julho, a exigência sobre os depósitos à vista coletados nas regiões mais desenvolvidas foi novamente elevada⁵⁴², dessa vez para o patamar máximo previsto em lei⁵⁴³. Adicionalmente, as autoridades monetárias fixaram novos prazos máximos para as operações de financiamento praticadas pelas financeiras⁵⁴⁴, buscando inibir os empréstimos ao setor privado e ajustar a expansão dos meios de pagamento aos níveis previstos no orçamento.

O esforço foi ampliado em setembro, por meio de mudanças adicionais nas regras dos recolhimentos compulsórios e das operações ativas das instituições financeiras.

⁵⁴⁰ Resolução nº 377, de 26 de maio de 1976.

⁵⁴¹ Circular nº 301, de 21 de maio de 1976. A medida elevou o custo da faixa normal da assistência de 22% a.a. para 28% a.a. e o custo da faixa superior ao limite de 28% a.a. para 30% a.a..

⁵⁴² Resolução nº 382, de 21 de julho de 1976. A medida ampliou a exigência de 33% para 35%, estabelecendo que a diferença (2%) fosse recolhida exclusivamente em espécie.

⁵⁴³ O patamar máximo (35%) fora fixado no Decreto-lei nº 1.085, de 18 de fevereiro de 1970.

⁵⁴⁴ Resolução nº 383, de 21 de julho de 1976.

Primeiramente, as liberações (da exigência) condicionadas ao financiamento de capital de giro (às empresas de pequeno e médio porte) foram revogadas⁵⁴⁵, sendo instituída a obrigatoriedade da devolução ao BCB⁵⁴⁶ dos recursos disponibilizados para as referidas aplicações⁵⁴⁷. Em seguida, as autoridades puseram fim à possibilidade de cumprimento dos recolhimentos adicionais da exigência com títulos públicos federais⁵⁴⁸, determinando que os ajustamentos fossem feitos exclusivamente em espécie (e vedando a utilização do valor da atualização das ORTN vinculadas à ordem do BCB). Finalmente, foram removidas as restrições impostas sobre as taxas das operações ativas dos bancos comerciais⁵⁴⁹, com exceção das operações típicas de crédito rural, possibilitando que essas passassem a ser fixadas de acordo com as condições do mercado.

Em complemento às demais medidas, o CMN suspendeu, em novembro, os ajustamentos das posições dos recolhimentos compulsórios referentes às primeiras quinzenas de cada mês, determinando que os mesmos tivessem por base as posições das segundas quinzenas⁵⁵⁰. Segundo (DOB-DPNC, 1977), o modelo vigente permitia «liberações de depósitos compulsórios nos ajustamentos das posições, com efeitos incompatíveis com os objetivos da política monetária em curso».

Mesmo diante de todas essas iniciativas, a «transição» antecipada pelo Planejamento não se concretizou. Por um lado a expansão dos meios de pagamento superou os 38,2%, a inflação rompeu os 46,3% e o déficit na balança comercial atingiu os US\$ 2,25 bilhões. Por outro, a economia registrou um crescimento de 10,26%, capitaneada pela indústria (11,7%) e pelo setor de serviços (11,6%)⁵⁵¹.

O processo não podia continuar com sua intensidade inicial. O arrojado crescimento de 1976 - a indústria cresceu mais de 12% - e a aceleração da inflação - 48% contra 30% em 1975 - eram sinais claros de desequilíbrio doméstico. Teve de ser financiado um déficit

⁵⁴⁵ Resolução nº 388, de 15 de setembro de 1976.

⁵⁴⁶ Em espécie e em oito parcelas de igual valor.

⁵⁴⁷ Correspondente a 8% dos depósitos sujeitos ao recolhimento.

⁵⁴⁸ Resolução nº 390, de 15 de setembro de 1976.

⁵⁴⁹ Resolução nº 389, de 15 de setembro de 1976.

⁵⁵⁰ Resolução nº 396, de 17 de novembro de 1976.

⁵⁵¹ Números do IBGE.

em conta corrente de US\$ 6 bilhões, sendo que os juros líquidos representaram quase um terço daquele total; eram grandes os riscos do crescimento excessivo.

In (FISHLOW, 1986), p. 524.

O volume de ingressos de recursos estrangeiros possibilitara a reversão dos déficits no balanço de pagamentos (1974 e 1975), tornando o resultado novamente positivo (US\$ 2,68 bilhões), e viabilizara a ampliação das reservas internacionais, para US\$ 6,64 bilhões (de US\$ 4 bilhões). Entretanto, tivera como contrapartida a disparada do endividamento externo, que superara os US\$ 32,1 bilhões.

O ano de 1976 acabou por marcar o encontro do II PND com os limites de sua execução.

Diante de um crescimento considerado perigoso para as contas nacionais, Simonsen escreveu um documento criticando as metas econômicas do Planejamento e sugerindo um programa de austeridade. Ele achava que o programa de investimentos do governo estava superdimensionado e traria sérias repercussões para a inflação e para a balança comercial. Velloso aceitou as ponderações de seu colega e juntos escreveram um documento para o Presidente e para a cúpula do governo, redimensionando o II PND com metas mais modestas.

In (MANTEGA, 1997), p. 52-53.

Ao final do terceiro trimestre foram adotadas medidas que incluíram cortes nos gastos públicos e nas despesas com subsídios. «O combate à inflação passou a ser, então, o primeiro objetivo da política econômica, mesmo que implicasse algum sacrifício do crescimento do produto real» (CMN, 1977).

Segundo (LESSA, 1998), os ajustes transformaram o Plano em «letra morta», dando origem a «crescentes concessões de ordem tática que *acabaram* por reduzir ao território da retórica o projeto inicial». Já do ponto de vista de (MANTEGA, 1997), as ações constituíram um redimensionamento da proposta original, adequando-a às realidades da balança comercial e da evolução da inflação. De todo modo, os programas prioritários foram mantidos, mas os ajustes do governo acabaram por ampliar a já existente tensão entre o regime e a classe empresarial.

Ainda segundo (LESSA, 1998), o setor industrial confiara na exequibilidade do II PND, aceitando a estratégia do governo como uma resposta racional à crise. A aposta exigira a realização de investimentos, pois, diferentemente do que ocorrera no período do «Milagre», a indústria não contava com capacidade ociosa disponível.

Porém, o final de 1975 marcara o início de um período de instabilidade e de insuficiência das compras estatais, o que provocara o descasamento entre as receitas e as projeções que haviam justificado as inversões. Em meio a tal cenário, as reivindicações dos industriais «foram atendidas em quase tudo», menos no ponto considerado essencial pelo setor: a «unificação da política industrial» (LESSA, 1998). Os empresários haviam passado a pleitear o estabelecimento de uma preferência firme por fontes internas de fornecimento (projetos estatais) e a elevação de barreiras à entrada de empresas estrangeiras – como forma de assegurar suas margens de lucros.

O crescente descontentamento acabou por dar origem à «campanha contra a estatização», enfraquecendo um dos principais pilares de apoio ao regime. Segundo (FISHLOW, 1986), foi a primeira vez que «uma corrente de opinião conservadora e influente» contestou «a alegação do regime autoritário de que ele era o promotor do interesse nacional». O autor acrescenta que «repercussões adicionais ocorreriam em 1978, quando empresários paulistas foram além, declarando-se favoráveis ao retorno a um governo civil».

5.2.4. 1977

Orientado pelas mudanças na estratégia do governo, o CDE aprovou em janeiro, as «Diretrizes e Prioridades para 1977». O documento enfatizou a necessidade de se reduzir a inflação e os déficits da balança comercial (a despeito do impacto potencial sobre a expansão da economia), pontuou a importância de basear o investimento em poupança interna (reduzindo a participação externa), e ressaltou quatro estratégias a serem seguidas: (i) priorização das exportações; (ii) contenção das importações; (iii) redução do consumo de combustíveis; e (iv) apoio à capitalização da empresa privada nacional.

Em seguida, o CMN apresentou o orçamento monetário, projetando uma expansão de 25% para os meios de pagamento. O novo número amparou-se em expectativas como o equilíbrio da execução financeira do Tesouro, a neutralidade do balanço de pagamentos e a estabilidade das reservas internacionais, previsões compatíveis com as ações recentes do governo e com o texto aprovado pelo CDE. Adicionalmente, o OM estimou uma expansão global de 33,6%⁵⁵² dos empréstimos do Banco do Brasil (número bastante inferior ao observado no ano anterior⁵⁵³).

Alinhado com as «Diretrizes e Prioridades» recém-aprovadas, o governo deu início a uma política de «racionalização do consumo de combustíveis»⁵⁵⁴. A iniciativa combinou a instituição de um recolhimento restituível⁵⁵⁵ sobre o consumo dos derivados de petróleo com a fixação de regras destinadas a dificultar a venda dos produtos⁵⁵⁶, tendo por objetivo reduzir o consumo interno de gasolina (10%) e de óleo combustível (20%).

As ações também alcançaram as exportações. Devido à elevação do preço da soja no mercado internacional⁵⁵⁷ e do seu impacto potencial sobre a inflação doméstica, o CDE instituiu um confisco cambial sobre o resultado das vendas da *commodity* sob a forma de grão, torta de farelo e óleo ao estrangeiro⁵⁵⁸. Os recursos arrecadados seriam utilizados para subsidiar a industrialização do grão destinado ao consumo interno⁵⁵⁹, restringindo o repasse da apreciação externa para os preços domésticos.

⁵⁵² Sendo 34,3% ao setor privado e 16,3% ao setor público.

⁵⁵³ De acordo com a ata da reunião, a taxa de crescimento desses empréstimos em 1976 atingiu 61,6%.

⁵⁵⁴ Por meio do Decreto-Lei 1.520, de 17 de janeiro de 1977.

⁵⁵⁵ O texto do Art. 1º do Decreto-Lei estabelecia que «a aquisição de gasolinas automotivas, óleo diesel e óleo combustível ficará condicionada, a partir de data a ser fixada pelo Conselho Nacional do Petróleo, ao recolhimento, pelos consumidores, de importância equivalente a 50% (cinquenta por cento) do respectivo preço final de venda». Inicialmente os valores corresponderiam a Cr\$ 2,00 por litro de gasolina e Cr\$ 250,00 por tonelada de óleo combustível. O recolhimento seria por 730 dias e não daria direito a qualquer remuneração (juros ou correção monetária). A regulamentação e a operacionalização desses recolhimentos se deram por meio da Resolução nº 414, de 26 de janeiro de 1977.

⁵⁵⁶ Que incluíam restrições de horário de funcionamento dos postos e impedimento do uso de cartão de crédito nas compras, entre outras.

⁵⁵⁷ O preço da tonelada do grão entre janeiro e março registrou um aumento de US\$ 100.

⁵⁵⁸ Regulamentado pela Resolução nº 421, de 23 de março de 1977.

⁵⁵⁹ As indústrias apresentariam suas notas de vendas ao Banco do Brasil e este cobriria a diferença entre o preço pago pelo industrial pela soja e aquele considerado como máximo para manter o preço do produto (ao consumo) no mesmo nível do tabelado pela CIP.

Mas as preocupações com as contas externas não se restringiam ao comércio exterior, alcançando o endividamento externo e, mais especificamente, o perfil do pagamento da dívida. Por isso, buscando conciliar os interesses dos mutuários com os do governo, o CMN e o BCB instituíram (em junho) um mecanismo que viabilizou (e incentivou) a contratação de empréstimos externos mais longos, mesmo que o tomador se dispusesse a pagá-los no curto prazo⁵⁶⁰.

Na prática, as autoridades passaram a permitir que os mutuários realizassem depósitos em moedas estrangeiras nos bancos autorizados a operar em câmbio, dentro de limites previamente fixados⁵⁶¹. Ao fazerem-no, o BCB comprometia-se a atualizar os valores das contas em moeda nacional (em linha com a depreciação do cruzeiro) e a remunerar os recursos às taxas de juros contratadas nas operações originais (realizadas com os credores estrangeiros).

Entretanto, enquanto a política econômica perseguia os objetivos fixados pelo CDE, o ambiente político voltava a se agravar.

Como mencionado, a derrota eleitoral de 1974 impactara o processo de distensão antecipado por Geisel. Por um lado, o presidente projetara uma participação importante do Legislativo em seu processo de abertura, esperando poder contar com um domínio amplo da Arena (seu partido). Por outro, a vitória da oposição e a postura combativa de seus membros (apesar da atuação da censura) elevava a pressão sobre o presidente, especialmente a originada na «linha dura» do regime.

Cabe registrar que, em março de 1976, discursos duros de parlamentares do MDB⁵⁶² haviam conquistado as páginas dos jornais e, sob a pressão de lideranças extremadas das Forças Armadas, Geisel aplicara o AI-5, cassando os mandatos dos deputados. Tal ação também levava à cassação de outro elemento da oposição⁵⁶³ algum tempo mais tarde, dessa vez em função de seu protesto contra o ocorrido com seus pares.

⁵⁶⁰ Resolução nº 432 e Circular nº 349, ambas de 23 de junho de 1977. As medidas alcançaram todas as operações em moeda ingressadas ao amparo da Lei nº 4.131, de 3 de setembro de 1962.

⁵⁶¹ Mínimo de US\$ 20 mil e máximo correspondente ao total da dívida.

⁵⁶² Deputados Nadyr Rossetti e Amaury Müller, em um comício em Palmeira das Missões (RS).

⁵⁶³ Deputado Lysâneas Maciel (GB).

Com a situação a agravar-se no início de 1977, e tendo o regime percebido a incapacidade de reunir parlamentares suficientes para aprovar sua Reforma Judiciária (o que comprometia a programação da abertura «lenta, gradual e segura»), o presidente decretou um novo fechamento do Congresso e, por meio do AI-5, impôs uma série de reformas constitucionais, em uma ação que ficou conhecida como o «Pacote de Abril».

Durante os 14 dias em que o Congresso esteve fechado, foi baixado um conjunto de medidas voltadas principalmente para garantir a preservação da maioria governista no Legislativo, especialmente no Senado. (...) Por isso mesmo, uma das “novidades” do chamado “Pacote de Abril” foi a criação da eleição indireta para 1/3 dos senadores, logo denominados pejorativamente de “biônicos”. Composto de 14 emendas e três artigos novos, além de seis decretos-leis, o “Pacote” determinou ainda, entre outras medidas: eleições indiretas para governador, com ampliação do Colégio Eleitoral; instituição de sublegendas, em número de três, na eleição direta dos senadores, permitindo à Arena recompor as suas bases e aglutiná-las sob o mesmo teto; ampliação das bancadas que representavam os estados menos desenvolvidos, nos quais a Arena costumava obter bons resultados eleitorais; extensão às eleições estaduais e federais da Lei Falcão, que restringia a propaganda eleitoral no rádio e na televisão e fora criada para garantir a vitória governista nas eleições municipais de 1976; alteração do quórum - de 2/3 para maioria simples - para a votação de emendas constitucionais pelo Congresso; e ampliação do mandato presidencial de cinco para seis anos.

In (MOTTA, [s.d.]).

No tocante à política monetária, a expansão dos meios de pagamento comportou-se relativamente em linha com a estimada pelo CMN ao longo do primeiro semestre. Ainda assim, a inflação permaneceu elevada⁵⁶⁴, só vindo a recuar na segunda metade do ano. Segundo («Moeda e Crédito», 1978), diversos fatores contribuíram para o comportamento dos preços, entre eles a expansão creditícia de 1976, a elevação das taxas de juros dos intermediários financeiros e a redução da oferta de alguns produtos agrícolas no mercado interno.

⁵⁶⁴ Ao final do primeiro semestre o IGP-DI acumulado no ano alcançou uma variação de 22,53%.

As questões da oferta de crédito e dos meios de pagamento só tornariam a motivar ações contundentes no último trimestre do ano, período em que tradicionalmente a expansão monetária costumava aumentar.

Procurando conciliar os objetivos de reduzir a inflação e de favorecer as empresas privadas, o governo decidiu impor limites às captações das estatais nos bancos de investimento. A medida⁵⁶⁵, publicada em setembro pelo BCB, determinou que as instituições restringissem as concessões de crédito às empresas da União, dos estados e dos municípios, a 8% do total de suas aplicações em moeda nacional.

Em meados de outubro as autoridades monetárias elevaram temporariamente o percentual do recolhimento compulsório incidente sobre os depósitos à vista (40%)⁵⁶⁶ e aumentaram o custo da Assistência Financeira de Emergência⁵⁶⁷. A primeira medida estabeleceu que o enquadramento ocorreria em duas etapas⁵⁶⁸, prevendo o retorno ao patamar original da exigência (35%) após o ajustamento da segunda quinzena de dezembro. Adicionalmente, o normativo determinou que o percentual adicional (5%) fosse recolhido exclusivamente em espécie, ficando previstas: (i) a conversão dos valores em ORTN⁵⁶⁹; (ii) a manutenção dos instrumentos no BCB (custodiados em nome dos estabelecimentos bancários); e (iii) a recompra⁵⁷⁰ dos títulos por parte da autoridade monetária 180 dias após o recolhimento de cada parcela da exigência. Cabe registrar que o aumento do recolhimento compulsório só foi possível devido à publicação de um Decreto-Lei⁵⁷¹ na véspera da edição da medida – elevando o limite legal dos recolhimentos compulsórios.

⁵⁶⁵ Resolução nº 445, de 20 de setembro de 1977.

⁵⁶⁶ Resolução nº 446, de 19 de outubro de 1977.

⁵⁶⁷ Circular nº 358, de 19 de outubro de 1977. A medida elevou o custo da assistência de 28% a.a. para 30% a.a. (limite normal) e de 30% a.a. para 32% a.a. (faixa além do limite).

⁵⁶⁸ Na primeira, a alíquota seria elevada de 35% para 38% (no ajustamento da posição relativa à segunda quinzena de outubro). Na segunda, o percentual seria aumentado de 38% para 40% (no ajustamento da posição relativa à segunda quinzena de novembro).

⁵⁶⁹ ORTN com prazo de dois anos e remuneração de 4% a.a..

⁵⁷⁰ Pelo valor nominal atualizado, acrescido dos juros correspondentes.

⁵⁷¹ O Decreto-lei nº 1.580, de 17 de outubro de 1977, ampliou o percentual máximo do recolhimento compulsório para 40%. O limite anterior (35%) havia sido instituído pelo Decreto-lei nº 1.085, de 18 de fevereiro de 1970.

As autoridades monetárias tornaram a atuar sobre a expansão dos meios de pagamento em novembro, dessa vez por intermédio da contenção das recém-estimuladas captações no exterior. A medida⁵⁷² determinou que todos os empréstimos externos contraídos entre 17 de novembro e 20 de janeiro de 1978 tivessem o seu contravalor em cruzeiros depositado em uma instituição bancária autorizada a operar em câmbio – nos termos fixados em junho⁵⁷³. Os recursos seriam liberados somente no ano seguinte e em linha com um cronograma definido pelo Banco Central⁵⁷⁴ – preservando o dinheiro congelado por um período de 35 dias, em média.

Segundo Reis Velloso, as operações já haviam sido contratadas, mas os desembolsos ocorreriam somente no período da medida. Por isso, diante de um acúmulo recente de financiamentos externos⁵⁷⁵ e da previsão de um impacto expressivo dos mesmos sobre os meios de pagamento (ainda em 1977), buscava-se adiar o ingresso dos recursos e evitar que as captações prejudicassem a programação monetária do ano.

Mesmo assim a expansão dos meios de pagamento acabou por superar em muito a antecipada no orçamento, alcançando os 38%.

Ao final do ano, dois objetivos-chave do CDE haviam sido atingidos, embora um deles de forma pouco expressiva: (i) o déficit da balança comercial transformara-se em superávit⁵⁷⁶, fruto das medidas de contenção de importações e da forte elevação do preço internacional do café⁵⁷⁷; e (ii) a inflação anual registrara um recuo limitado, alcançando os 38,79% (IGP-DI). Paralelamente, o desaquecimento da atividade atingira em cheio a «locomotiva» da expansão econômica: o setor industrial. O PIB crescera meros 4,93% (taxa mais baixa de toda a década), puxado pelo setor agropecuário (12,1%). Já a indústria registrara um crescimento de apenas 3,1%.

⁵⁷² Resolução nº 449, de 16 de novembro de 1977.

⁵⁷³ Pela Resolução nº 432, de 23 de junho de 1977..

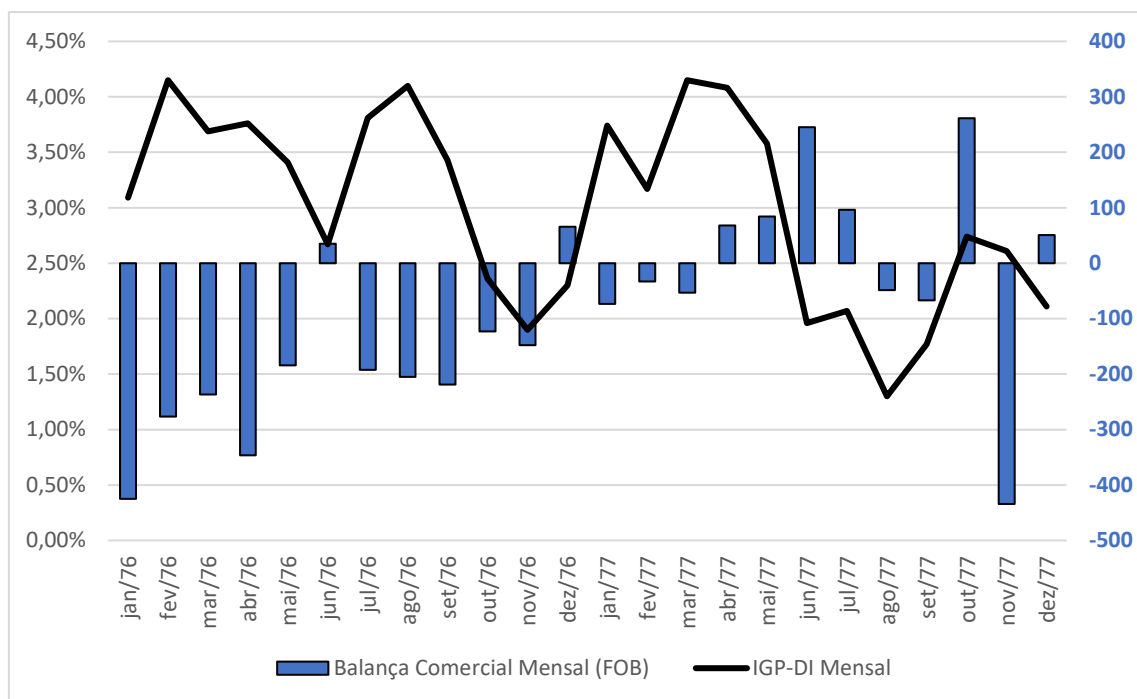
⁵⁷⁴ Com início em 3 de janeiro de 1978 e fim em 16 de fevereiro do mesmo ano, de acordo com a data de constituição do depósito

⁵⁷⁵ Segundo o ministro, esse acúmulo alcançara US\$ 1,2 bilhão na área estatal e US\$ 500 milhões no setor privado.

⁵⁷⁶ O superávit da balança comercial foi de US\$ 96,7 milhões.

⁵⁷⁷ O preço da libra/peso em Nova Iorque aumentou de US\$ 0,8258 em 1975 para US\$ 1,4948 em 1976, atingindo US\$ 2,6714 em 1977.

Figura 17 - Resultados mensais da balança comercial (US\$ milhões) e do IGP-DI



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central e do IPEA

De acordo com (NETTO, 2014), a «desaceleração brusca na indústria de transformação tornava mais difícil politicamente a continuidade da política de estabilização, levando o presidente a afirmar, em seu discurso de final do ano, sua decepção diante da resistência da inflação brasileira às tentativas de controle». Ao mesmo tempo, ganhava centralidade no meio militar a candidatura do general João Figueiredo à presidência da República, o que estreitava «o espaço político para mais um *round* de política anti-inflacionária mais séria». Cabe registrar que, ainda segundo (Netto, 2014), Figueiredo exercia um papel de ponte entre o grupo «castelista» de Geisel e o grupo «linha dura» de Médici.

5.2.5. 1978

Em linha com um procedimento adotado ao longo dos demais anos do governo Geisel, os ministros das principais pastas econômicas⁵⁷⁸ enviaram ao presidente no início do ano um documento no qual propunham as «diretrizes e prioridades» para 1978. Sendo

⁵⁷⁸ Fazenda, Planejamento, Indústria e Comércio, Agricultura e Interior.

aquele o último ano completo do general à frente do Executivo, o conteúdo chamava atenção para a necessidade de consolidar resultados e concluir as tarefas consideradas importantes.

O documento pontuava a necessidade de promover «uma sensível redução na taxa de inflação, um substancial aumento no superávit da balança comercial e uma taxa de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) na mesma ordem de grandeza da alcançada em 1977». Além disso, direcionava o foco do Executivo para as «grandes prioridades», entre quais se destacavam: (i) o aumento da produção de petróleo; (ii) a expansão e diversificação das exportações; e (iii) o fortalecimento da empresa privada nacional.

Os ministros esperavam que o Brasil fosse beneficiado pela entrada em operação de um «considerável número de projetos novos» (que substituiriam as compras no exterior), entre eles as indústrias da petroquímica, de celulose, de fertilizantes e de bens de capital. Também previam a ampliação da produção de petróleo, decorrente do «início de funcionamento das províncias de Campos e Rio Grande do Norte». Entretanto, e alinhado com o documento do ano anterior, chamavam a atenção para a necessidade do desenvolvimento do país se dar «com menor aporte de poupança externa», com a «obtenção de crescentes superávits comerciais», com a manutenção de um orçamento sem déficit, e com reajustes contratuais realizados «no máximo, segundo a correção monetária das ORTN» (excetuando-se a atualização dos salários)⁵⁷⁹.

Em linha com esses objetivos, o orçamento monetário tornou a fixar uma meta ambiciosa para a expansão dos meios de pagamento (25%). Sua proposta era evitar que a ampliação do M1 comprometesse a promoção de um crescimento econômico compatível com o recuo da inflação e com o ajuste do balanço de pagamentos (CMN, 1979), tendo o percentual amparando-se em projeções como: (i) o equilíbrio de caixa na execução financeira do Tesouro; (ii) a colocação de títulos públicos federais em montante apenas suficiente para fazer face ao giro da dívida; (iii) o equilíbrio do balanço de pagamentos; (iv) a estabilidade das reservas internacionais; e (v) uma ampliação

⁵⁷⁹ Todas as citações foram retiradas da transcrição do original em («A economia em 1978, segundo o governo», 1978).

ainda mais ambiciosa que a do ano anterior dos empréstimos globais do Banco do Brasil (26,7%) (CMN, 1978).

O primeiro semestre foi caracterizado por duas dinâmicas simultâneas: o agravamento da estiagem no centro-sul do país⁵⁸⁰, o que provocou uma quebra importante das safras de milho, soja, arroz e algodão; e a recuperação do setor industrial. A primeira produziu um aumento importante do custo dos alimentos (incluindo as carnes)⁵⁸¹, a deterioração da situação da balança comercial⁵⁸² e obrigou as autoridades monetárias a injetarem cerca de Cr\$ 10,6 bilhões em apoio creditício aos agricultores⁵⁸³. A segunda estimulou o crescimento das captações externas⁵⁸⁴, com efeitos ainda mais expansivos sobre os meios de pagamento.

De janeiro a junho, o fator principal a pressionar a expansão da base monetária e, em consequência, os meios de pagamento, foi a acentuada captação de recursos externos que – mesmo diante de um déficit de US\$ 456 milhões na balança comercial, aliada ao já tradicional déficit na balança de serviços – levou a um aumento de US\$ 856 milhões no saldo das reservas internacionais.

In (BCB, 1979), p. 65.

Apesar do ingresso dos recursos estrangeiros, a expansão dos meios de pagamento limitou-se a 11,18% no período, tendo grande parte do aumento concentrado-se no mês de junho (6,23%)⁵⁸⁵. Essa contenção relativa foi resultado de diversas iniciativas do governo, que incluíram: (i) a promoção de cortes em investimentos previamente planejados; (ii) a imposição de restrições aos empréstimos do Banco do Brasil⁵⁸⁶; (iii) a suspensão da compra das ORTN decorrentes do recolhimento adicional de 5% sobre os

⁵⁸⁰ Iniciada ao final de 1977.

⁵⁸¹ «Tomando-se por base os preços por atacado (...) observou-se, no primeiro semestre do ano, elevação de 32,2% no índice referente aos produtos agrícolas» (BCB, 1979), p. 63.

⁵⁸² Decorrente da redução dos excedentes exportáveis e das restrições impostas ao abastecimento interno.

⁵⁸³ Ver (CMN, 1979), p. 35.

⁵⁸⁴ Em função da oferta elevada de recursos a custo baixo no exterior e do efeito altista da inflação sobre as taxas de juros domésticas.

⁵⁸⁵ Números do Banco Central.

⁵⁸⁶ Que cresceriam em ritmo inferior ao projetado no Orçamento Monetário na maior parte do ano.

depósitos à vista⁵⁸⁷; e (iv) a retirada de Cr\$ 19,9 bilhões do sistema financeiro mediante a colocação líquida de títulos públicos federais⁵⁸⁸.

Mesmo assim, os dados disponíveis ao final de junho projetavam uma expansão dos meios de pagamento potencialmente superior à de 1977, exigindo a adoção de medidas preventivas.

Preocupado com o impacto do volume de captações no exterior, o CMN instituiu um congelamento temporário dos recursos obtidos por meio desse expediente⁵⁸⁹. A medida determinou que o contravalor em cruzeiros das operações fosse destinado transitoriamente à constituição de um depósito restituível em moeda estrangeira⁵⁹⁰, ficando os recursos⁵⁹¹ sujeitos à retenção por um período de 30 dias. Esse prazo acabaria por ser alargado em duas novas ocasiões⁵⁹², ampliando o efeito perseguido e adiando o impacto dos ingressos sobre os meios de pagamento.

Paralelamente, as autoridades monetárias alteraram a sistemática dos recolhimentos compulsórios⁵⁹³, com o objetivo de reduzir a (excessiva) volatilidade das taxas de juros de curto prazo. O novo modelo autorizou as instituições a movimentarem os recursos sujeitos à exigência, permitindo o recolhimento em excesso em momentos de sobras de caixa e a realização de saques em caso de necessidade. As imposições principais eram a manutenção de saldos mínimos equivalentes a 80% do exigível e a necessidade de que, ao final da quinzena de cumprimento, a instituição tivesse assegurado um depósito médio correspondente ao percentual da exigência (35%)⁵⁹⁴.

⁵⁸⁷ A Resolução nº 471, de 25 de abril de 1978, suspendeu por prazo indeterminado a compra (por parte do BCB) das ORTN adquiridas compulsoriamente pelos bancos comerciais no aumento de 5% da exigência sobre os depósitos à vista (ver Resolução nº 466, de 19 de outubro de 1977).

⁵⁸⁸ Número de (BCB, 1979), p. 68.

⁵⁸⁹ Resolução nº 479, de 20 de junho de 1978.

⁵⁹⁰ Na forma estabelecida pela Resolução nº 432, de 23 de junho de 1977.

⁵⁹¹ Ingressados a partir de 21 de junho.

⁵⁹² A Circular nº 385, de 14 de julho de 1978, ampliou o prazo para 120 dias, alcançando os ingressos realizados a partir de 17 de julho. Esse normativo foi sucedido pela Circular nº 389, de 11 de agosto de 1978, que alargou o período de retenção dos ingressos posteriores a 13 de agosto para 150 dias.

⁵⁹³ Resolução nº 478 e Circular nº 378, ambas de 20 de junho de 1978.

⁵⁹⁴ A penalidade pelo descumprimento do recolhimento médio de 35% foi ampliada de 43% para 49% a.a., incidindo sobre o número de dias do período de movimentação.

Cabe registrar que o aumento das taxas domésticas mais uma vez tornara relativamente baixo o custo da AFE, estimulando o recurso à Assistência por parte das instituições. Devido a isso, o BCB voltou a majorar as taxas da facilidade ao final de julho⁵⁹⁵.

Em meados do ano as autoridades já admitiam publicamente, como satisfatória, uma expansão de 35% para os meios de pagamento.

In («Moeda e Crédito», 1979), p. 145.

Apesar das medidas adotadas, uma série de fatores passou a concorrer para acelerar a expansão dos meios de pagamento. No mês de julho teve início a liberação dos depósitos restituíveis (captações externas), situação que acabaria por motivar a ampliação, por duas vezes, dos prazos de retenção. Em agosto, o governo iniciou um processo de aquisição de café não previsto no orçamento monetário, injetando Cr\$ 20,6 bilhões no sistema (cerca de 6% do total dos meios de pagamento disponíveis em dezembro de 1977). Além disso, as operações ativas do Banco do Brasil registraram um crescimento de Cr\$ 44,8 bilhões no último trimestre do ano, ao que se somaram resgates líquidos de títulos públicos federais superiores a Cr\$ 20 bilhões⁵⁹⁶.

Com a expansão dos meios de pagamento a superar a programação para o ano ainda em novembro⁵⁹⁷ e com o BCB a antecipar um crescimento potencialmente superior a 50%, as autoridades monetárias optaram por endurecer as regras do congelamento dos valores captados no exterior. Uma nova medida⁵⁹⁸ alterou os prazos da liberação dos recursos, fixando critérios para o parcelamento dos montantes retidos e alcançando os valores já recolhidos ao Banco Central.

Os depósitos ainda não liberados pelo Banco Central até a data da referida Resolução e os futuros depósitos teriam suas liberações processadas em três parcelas, sendo a primeira de 20%, na data prevista para sua liberação, e os 80% restantes em duas parcelas iguais, no prazo de 30 e 60 dias após a liberação da primeira parcela. Essa medida, contrariando a expectativa de liberação total dos depósitos anteriormente

⁵⁹⁵ Circular nº 388, de 27 de julho de 1978. A medida ampliou o custo das operações dentro do limite contratual de 30% para 33% a.a. e o custo das operações extra limite de 32% para 36% a.a..

⁵⁹⁶ Números de (BCB, 1979).

⁵⁹⁷ Ao final de novembro a expansão dos meios de pagamento atingira 28,89%.

⁵⁹⁸ Resolução nº 497, de 22 de novembro de 1978.

retidos por 120 dias, equivalente a Cr\$ 28 bilhões, e que seriam injetados no sistema a partir do dia 23 de novembro, contribuiu para maior escassez de recursos no mercado em dezembro.

In (BCB, 1979), p. 73.

A iniciativa evitou o agravamento da situação, mas não foi capaz de impedir que a expansão dos meios de pagamento superasse em muito o objetivo fixado no orçamento (41,2%).

Das necessidades destacadas no início do ano, apenas a do crescimento da economia foi satisfeita, em função do desempenho dos setores industrial e de serviços⁵⁹⁹. Por um lado, tanto a inflação quanto o setor agropecuário foram duramente atingidos pelos efeitos da estiagem na região centro-sul (primeiro semestre), contribuindo para uma variação anual de 40,81% (IGP-DI) da primeira⁶⁰⁰ e para uma retração de 2,7% na produção do segundo. Por outro, o crescimento das receitas com as exportações foi novamente superado pelo aumento das despesas com as importações, produzindo um saldo negativo superior a US\$ 1 bilhão na balança comercial.

Mesmo assim, o resultado do balanço de pagamentos foi positivo em US\$ 4,26 bilhões, graças ao maior ingresso líquido de empréstimos externos de toda a década⁶⁰¹. Esse fluxo contribuíra para novas elevações das reservas internacionais e do endividamento externo, que alcançaram US\$ 11,9 bilhões e US\$ 52,187 bilhões, respectivamente.

Se no âmbito econômico os resultados frustraram as expectativas, na esfera política o processo de «distensão» voltou a dar passos importantes. Em outubro de 1978 foi aprovada a chamada «Reforma Política»⁶⁰², revogando o AI-5 e os demais atos contrários à Constituição vigente, restaurando o *habeas corpus* e pondo fim à pena de banimento, entre muitos outros.

⁵⁹⁹ A expansão do PIB foi de 4,97% em 1978, capitaneada pelos setores industrial (6,4%) e de serviços (6,2%).

⁶⁰⁰ Sendo 21,2% somente no primeiro semestre.

⁶⁰¹ Superior a US\$ 8,8 bilhões.

⁶⁰² Emenda Constitucional nº 11, de 13 de outubro de 1978.

O tema vinha sendo tratado há algum tempo pelo governo, mas as discussões sobre o teor e o alcance das medidas só se intensificaram em 1978, sendo transformadas em Proposta de Emenda Constitucional (PEC) no mês de junho. Submetido à apreciação da Arena, o texto original foi objeto de alterações de menor substância. Todas as emendas apresentadas pela oposição (MDB) foram descartadas, entre elas a do reestabelecimento das eleições diretas.

Creio chegado o momento, após ouvir o Conselho de Segurança Nacional, de propor que sejam revogados os atos institucionais e complementares no que contrariem a Constituição Federal, disso resultando:

a) o restabelecimento do instituto do habeas-corpus (Constituição, parágrafo 20, do art. 153);

b) o restabelecimento das garantias constitucionais ou legais da vitaliciedade, inamovibilidade e estabilidade (Constituição, artigos 100 e 113);

c) extinção, entre outras, da competência atribuída ao presidente da República para:

1) declarar o recesso do Congresso Nacional, das Assembleias Legislativas e das Câmaras de Vereadores, e, em consequência, de o Poder Executivo correspondente poder legislar em todas as matérias e exercer as atribuições previstas nas Constituições ou Leis Orgânicas dos Municípios;

2) decretar a intervenção nos Estados e Municípios, sem as limitações previstas na Constituição (parágrafo 3o do art. 15);

3) suspender os direitos políticos de quaisquer cidadãos pelo prazo de 10 anos e cassar mandatos eletivos;

4) demitir, remover, aposentar, pôr em disponibilidade membros da Magistratura, funcionários públicos e empregados de autarquias, empresas públicas ou sociedades de economia mista;

5) demitir, transferir para a reserva ou reformar militares e membros das polícias militares da União, dos Estados e dos Territórios⁶⁰³;

6) decretar e prorrogar o estado de sítio sem aprovação do Congresso Nacional;

7) Banir brasileiros (Constituição, parágrafo 11, art. 153)

Transcrição de mensagem enviada pelo presidente Ernesto Geisel ao Congresso Nacional na ocasião da submissão do projeto da reforma ao Legislativo in («A mensagem do Presidente», 1978).

Apesar de excluir questões de primeira importância⁶⁰⁴ e de preservar mecanismos de arbítrio, a Reforma foi um passo importante rumo à redemocratização do país. O regime procurava adaptar-se às perdas de sustentação e de «legitimidade» sem perder o controle sobre o processo de abertura. Cabe registrar que a elaboração da PEC contara com a participação do general João Figueiredo⁶⁰⁵, que, além de favorável às mudanças, defendeu que elas entrassem em vigor ainda no governo corrente⁶⁰⁶ como forma de prestigiar Geisel.

A estratégia de distensão política do Presidente Geisel é um fato, não um mito. A ideia de que essa estratégia reflete uma vocação democrática do regime ou do próprio presidente é um mito, não um fato. Essa distinção analítica faz diferença decisiva para a compreensão da conjuntura política e para a visualização de seus desdobramentos futuros. Há mais dois mitos em causa. Um declara que o regime é fraco. Trata-se de um mito oposicionista; outro diz que o regime é forte. Trata-se de um mito situacionista. O fato é que o regime, tendo entrado em processo de relativo enfraquecimento, é ainda suficientemente forte para ditar os rumos da transição. Ele é fraco na medida em que, declinando em eficiência como produtor de desenvolvimento econômico e vendo-se sem

⁶⁰³ «Os Territórios Federais foram mecanismos adotados pelo Governo Central brasileiro para estimular a ocupação de áreas de reduzida densidade demográfica, administrar sua potencialidade natural e garantir o domínio da região fronteira nacional.» (PORTO, 2000), p. 46. Os três últimos foram extintos pela Constituição de 1988, que transformou os territórios do Amapá e de Roraima em estados, e integrou o território de Fernando de Noronha ao estado de Pernambuco.

⁶⁰⁴ Como a anistia, as eleições diretas, a revogação do «Pacote de Abril» e o fim da «Lei Falcão», entre outros.

⁶⁰⁵ Havia sido apontado como sucessor por Geisel em fins de 1977 e só seria eleito no Colégio Eleitoral em 15 de outubro de 1978.

⁶⁰⁶ Em 1º de janeiro de 1979.

respostas para a crescente acumulação de frustrações sociais, perdeu suportes políticos em dimensão que configurou uma crise de legitimidade.

In (GÓES, 1978).

Geisel conseguiu fazer seu sucessor. Foi ele o general João Batista Figueiredo, tendo como vice-presidente o ex-governador de Minas, Aureliano Chaves. Essa chapa derrotou a do MDB, formada pelo general Euler Bentes Monteiro e o senador gaúcho Paulo Brossard, na reunião do Colégio Eleitoral de 14 de outubro de 1978. A vitória mais importante de Geisel não foi entretanto alcançada com o êxito previsível de seu candidato no Colégio Eleitoral e sim no interior das Forças Armadas. A indicação do general Figueiredo passara por uma séria prova de força, pois o ministro do Exército Sylvio Frota lançara sua própria candidatura, nos meios militares e em sondagens no Congresso, como porta-voz da linha-dura. Frota abriu campanha eleitoral em maio de 1977, antes do calendário eleitoral previsto por Geisel, e começou a atacar o governo, acusando-o de ser complacente com os subversivos. O presidente demitiu Frota do ministério e cortou sua escalada.

In (FAUSTO, 2006), p. 500.

5.2.6. 1979

Eleito em outubro de 1978, Figueiredo anunciou em janeiro alguns de seus objetivos na economia, destacando: (i) o combate à inflação; (ii) o equacionamento das situações do balanço de pagamentos e do endividamento externo; (iii) a elevação da poupança interna; (iv) a redução da assimetria distributiva combinada com o aumento de renda real; e (v) a privatização de empresas e serviços estatais.

A proposta para o problema da inflação previa a manutenção da estratégia gradualista e fixava uma meta de médio prazo: o patamar do início da década⁶⁰⁷. Devido a isso, o presidente-eleito anunciou a necessidade de um esforço coletivo, concentrado nos

⁶⁰⁷ Entre 15% e 20% ao ano.

primeiros anos do governo, e que implicaria em «uma redução substancial dos gastos públicos».

Em relação às contas externas, ele destacou a necessidade do país de acumular saldos em transações correntes, especialmente por meio das exportações, para viabilizar uma situação em que a dívida, as reservas e a expansão do PIB permanecessem em proporções «adequadas». Adicionalmente, defendeu a necessidade da constituição de poupança interna, de forma a reduzir a dependência do desenvolvimento brasileiro dos recursos estrangeiros.

Quanto à renda e às privatizações, as proposições de Figueiredo eram, por um lado, conciliar uma política de elevação da renda real *per capita* com a instituição de uma tributação progressiva e, por outro, subtrair do controle do Estado as empresas que não fossem «estritamente indispensáveis à correção de imperfeições do mercado, ou a atender às exigências da segurança nacional»⁶⁰⁸.

Juntamente com os objetivos, Figueiredo apresentou os seus futuros ministros. As principais pastas econômicas foram entregues ao engenheiro Karlos Rischbieter (Fazenda), ao também engenheiro João Camilo Pena (Indústria e Comércio), ao ex-ministro Antônio Delfim Netto (Agricultura) e ao então titular da Fazenda Mário Henrique Simonsen (Planejamento).

Simonsen defendia a continuidade da política econômica vigente, mas acreditava que «três novos dados *deveriam* ser levados em consideração»: (i) que «a fase mais aguda do ajustamento do balanço de pagamentos» chegara ao fim; (ii) que «o grande salto de substituições de importações, que *exigira* gastos públicos maciços em investimentos e incentivos, *parecia* ter sido completado»; e «o mais importante» (iii) que Geisel promovera a «transição de um regime centralizado para um sistema aberto e

⁶⁰⁸ Trecho retirado de («O discurso de Figueiredo», 1979).

amplamente participativo», sendo necessário encontrar as soluções em meio a essa nova realidade⁶⁰⁹.

Ainda em fevereiro, Geisel adotou medidas alinhadas com a política do novo Executivo. No âmbito fiscal, o ainda presidente assinou um Decreto-Lei⁶¹⁰ a determinar uma contenção das despesas da ordem de 20% das receitas do Tesouro (a mencionada «redução substancial nos gastos públicos»). No tocante à política monetária, o CMN aprovou o OM de 1979 e alterou o modelo de cálculo dos limites da AFE⁶¹¹.

A programação do novo OM previa que os meios de pagamento apresentassem uma expansão de 30% no ano, considerada compatível com o combate gradualista à inflação e com o reajuste progressivo do balanço de pagamentos⁶¹². O percentual amparava-se em estimativas como: (i) o aumento dos recursos líquidos do Tesouro junto às autoridades monetárias⁶¹³; (ii) a expansão de 33,6% dos empréstimos globais do Banco do Brasil⁶¹⁴; (iii) a obtenção de um déficit de cerca de US\$ 3 bilhões no balanço de pagamentos⁶¹⁵; e (iv) a redução das reservas internacionais na mesma magnitude do resultado do balanço de pagamentos. Já a mudança no modelo de cálculo da AFE reduziu a base de apuração dos limites da Assistência, fazendo-a contemplar apenas os depósitos à vista, e não mais a totalidade dos depósitos de uma instituição⁶¹⁶.

⁶⁰⁹ Trechos retirados do discurso de Mário Henrique Simonsen em um evento da Federação Nacional dos Bancos em 25 de janeiro de 1979, transcrito em («A íntegra do discurso de Simonsen no almoço em sua homenagem», 1979). Os verbos em itálico indicam a alteração do tempo verbal (em relação ao original).

⁶¹⁰ Decreto-Lei 1.678, de 22 de fevereiro de 1979.

⁶¹¹ Resolução nº 514, de 8 de fevereiro de 1979.

⁶¹² Ver (CMN, 1979).

⁶¹³ Em cerca de Cr\$ 10 bilhões.

⁶¹⁴ Percentual inferior aos observados em 1976, 1977 e 1978 (61,6%, 49,6% e 35,3%, respectivamente).

⁶¹⁵ Fruto de uma melhora do resultado da balança comercial e da necessidade de se reduzir as captações de recursos externos.

⁶¹⁶ Segundo («Mercado de Capitais», 1979), p. 25, a AFE «vinha sendo usada pelos bancos comerciais para cobrir eventuais perdas na compensação, e até mesmo para expandir por curto prazo a oferta de empréstimos». Por isso, a medida foi interpretada como «uma forma de conter os empréstimos dos bancos», mantendo-os «dentro dos limites previstos no orçamento monetário». Entretanto, (DOB-DPNC, 1981) alega que a medida teve por objetivo adequar o limite ao propósito da facilidade – uma vez que eram os depósitos à vista aqueles sujeitos às oscilações imprevistas. De uma forma ou de outra, a diminuição da base resultou em um menor acesso à facilidade, pois embora as operações pudessem ser realizadas acima do limite, o custo dessa opção era mais elevado.

Figueiredo tornou-se presidente em março⁶¹⁷, em meio à eclosão⁶¹⁸ da maior mobilização de trabalhadores desde os episódios de Contagem e de Osasco (1968): a greve dos metalúrgicos do ABC⁶¹⁹. Fruto do fracasso das negociações entre a categoria e a Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (FIESP), o movimento abrangeu cerca de 200 mil trabalhadores, paralisou as atividades de diversas empresas do setor industrial e pôs em xeque a disposição do governo de prosseguir com a política de distensão.

Por um lado, a perspectiva de uma greve prolongada e de tamanha magnitude punha em risco a política de combate à inflação. Por outro, o governo pretendia sustentar seu compromisso com o processo iniciado por Geisel, prometendo conduzir o país de volta a um regime democrático.

A solução encontrada pelo governo foi impor a narrativa de infiltração política nas assembleias dos trabalhadores⁶²⁰ e obter a declaração de ilegalidade do movimento (Justiça do Trabalho), passos que permitiram a intervenção nos sindicatos e o enfraquecimento da mobilização. Adicionalmente, o governo do estado de São Paulo lançou mão de ampla violência policial para reprimir os grevistas (e até mesmo a imprensa), contribuindo para a defesa dos interesses da FIESP e do governo federal. As greves do ABC acabaram por ser suspensas ao final de março, ficando evidente o papel do arbítrio na «solução» do problema.

Entretanto, a inflação tornara a acelerar. Após oscilar no entorno dos 3,7% a.m. nos primeiros dois meses do ano (patamar já bastante elevado), o IGP-DI registrou uma variação mensal de 5,77% em março, motivando o governo a baixar um pacote de medidas para enfrentar o problema. As iniciativas compreenderam, entre outros, a instituição de controles dos preços e das margens de lucros das empresas (inclusive estatais), a limitação dos juros do crediário, e a ampliação do custo do crédito externo.

⁶¹⁷ Em 15 de março de 1979.

⁶¹⁸ Dois dias antes da posse.

⁶¹⁹ Região de São Paulo formada pelos municípios de Santo André, São Bernardo do Campo e São Caetano do Sul.

⁶²⁰ O inciso III do artigo 22 da Lei nº 4.330, de 1º de junho de 1964, previa a ilegalidade da greve se essa fosse deflagrada por motivos políticos.

As decisões, frutos de deliberações do CMN, do CIP e do CDE, deram origem a uma série de Resoluções das autoridades monetárias.

A primeira⁶²¹ fixou em 360 dias o prazo mínimo das captações de recursos por meio de depósitos a prazo, proibindo, no caso dos bancos comerciais, a emissão de Certificados de Depósito Bancário (CDB)⁶²². Segundo Carlos Brandão, então presidente do BCB, em (BCB, 2019b), a medida teve como principal propósito «reprimir a expansão do crédito».

A segunda⁶²³ obrigou os bancos⁶²⁴ e as financeiras a encaminhar mensalmente ao Banco Central, juntamente com os balanços e balancetes, as informações sobre as captações de recursos através de depósitos a prazo ou de letras de câmbio de seu aceite.

A terceira⁶²⁵ restabeleceu o depósito compulsório sobre o contravalor em cruzeiros dos recursos captados no estrangeiro⁶²⁶, ampliando o percentual da exigência⁶²⁷. Além disso, determinou que a parcela não recolhida ao BCB permanecesse sujeita às regras impostas em junho e em outubro de 1978⁶²⁸, destinando-se à constituição de um depósito restituível em moeda estrangeira⁶²⁹ e que só começaria a ser liberado (em parcelas) a partir do 150º dia. A medida, na prática, buscava inviabilizar as novas captações no exterior, contribuindo para a contenção da expansão dos meios de pagamento.

A quarta⁶³⁰ alterou o modelo de cálculo e de ajustamento dos recolhimentos compulsórios⁶³¹, buscando adequar as características do instrumento ao

⁶²¹ Resolução nº 530, de 18 de abril de 1979.

⁶²² Com a medida as captações de depósitos a prazo ficaram limitadas às operações com entrega de recibos não negociáveis. Cabe registrar que a emissão de CDB com prazo igual ou superior a 360 dias foi autorizada nos casos de renovação de instrumentos vencidos.

⁶²³ Resolução nº 531, de 18 de abril de 1979.

⁶²⁴ Bancos comerciais, de investimento e de desenvolvimento.

⁶²⁵ Resolução nº 532, de 18 de abril de 1979.

⁶²⁶ Na forma estabelecida pela Resolução nº 236, de 19 de outubro de 1972. O valor retido seria liberado apenas na ocasião das amortizações, na proporção entre a parcela resgatada e o total do empréstimo registrado no BCB.

⁶²⁷ De 25% para 50% do total contratado.

⁶²⁸ Resolução nº 479, de 20 de junho de 1978 e Resolução nº 497, de 22 de novembro de 1978.

⁶²⁹ Na forma da Resolução nº 432, de 23 de junho de 1977.

⁶³⁰ Resolução nº 533, de 18 de abril de 1979.

⁶³¹ Seus principais destaques foram: (i) a mudança da base de cálculo do recolhimento – ao invés dos percentuais incidirem sobre a média quinzenal dos depósitos (considerado os dias corridos), estes passaram a ser aplicados sobre uma média móvel de quatro semanas consecutivas, considerando apenas

comportamento dos depósitos no sistema bancário (decrecente nas duas primeiras semanas do mês e crescente nas duas últimas). A medida também reduziu o percentual mínimo do exigível a ser recolhido ao longo período de cumprimento (entre os recolhimentos em excesso e os saques sobre os depósitos compulsórios), de 80%⁶³² para 70%.

Por fim, a quinta⁶³³ e última medida impôs às financeiras a obrigação de destacar em seus contratos a taxa de juros efetiva e o valor total a ser pago pelos mutuários – que não mais arcaíam com as taxas de abertura de crédito e de cadastro. A expectativa do CMN era que, uma vez mais bem municiado de informação, o consumidor fosse capaz de obter condições mais vantajosas de crédito pessoal e que, com o dinheiro em mãos, fosse capaz de negociar preços mais baixos no comércio.

Também em linha com a política de combate à inflação, e buscando arrefecer o ritmo da atividade econômica, o governo decidiu impor cortes às inversões das empresas estatais⁶³⁴ (maio). De um total inicialmente fixado (por Geisel) em Cr\$ 401 bilhões, o montante foi diminuído para Cr\$ 361 bilhões, tornando-se inferior (em termos reais) ao volume investido em 1978 (Cr\$ 301 bilhões⁶³⁵).

Entretanto, enquanto as iniciativas buscavam conter a evolução dos preços domésticos, uma nova crise externa voltara a mudar as condições no mercado internacional: o «segundo choque do petróleo». Seus efeitos começariam a ser sentidos no início de 1979, permeariam todo o período do governo Figueiredo, e iriam além da sua presidência.

A revolução iraniana de 1978 restringira a oferta mundial da *commodity* e *dera* origem a movimentos (precaucionais e especulativos) que deflagraram um forte aumento dos

os dias úteis; e (ii) a decisão de fazer coincidir o primeiro dia do período de movimentação com o dia da semana em que o Banco Central efetuava o resgate dos títulos públicos federais – o que, em função da maior liquidez esperada no sistema, favorecia o processo de nivelamento das posições de depósitos compulsórios.

⁶³² Percentual fixado pela Resolução nº 478, de 20 de junho de 1978.

⁶³³ Resolução nº 535, de 18 de abril de 1979.

⁶³⁴ Com base no Decreto-Lei assinado em fevereiro.

⁶³⁵ Números obtidos em («Novo corte aumenta só 17,6% inversão de estatais em 79», 1979).

preços do barril⁶³⁶. Além disso, o evento seria sucedido, em 1980, pela invasão do Iraque ao território do Irã, originando uma guerra (1980-1988) e preservando relativamente baixa a oferta de petróleo – o que contribuiria para que o preço médio do barril permanecesse acima dos US\$ 25,00 ao longo de toda a primeira metade da década de 1980.

Além das preocupações com os custos⁶³⁷, a nova crise aumentou a incerteza quanto à disponibilidade do insumo no Brasil. Por um lado, os estoques domésticos encontravam-se relativamente baixos. Por outro, o ritmo do consumo superava o de reposição da *commodity*.

Em resposta, Geisel ampliara as restrições ao funcionamento dos postos de combustível (fevereiro)⁶³⁸ e, em julho, o novo governo fixou um teto para o consumo interno de petróleo importado⁶³⁹ – preservando o ritmo de compras no exterior para repor os estoques. Cada posto ficou sujeito a uma quota mensal para a venda de derivados, não sendo impostas restrições ao consumidor. Paralelamente, Figueiredo determinou que o aumento da demanda fosse atendido pela expansão da produção doméstica da *commodity* e pela intensificação do uso de fontes alternativas de combustível, como o álcool etílico e o carvão mineral, entre outros.

Cabe registrar que o governo anterior instituíra o Programa Nacional do Álcool (Proálcool)⁶⁴⁰ em 1975, tendo por objetivo, entre outros, estabelecer uma política alternativa de combustíveis automotivos. Além disso, o custo do petróleo viabilizara economicamente o desenvolvimento de motores movidos à álcool, motivando a indústria nacional a dar passos nessa direção (e a produzir modelos em 1977 e em 1978). Entretanto, foi sob o impacto do novo choque do petróleo que a presidência determinou

⁶³⁶ Entre julho de 1978 e novembro de 1979 o preço médio do barril saltou de US\$ 12,58 para US\$ 39,70.

⁶³⁷ Apesar das condições relativamente favoráveis de grande parte dos contratos firmados pela Petrobrás, de longo prazo e a preços razoáveis, as revisões mensais dos dispêndios da companhia projetavam acréscimos bilionários com importações.

⁶³⁸ A partir do dia 15 de fevereiro de 1979, os postos de gasolina passaram a fechar às 21h nos dias de semana, sendo encerrados às 19h dos sábados e permanecendo sem funcionar nos domingos e feriados.

⁶³⁹ Em 960 mil barris de petróleo/dia.

⁶⁴⁰ Por meio do Decreto nº 76.593, de 14 de novembro de 1975.

(em maio) a conversão de toda a frota de veículos do governo federal nas cidades do Rio de Janeiro, São Paulo, Brasília, Maceió e Recife ao novo combustível. Dois meses mais tarde, o primeiro automóvel movido a álcool e produzido em série sairia de uma fábrica brasileira (Fiat).

De volta à política monetária, o CMN tornou a alterar as regras da AFE em junho, renomeando-a «Empréstimos de Liquidez»⁶⁴¹. A medida promoveu duas mudanças importantes na facilidade: (i) autorizou o uso dos títulos públicos federais como garantia das operações; e (ii) estabeleceu custos diferenciados com base na natureza da garantia⁶⁴². Na prática, o Conselho direcionou a preferência dos bancos para as operações asseguradas pelos títulos públicos (em função do custo mais baixo), contribuindo para uma melhor gestão da base monetária e dos meios de pagamento.

Ora, é fato sobejamente conhecido que se uma operação de última instância representa um impacto positivo sobre a base monetária pela expansão do ativo da Autoridade Monetária. Um aumento da carteira de títulos federais dos bancos comerciais representa, por outro lado, um impacto negativo, quando decorrente da colocação primária ou secundária de títulos federais. Nada mais lógico, então, que se procurasse inculcar às operações da espécie a influência dos dois fatores, de forma paralela. Isto foi conseguido permitindo-se que os bancos oferecessem como garantia das operações os títulos públicos de sua propriedade e de livre realização.

In (DOB-DPNC, 1981), p. 4.

A medida foi a última intervenção de relevância do Conselho com Simonsen no governo. Afinal, dois acontecimentos ao longo de agosto afetariam as políticas econômica e de distensão. O primeiro foi a substituição do titular do Planejamento por Antônio Delfim Netto (então na Agricultura), fruto da crescente resistência de políticos e de empresários às medidas restritivas em vigor. O segundo foi a aprovação da Lei da Anistia⁶⁴³, que longe

⁶⁴¹ Resolução nº 550, de 21 de junho de 1979.

⁶⁴² Além da diferenciação já existente em função do nível de utilização.

⁶⁴³ Lei nº 6.683, de 28 de agosto de 1979.

de ser «ampla, geral e irrestrita», como desejava a oposição, foi aquela que o governo (no comando das iniciativas e das ações) decidiu fazer⁶⁴⁴.

O início do governo Figueiredo foi, na realidade, uma continuação do governo Geisel. No momento em que ficou claro ao novo presidente que caberia a ele fazer o que era desagradável e que Geisel não tinha conseguido fazer apesar de toda sua autoridade, foi fácil ao general presidente optar por fazer sua própria política, tentando reviver a aura do período Médici, entregando ao Ministro Delfim Netto a tarefa de realizar, agora sim, um milagre econômico.

Entre agosto de 1979 e outubro de 1980, o país experimentou sua última tentativa de ignorar a crise externa, agora agravada pelo novo choque do petróleo e pela elevação vertiginosa do custo do endividamento externo.

In (Netto, 2014), p. 255.

Delfim Netto defendia um combate à inflação sem a adoção de medidas recessivas, e identificava como importantes, além da questão dos preços, os problemas do balanço de pagamentos e da disponibilidade de energia. Sua proposta, dada a ausência de capacidade ociosa na indústria, era a promoção de expansões agressivas da agricultura e das exportações, o que, combinado com o controle dos déficits do governo, permitiria reduzir as tensões inflacionárias e resolver o problema das contas externas⁶⁴⁵.

Ao final de agosto o CMN determinou⁶⁴⁶ que as taxas praticadas pelos bancos comerciais, bancos de investimento e financeiras fossem reduzidas em 10%⁶⁴⁷, oficializando um «acordo de cavalheiros» firmado (mas não cumprido) entre os bancos

⁶⁴⁴ O alcance da nova lei foi limitado, tendo o seu texto oferecido uma concessão importante à ala militar «linha dura»: anistiou «crimes de qualquer natureza relacionados com crimes políticos ou praticados por motivação política», beneficiando os responsáveis pelas práticas de tortura (FAUSTO, 2006).

⁶⁴⁵ «O que se tinha que fazer era expandir violentamente a agricultura. É o que estamos tentando fazer. E expandir as exportações também violentamente. Se conseguirmos sucesso nesses dois objetivos teremos um Brasil a plena carga. 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.» Trecho de entrevista concedida por Delfim Netto em setembro de 1979 disponível em («Produzir mais é a única saída, diz Delfim», 1979).

⁶⁴⁶ Resoluções nºs 560 e 561, de 30 de agosto de 1979.

⁶⁴⁷ No caso dos bancos comerciais e de investimento, a base para a aplicação do redutor foi a taxa média ponderada praticada pela instituição no mês de agosto. Já no caso das financeiras, essa mesma base amparou-se nas taxas anuais de financiamento correspondentes às tabelas de fatores praticadas pela instituição em 31 de julho. Uma taxa média de 70% a.a., por exemplo, deveria ser reduzida para 63% a.a..

e o governo. Adicionalmente, e para assegurar o cumprimento da decisão, o BCB passou a exigir que as instituições enviassem mensalmente os demonstrativos das taxas médias praticadas (caso dos bancos comerciais e de investimento) ou as tabelas de fatores utilizadas (financeiras), relativas a cada modalidade de operação de crédito sujeita à redução de custos.

O colegiado tornaria a intervir no mercado de crédito semanas mais tarde, buscando amenizar o efeito da decisão de agosto sobre as instituições financeiras e reaquecer a atividade econômica. Por meio de duas novas medidas⁶⁴⁸ o CMN reduziu o período mínimo da captação de depósitos a prazo dos bancos e das financeiras (de 360 para 180 dias), e ampliou os prazos de financiamento de algumas operações de crédito (das financeiras), entre elas a de aquisição de automóveis.

Enquanto Simonsen buscara restringir a inflação por meio da contenção da demanda, Delfim mais uma vez acreditava que o problema estava nos custos, o que justificava as decisões de reduzir as taxas de juros e de facilitar a captação das instituições financeiras – ampliando o acesso das empresas ao capital de giro. Além disso, a elevação dos prazos de financiamento fortaleceria a demanda, ampliando o escoamento da produção.

Entretanto, a alta dos preços acelerou e, ao final de setembro, o IGP-DI acumulado no ano passou a superar todos os registros de inflação anual desde o fim de 1964, demandando o aperfeiçoamento do mecanismo de compensação das perdas dos trabalhadores e a adoção de medidas de combate à escalada dos preços.

No âmbito salarial, o governo instituiu uma nova política de reajustes, aprovada pelo Congresso ao final de outubro⁶⁴⁹. Com ela, os vencimentos dos trabalhadores passaram a ser objeto de reajustes semestrais, baseados na variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC) e em um fator de atualização fixado pelo governo – cujo valor dependia da faixa de remuneração do empregado⁶⁵⁰.

⁶⁴⁸ Resoluções nºs 566 e 567, de 20 de setembro de 1979.

⁶⁴⁹ Lei nº 6.708, de 30 de outubro de 1979.

⁶⁵⁰ Inicialmente esse fator foi fixado em 1,1 para os salários (ou a parcela dos salários) correspondentes a até 3 salários mínimos, 1,0 para as parcelas dos salários correspondentes a mais que 3 e até 10 salários mínimos, e 0,8 para as parcelas correspondentes a mais que 10 salários mínimos.

No tocante à inflação, a opção do Planejamento foi ampliar o controle sobre os preços por meio do chamado «Pacote Delfim», que, entre outros: (i) limitou a dois os reajustes anuais dos itens classificados como de preços administrados (controlados pelo CIP), sendo fixado um intervalo mínimo de quatro meses entre cada aumento; (ii) extinguiu o regime de «liberdade vigiada», no qual as empresas estavam autorizadas a elevar seus preços e deixar para um momento posterior a justificativa apresentada ao CIP; e (iii) determinou que a margem de comercialização de empresas comerciais que atuassem como distribuidoras de produtos industriais, e que fossem controladas, subsidiárias ou coligadas às produtoras, fosse fixada pelo CIP.

Paralelamente, tornara-se necessário evitar a «explosão» de uma «bomba-relógio» preparada em 1977⁶⁵¹, fruto do recolhimento adicional (5%) instituído em outubro daquele ano. Passados 24 meses da publicação da medida original, e tendo a exigência extraordinária sido convertida em ORTN com vencimento em dois anos, as autoridades viram-se diante do impacto potencial do resgate dos instrumentos sobre a oferta de moeda e a inflação. Por isso, buscando evitar o agravamento da situação vigente, o CMN determinou⁶⁵² a substituição dos instrumentos vincendos por outros da mesma espécie⁶⁵³, preservando os títulos sob a custódia do BCB.

Outra mudança de grande importância na operação da política monetária teve início em 14 de novembro, com a entrada em produção do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic). O Selic, sistema informatizado desenvolvido por uma parceria entre o BCB e a Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto (Andima), passou a processar a liquidação das operações de mercado aberto e de Empréstimos de Liquidez com títulos públicos, também tornando-se responsável por atividades como a emissão,

⁶⁵¹ Decorrente da Resolução nº 446, de 19 de outubro de 1977, e da Resolução nº 471, de 25 de abril de 1978.

⁶⁵² Resolução nº 573, de 24 de outubro de 1979.

⁶⁵³ Com prazo de 2 anos e remuneração de 4% a.a..

o resgate, o pagamento e a custódia dos instrumentos (tornando-os escriturais e eliminando a movimentação física de papéis)⁶⁵⁴.

Juntamente com a implantação do Selic, o BCB determinou que o resultado financeiro das instituições (no sistema) fosse lançado nas respectivas contas de depósitos compulsórios, passo importante para a centralização das reservas das instituições na autoridade monetária. Com a mudança, uma mesma conta passou a acumular a exigência sobre os depósitos, o resultado líquido das operações de mercado aberto e os Empréstimos de Liquidez (garantidos por títulos públicos), pavimentando o caminho para a instituição de uma conta única, que centralizasse toda a movimentação entre os bancos comerciais e o BCB. Essa conta viria a ser aprovada em dezembro⁶⁵⁵, passando a ser denominada «Reservas Bancárias».

Em relação às contas externas, Delfim Netto deparara-se com um ambiente internacional bastante distinto do que encontrara nos governos Costa e Silva e Médici. O novo choque do petróleo ampliara as despesas com as importações, dera origem a um novo ciclo de alta das taxas de juros internacionais e impusera uma nova recessão a algumas economias centrais, com efeitos importantes sobre as exportações brasileiras.

Preocupado com o balanço de pagamentos e com o impacto sobre a inflação, o governo baixou mais um pacote econômico em dezembro⁶⁵⁶, incluindo medidas como: (i) a desvalorização de 30% da moeda nacional; (ii) a instituição de um programa de redução de subsídios creditícios para a importação de alguns produtos; (iii) a eliminação dos incentivos fiscais às exportações; (iv) a instituição de um imposto de exportação; (v) a imposição de um teto para as importações do setor público - exceto petróleo; (vi) a reformulação das Resoluções nºs 432 e 532 do Banco Central; (vii) a eliminação do depósito prévio sobre as importações e do depósito de viagens; e (viii) a redução do imposto de renda sobre remessas de juros.

⁶⁵⁴ «O SELIC foi desenvolvido para processar as operações com LTN. Entretanto, tão logo entrou em operação, houve demanda para que outros títulos fossem registrados e negociados na nova plataforma. Em 1980 as ORTN passaram a ser negociadas no novo sistema» (RIBEIRO DE ALMEIDA, 2014), p. 26.

⁶⁵⁵ Voto BCB nº 853/79, de 18 de dezembro de 1979. Esse voto foi posteriormente transformado na Circular nº 492, de 7 de janeiro de 1980.

⁶⁵⁶ Em 7 de dezembro de 1979.

A maxidesvalorização cambial não teve por objetivo pôr fim à política de minidesvalorizações (iniciada em 1968), mas sim, juntamente com o fim dos subsídios, promover a correção do «artificialismo dos preços». O governo acreditava não ser mais necessário oferecer incentivos fiscais às exportações, dado o aumento da competitividade dos produtos nacionais. Porém, para evitar que a diferença (em dólares) fosse apropriada pelos importadores estrangeiros (transformando-se em perda de receita cambial para o país), decidiu instituir um imposto de exportação – a ser gradualmente eliminado.

Ao mesmo tempo, o governo optou por congelar os recursos depositados no BCB sob a forma prevista na Resolução nº 432⁶⁵⁷ (aproximadamente US\$ 5 bilhões), permitindo o acesso aos mesmos somente em casos como as operações de liquidação de amortizações e juros de dívidas externas, o atendimento de projetos prioritários e a transformação de dívida em investimento direto⁶⁵⁸. Isso evitou que os recursos irrigassem os meios de pagamento, como se fossem depósitos à vista. Paralelamente, o CMN eliminou a retenção de 50% dos empréstimos externos imposta pela Resolução nº 532⁶⁵⁹ – tornando esses novamente atrativos e tendo por objetivo fortalecer a situação das reservas internacionais.

Apesar dos aumentos do preço do petróleo e das taxas de juros internacionais, o desequilíbrio das contas externas acabou por não distanciar-se em demasia das previsões originais do OM. Ao final do ano, o balanço de pagamentos registrou um déficit de US\$ 3,2 bilhões⁶⁶⁰ e as reservas internacionais recuaram cerca US\$ 2,2 bilhões.

O mesmo não ocorreu com a expansão dos meios de pagamento e com o nível de inflação. A primeira superou os 72,9% e o segundo os 77,2% (IGP-DI). Por um lado, a

⁶⁵⁷ Buscando incentivar os mutuários de financiamentos internacionais a contratarem empréstimos de maior maturidade (mesmo que estivessem dispostos a quitá-los no curto prazo), o BCB passara a permitir que os tomadores realizassem depósitos em moedas estrangeiras nos bancos autorizados a operar em câmbio (em junho de 1977). Ao fazerem-no, a autoridade monetária se comprometia a ajustar os valores em moeda nacional das contas (em proporção à desvalorização cambial) e a remunerar os recursos às taxas de juros contratadas nas respectivas operações realizadas com os credores estrangeiros.

⁶⁵⁸ Por meio da Resolução nº 588, de 7 e dezembro de 1979.

⁶⁵⁹ Por meio da Resolução nº 586, de 7 de dezembro de 1979.

⁶⁶⁰ Cabe registrar que o resultado foi fortemente influenciado pelo déficit da balança comercial (US\$ 2,84 bilhões), liderado pelo aumento das despesas com petróleo.

política contracionista do primeiro semestre, com maior restrição ao crédito e cortes de despesas (orçamentárias e de estatais) não teve tempo de produzir os resultados perseguidos. Por outro, a mudança de orientação (a partir de agosto) transformou os objetivos em «letra morta».

Pressentia-se que a nova equipe de planejadores resolvera dilatar seu horizonte temporal de compromisso com as metas de estabilização. O período de demonstração de resultados já não seria o ano de 1979. Os meses que restavam passariam a ser utilizados como um interregno de ajustamentos. O crédito voltou a tornar-se mais farto, e as liberações para o custeio rural foram, de modo geral, abundantes. (...) A preocupação com o perfil da dívida interna levou as autoridades a praticar uma maciça aquisição de Letras do Tesouro Nacional. A dívida pública passou a exercer impacto expansionista sobre a base monetária, dando impulso ao crescimento dos meios de pagamento.

In («Panorama anual», 1980), p. 6.

O último grande ato do governo no ano foi a sanção da Lei Orgânica dos Partidos⁶⁶¹, medida que pôs fim aos dois partidos existentes (Arena e MDB) e deu origem a novas organizações partidárias.

Figueiredo preocupava-se em conduzir os projetos relacionados à distensão desde o primeiro dia de governo e, juntamente com o tema Anistia, levava adiante o debate sobre o fim do modelo bipartidário. Na prática, a fragmentação dos partidos existentes tendia a beneficiar o regime, pois esperava-se que ela ocorresse com intensidade apenas no MDB – por abrigar políticos das mais diversas correntes ideológicas.

A Arena, que carregava um nome impopular, tratou de mudar de fachada, transformando-se no Partido Democrático Social (PDS). Os dirigentes do MDB tiveram a habilidade de acrescentar apenas a palavra “partido” à sua sigla; assim o MDB se converteu no Partido do Movimento Democrático Brasileiro (PMDB). Mas os tempos de uma oposição unida tinham passado. As suas diferentes tendências ficaram juntas

⁶⁶¹ Lei nº 6.767, de 20 de dezembro de 1979.

enquanto existia um inimigo comum todo-poderoso. À medida que o regime autoritário foi se abrindo, as diferenças ideológicas e pessoais começaram a emergir.

In (Fausto, 2006), p. 506.

5.2.7. 1980

O novo ano iniciou-se em meio a divergências públicas entre os titulares da Fazenda e do Planejamento. Preocupado com a balança comercial e diante do deslocamento das decisões de política econômica para a pasta de Delfim Netto, Rischbieter permitiu-se manifestar publicamente sobre as projeções de sua equipe para o déficit comercial⁶⁶², provocando a reação do ministro do Planejamento e levando à deterioração de uma relação que já apresentava problemas. Em meio à escalada da tensão, Rischbieter acabou por pedir exoneração⁶⁶³, vindo a ser substituído por Ernane Galvêas, então presidente do BCB.

Em sequência à saída do ex-ministro, Delfim Netto anunciou a prefixação das correções monetária e cambial (no ano), sendo a primeira fixada em 45% e a segunda em 40%. Seu objetivo era induzir os agentes a formarem expectativas mais baixas para a inflação, o que deveria ocorrer por meio: (i) da redução do custo do dinheiro, fruto do menor impacto da correção monetária; (ii) da maior capacidade de planejamento das empresas, visto que passariam a «saber de antemão» como se comportariam duas variáveis econômicas importantes; e (iii) do barateamento do crédito externo, consequência da diferença de magnitude entre as prefixações.

Paralelamente, o CMN afrouxou o modelo de retenção de créditos externos⁶⁶⁴, novamente ampliando os incentivos à captação no exterior. A medida⁶⁶⁵ reduziu o

⁶⁶² Os estudos projetavam que as importações brasileiras poderiam alcançar os US\$ 24,4 bilhões (US\$ 10,4 bilhões somente em petróleo), enquanto o Ministério do Planejamento fixara como meta exportações de US\$ 20 bilhões.

⁶⁶³ Em 15 de janeiro de 1980.

⁶⁶⁴ Previsto na Resolução nº 479, de 20 de junho de 1978, e modificado pela Resolução nº 497, de 22 de novembro de 1978.

⁶⁶⁵ Resolução nº 595, de 16 de janeiro de 1980.

percentual do contravalor em cruzeiros retido pela autoridade monetária⁶⁶⁶ e antecipou a liberação parcelada dos recursos⁶⁶⁷.

O Conselho também tornou a alterar as regras do recolhimento compulsório⁶⁶⁸ (janeiro), em linha a política de aperfeiçoamento da exigência. Estudos internos do BCB mostravam que os bancos buscavam concentrar seus recolhimentos no início dos períodos da exigência, de forma a assegurar o cumprimento da média o mais cedo possível e a dispor de recursos extras nos dias restantes (para livre negociação). A estratégia, embora legítima, criava uma variação intraperíodo relevante da oferta de liquidez, dificultando a atuação do BCB.

Para contornar o problema, o CMN distribuiu as instituições em dois grupos, de modo a que cada um correspondesse a (aproximadamente) 50% do total financeiro recolhido, e estabeleceu uma defasagem de uma semana entre os períodos de cálculo e de ajustamento dos mesmos. Dessa forma, enquanto o grupo A iniciava sua primeira semana de ajustamento (período em que concentraria os seus recolhimentos) o grupo B estaria entrando em sua segunda semana de cumprimento da obrigação.

O colegiado tornaria a alterar as regras do recolhimento compulsório em outubro, buscando pôr fim ao que seu presidente denominou «flutuações artificiais». A medida⁶⁶⁹ estabeleceu que a exigência incidisse sobre o saldo dos depósitos no último dia do mês caso este integrasse o período de cálculo e seu valor na data superasse o da média móvel do período.

O Orçamento Monetário foi aprovado no início de março, norteado por dois objetivos chave da política econômica: (i) reduzir a inflação para um patamar no entorno de 50% a.a.; e (ii) promover um reajuste progressivo no balanço de pagamentos, com equilíbrio relativo da balança comercial. A proposta do Conselho era atingir as duas metas sem

⁶⁶⁶ De 100% para 75%.

⁶⁶⁷ O cronograma da restituição dos valores (em três parcelas de 1/3 do total) passou a ter início após 60 dias, e não mais 150, tendo as parcelas restantes passado a ficar disponíveis após 30 e 60 dias da primeira liberação.

⁶⁶⁸ Resolução nº 594, de 16 de janeiro de 1980.

⁶⁶⁹ Resolução nº 648, de 22 de outubro de 1980.

comprometer o ritmo de crescimento do produto real, evitando «pressões sociais politicamente indesejáveis».

A programação compreendeu uma expansão anual de 50% para os meios de pagamento, e amparou-se em premissas como: (i) o resultado conjunto positivo da execução orçamentária com as operações da dívida pública; (ii) o crescimento de 45% do estoque de crédito oferecido pelos bancos; e (iii) as prefixações do câmbio e da correção monetária. Cabe registrar que os limites para a ampliação das operações ativas das instituições tornar-se-iam normativos em abril⁶⁷⁰, sendo preservados os tetos originais (do OM) e apresentadas as respectivas exceções à regra.

Preocupado em equilibrar a balança comercial e em reverter a tendência inflacionária⁶⁷¹ (iniciada no segundo semestre de 1979), o governo decidiu, promover mudanças tributárias em abril⁶⁷². Com elas, os fechamentos de contrato de câmbio referentes às importações passaram a ser tributados temporariamente em 15%⁶⁷³, e diversas formas de concessão de crédito foram submetidas à majoração das alíquotas do IOF. De acordo com Galvêas, os recursos arrecadados constituiriam uma «reserva monetária, permanecendo congelados no Banco Central» e reforçando o cumprimento dos objetivos fixados no OM⁶⁷⁴.

Entretanto, as projeções oficiais seriam frustradas em pouco tempo. No fim de junho os meios de pagamento já registravam uma expansão superior a 31% e a inflação acumulada no ano aproximava-se dos 41%. Na prática, o comportamento dos preços fora influenciado pelo impacto dos cortes de subsídios, pela maxidesvalorização da moeda, e pela manutenção (ao longo de todo o semestre) de um custo internacional médio do petróleo superior a US\$ 35,00/barril. Além disso, como pontua (HERMANN, 2011b), «as correções salariais mais frequentes, aliadas à prática generalizada da

⁶⁷⁰ Por meio da Resolução nº 605, de 2 de abril de 1980, e da Circular nº 519, de 9 de abril de 1980.

⁶⁷¹ A inflação acumulada dos primeiros três meses do ano atingira 17,98% (IGP-DI).

⁶⁷² Por meio do Decreto-lei nº 1.783 e da Resolução nº 610, ambos de 18 de abril de 1980.

⁶⁷³ A alíquota de 15% vigoraria até 31 de agosto de 1980, sendo reduzida em seguida para 10%.

⁶⁷⁴ Trechos da nota à imprensa do Ministério da Fazenda retirados de («IOF incide sobre mercado futuro e câmbio», 1980).

indexação de contratos, tornaram-se fatores realimentadores do processo inflacionário e da chamada “inflação inercial”».

Sem sucesso no combate à inflação, Delfim Netto optou por alterar o recém-instituído sistema de reajuste salarial. De acordo com o ministro, o modelo em vigor elevaria o desemprego, pois incapacitava as empresas de repor as perdas dos melhores salários. A tese acabou transformada em projeto de lei e, após polêmicas e alterações, foi aprovada por decurso de prazo no Congresso⁶⁷⁵.

Mas os reveses do primeiro semestre não se limitaram à questão dos preços, alcançando também as contas externas. Por um lado, as receitas com as exportações foram mais que compensadas pelas despesas com as importações⁶⁷⁶. Por outro, a elevação das taxas de juros nos EUA⁶⁷⁷ provocou um forte impacto no custo da dívida externa. Finalmente, o volume de recursos ingressado no país foi insuficiente para compensar o déficit em transações correntes, ampliando a perda de reservas internacionais.

Cabe registrar que o aumento da inflação corroera os ganhos de competitividade obtidos com a maxidesvalorização⁶⁷⁸. Além disso, a evolução da crise do petróleo ampliara largamente o custo das compras no exterior.

Em contraste com o que se seguiu ao primeiro choque do petróleo, em meados de 1980 foram sentidos os primeiros sinais de escassez de financiamento externo. A dificuldade de renovação de empréstimos evidenciava que já não havia disposição dos credores internacionais para financiar um ajuste sem pesados custos internos no curto prazo. Na medida em que a comunidade financeira internacional perdia confiança nos benefícios para as contas externas que adviriam das políticas expansionistas adotadas a partir de

⁶⁷⁵ A nova lei preservou os reajustes semestrais automáticos para os trabalhadores com renda de até 15 salários mínimos, mas alterou a situação daqueles com vencimentos mais elevados, estabelecendo tratamento diferenciado para a situação daqueles com renda entre 15 e 20 salários mínimos e acima de 20 salários mínimos. Com a mudança, a parcela correspondente à faixa entre 15 e 20 salários mínimos receberia um reajuste correspondente a 50% da variação do INPC, já a excedente aos 20 salários mínimos seria objeto de negociação entre empregado e empregador.

⁶⁷⁶ De janeiro a junho de 1980 as exportações totalizaram US\$ 9,19 bilhões, enquanto as importações alcançaram US\$ 11,23 bilhões. Números do Banco Central do Brasil.

⁶⁷⁷ A *prime rate* atingiu o pico de 20% a.a. em abril.

⁶⁷⁸ Resultado do aumento da diferença entre os preços praticados no Brasil e nos EUA, que se dava em ritmo mais forte que o das minidesvalorizações cambiais realizadas pelo governo.

1979 pelo ministro Antônio Delfim Netto, tornava-se mais difícil obter recursos externos novos para cobrir o desequilíbrio do balanço de pagamentos.

In (Carneiro & Modiano, 2014), p. 263.

A combinação entre o desequilíbrio no balanço de pagamentos, as dificuldades para captar recursos estrangeiros, e a elevação do custo das operações, conduziu à revisão da estratégia de financiamento da expansão da economia. Em linha com o discurso de posse de Figueiredo, Delfim Netto anunciou em novembro que o governo se empenharia para elevar a poupança interna⁶⁷⁹, adotando, entre outras medidas: (i) o fim das prefixações da correção monetária e da atualização cambial; (ii) a instituição de uma política de liberação de preços, por meio do CIP; e (iii) a flexibilização das taxas de juros.

Com as mudanças, a correção monetária passou a basear-se na variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC)⁶⁸⁰, tornando a poupança mais atraente e desviando parte dos recursos destinados ao consumo; a atualização cambial voltou a ser feita com base na diferença entre a inflação interna e a externa, evitando a perda da competitividade dos produtos nacionais; e os preços foram paulatinamente liberados, buscando restabelecer o patamar de lucro das empresas e ampliar seus níveis de poupança.

(...) é óbvio que o ministro Delfim Netto não incorreria no equívoco tão primário de achar que a falta de crédito externo poderia ser compensada com poupança interna. As únicas formas de obter os dólares necessários seriam com superávits comerciais ou novos empréstimos. Para obter superávits comerciais crescentes era necessária 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

⁶⁷⁹ Em um ou dois pontos percentuais do PIB.

⁶⁸⁰ A mudança só entrou em vigor em janeiro de 1981.

medidas que encareceram o dinheiro internamente, tornando-o mais caro que o obtido no mercado internacional.

In (GOLDENSTEIN, 1985).

O processo de descompressão dos juros teve início imediatamente após o anúncio das medidas, tendo o CMN autorizado o livre estabelecimento das taxas das financeiras e concedido reajustes limitados aos bancos comerciais e de desenvolvimento⁶⁸¹. No mês seguinte, o CMN aprovou o Orçamento Monetário de 1981.

A programação do novo OM incluiu expansões de 50% para os meios de pagamento e para o estoque de crédito das instituições financeiras, além de um aumento de 131,5% das operações de financiamento ao setor exportador⁶⁸². Cabe registrar que a expansão nominal do crédito ficara muito aquém da inflação estimada pelo ministro da Fazenda (entre 90% e 95%)⁶⁸³ para o ano seguinte, o que sinalizava, na prática, uma maior escassez de recursos e a ampliação da pressão sobre as taxas de juros.

Juntamente com o OM, o Conselho aprovou a fixação de limites para a oferta de cheques-especiais às pessoas físicas⁶⁸⁴, determinou a elevação do percentual mínimo das operações de crédito direcionadas às pessoas físicas e às empresas controladas por capitais privados nacionais⁶⁸⁵ (para 70%), limitou a concessão de empréstimos às

⁶⁸¹ Resolução nº 651, de 12 de novembro de 1980. No caso dos bancos comerciais, a medida autorizou as instituições a ampliar o custo de suas operações ativas até o patamar vigente antes da imposição do redutor de 10% (imposto em agosto de 1979). Já no caso dos bancos de investimento, a mudança permitiu que as taxas fossem elevadas em linha com a variação da ORTN e acrescidas de um spread fixo de 0,3% ao mês.

⁶⁸² Dos quais 80% por parte do Banco do Brasil e 234,7% por parte dos bancos comerciais.

⁶⁸³ De acordo com («CMN quer reduzir inflação em 20%», 1980), o ministro da Fazenda declarou que a principal consequência das medidas adotadas pelo CMN seria uma redução entre 15 e 20 pontos percentuais em relação à inflação observada em 1980 (prevista para 110%).

⁶⁸⁴ Decisão convertida na Resolução nº 670, de 17 de dezembro de 1980. Com a mudança, as operações de crédito destinadas à cobertura de saldos devedores em conta corrente foram limitadas a Cr\$ 50 mil. Porém, o CMN autorizou a renovação dos contratos existentes nos termos vigentes (mesmo que superiores ao limite) por uma única vez.

⁶⁸⁵ Decisão convertida na Resolução nº 656, de 17 de dezembro de 1980. O percentual mínimo fora fixado originalmente em 50% pela Resolução nº 53, de 11 de maio de 1967, mantido no mesmo patamar pela Resolução nº 521, de 14 de março de 1979, e aumentado para 60% pela Resolução nº 623, de 25 de junho de 1980.

estatais⁶⁸⁶, e promoveu mais uma mudança na política dos recolhimentos compulsórios – com o objetivo de favorecer as instituições de pequeno e médio porte⁶⁸⁷.

O BCB chegara à conclusão de que a exigência em vigor prejudicava as instituições de menor envergadura, pois essas costumavam trabalhar com encaixes voluntários proporcionalmente mais expressivos e estavam sujeitas às restrições inerentes ao seu tamanho⁶⁸⁸. Assim, preservadas as diferenças regionais, as alíquotas fixadas passaram a contemplar o porte dos bancos atingidos⁶⁸⁹.

O Conselho tornou a reunir-se no último dia do ano, em caráter extraordinário, para alterar a incidência IOF sobre as operações de câmbio ligadas à importação. A mudança ampliou a alíquota, de 15% para 25%, e pôs fim à isenção (então vigente) sobre as aquisições realizadas a partir da Zona Franca de Manaus (que passou a estar sujeita a uma alíquota de 15%)⁶⁹⁰. A ação teve por objetivos elevar o custo das importações e ampliar a arrecadação.

No que tange ao controle das despesas públicas, no sentido amplo, a nova política econômica estabeleceu em dezembro de 1980: (i) a limitação do crescimento nominal dos investimentos das empresas estatais em 66%; (ii) a centralização pelo Tesouro da administração dos recursos orçamentários dos órgãos da administração direta; e (iii) o controle semanal do saldo das contas dos diferentes órgãos governamentais pela Comissão de Programação Financeira do Ministério da Fazenda. A arrecadação do governo seria beneficiada pela elevação da carga tributária, através do artifício da correção das faixas do imposto de renda em 55%, ou seja, abaixo da inflação e da elevação do imposto sobre operações financeira (IOF) de 15% para 25% nas operações

⁶⁸⁶ Por meio da Resolução nº 668, de 17 de dezembro de 1980. A medida condicionou a realização ou a renovação de operações ativas com as empresas à expressa autorização da Secretaria de Planejamento da Presidência da República.

⁶⁸⁷ O critério para estabelecer quais instituições seriam consideradas de pequeno ou de médio porte teve por base a média dos empréstimos totais de cada instituição, sendo fixado pela Circular nº 589, de 17 de dezembro de 1980.

⁶⁸⁸ Menores dotações nas linhas de redesconto, insuficiência de dotações para participar de alguns tipos de operação, inviabilização prática de certas liberações de depósitos compulsórios etc.

⁶⁸⁹ As novas taxas foram as seguintes: (i) regiões Centro-Oeste, Sudeste e Sul - bancos grandes (35%), médios (30%) e pequenos (25%); (ii) regiões Nordeste e Norte - bancos grandes (18%), médios (15%) e pequenos (13%). De acordo com (DOB-DPNC, 1981), p. 91, o resultado da mudança no percentual total dos depósitos recolhido foi uma redução de 32,33% para 31,62%.

⁶⁹⁰ Decisão convertida na Resolução nº 672, de 31 de dezembro de 1980.

de câmbio para importação, além da criação do IOF de 15% para as importações da Zona Franca de Manaus. Em contrapartida, o incentivo fiscal do crédito-prêmio para a exportação de manufaturados, que havia sido extinto com a desvalorização cambial de dezembro de 1979, foi restabelecido.»

In (Carneiro & Modiano, 2014) , p. 265.

Os receios de Rischbieter acabaram por materializar-se, embora em menor magnitude que a projetada por sua equipe. O saldo da balança comercial ficou negativo em mais de US\$ 2,82 bilhões, contribuindo para um déficit superior a US\$ 3,47 bilhões no balanço de pagamentos, e as reservas internacionais recuaram para US\$ 6,9 bilhões, apesar de o endividamento externo ter saltado para US\$ 64 bilhões⁶⁹¹. Adicionalmente, tanto a expansão dos meios de pagamento quanto a variação anual dos preços superaram em muito os objetivos fixados no OM, atingindo 77,4% e 110,23% (IGP-DI), respectivamente, e a economia apresentou sua segunda maior taxa de crescimento desde o fim do Milagre Econômico (9,23%).

Se no tocante às contas externas a situação se agravava, no âmbito político a «distensão» dera mais um passo, com o restabelecimento das eleições diretas para governador e a extinção da figura do senador «biônico» (sendo preservados os mandatos ainda vigentes)⁶⁹². Dessa vez, entretanto, o governo tivera o seu protagonismo ameaçado. Necessitava submeter a matéria ao Congresso antes do previsto para evitar um projeto alternativo.

5.2.8. 1981

A necessidade de equilibrar as contas externas condicionou a política monetária em 1981. Por um lado, a estratégia de restringir e encarecer o crédito doméstico buscou estimular as captações no exterior, visando assegurar o financiamento dos déficits em transações correntes. Por outro, as mesmas ações tiveram por fim a redução da

⁶⁹¹ Ao final de 1979 as reservas internacionais e o endividamento externo eram de US\$ 9,7 bilhões e de US\$ 55,8 bilhões, respectivamente.

⁶⁹² Por meio da Emenda Constitucional nº 15, de 19 de novembro de 1980.

absorção interna, desacelerando a inflação e, principalmente, incentivando uma melhora dos resultados da balança comercial, tanto por meio do recuo das importações como pela geração de excedentes exportáveis.

A atuação fora sinalizada ao final de 1980, com a programação de uma maior restrição ao crédito no OM e com a flexibilização das taxas de juros (anunciada na revisão de novembro).

Já nos primeiros dias do ano o BCB limitou em 5% a expansão dos empréstimos concedidos pelos bancos comerciais e de investimentos no primeiro trimestre, medida que se somou às demais restrições previstas no OM, como os tetos periódicos para o crescimento das operações ativas do Banco do Brasil⁶⁹³. Os objetivos da autoridade monetária eram dois: (i) evitar uma expansão exagerada dos empréstimos nos três primeiros meses, visando assegurar um maior controle sobre a evolução das operações no ano; e, o principal⁶⁹⁴, (ii) estimular as instituições e as demais empresas a captarem recursos no mercado externo, uma vez que a medida só alcançava as operações domésticas.

Poucas semanas após a decisão, o CMN tomou duas novas iniciativas: (i) determinou que os bancos comerciais e de investimento passassem a praticar taxas de mercado em suas operações ativas⁶⁹⁵, pondo fim à política de combate à inflação por meio da redução do custo do dinheiro; e (ii) autorizou as empresas de leasing a realizarem depósitos em moeda estrangeira no Banco Central⁶⁹⁶, criando mais um incentivo à captação de recursos no exterior.

O objetivo agora era a redução da absorção interna, de modo a gerar excedentes exportáveis. Na nova estratégia, a política monetária ganhava o centro da cena, e a manutenção de juros reais elevados era sua principal via de atuação. Os juros altos

⁶⁹³ Fixados em 4% e em 15% para os primeiros trimestre e semestre, respectivamente.

⁶⁹⁴ De acordo com («Os 5% explicados», 1981), o ministro da Fazenda chegou a afirmar que a medida tinha por objetivo «criar estímulos para que os bancos *buscassem mais recursos no exterior para financiar operações no mercado interno*».

⁶⁹⁵ Resolução nº 673, de 21 de janeiro de 1981. A medida deixou de fora as operações típicas de crédito rural, as realizadas mediante repasses de recursos externos, as refinanciadas com recursos de instituições financeiras oficiais e as demais sujeitas a regulação específica.

⁶⁹⁶ Resolução nº 678, de 22 de janeiro de 1981.

atuariam duplamente sobre o BP: reduzindo o déficit em conta corrente, através da redução da absorção interna, e, ao “empurrarem” as empresas (inclusive as estatais) para o mercado internacional, em busca de juros menores, atrairiam capital estrangeiro para financiar aquele déficit, que, reconhecidamente, não seria eliminado a curto prazo.

In (Hermann, 2011), p. 90.

A limitação da expansão do crédito foi renovada no mês de março, tendo o BCB fixado em 9,52% o limite para o crescimento das operações no segundo trimestre. Combinada com o anúncio do início do ano, a restrição acumulada no primeiro semestre totalizaria 15%, a mesma programada para o Banco do Brasil (ante os 45,2% da inflação acumulada entre janeiro a junho).

Além da adoção das medidas mencionadas, as emissões primárias de títulos públicos e as operações de mercado aberto passaram a ser empregadas de forma mais contundente na absorção de liquidez do sistema. Entre janeiro e maio de 1981 o volume líquido de recursos retirados de circulação por meio dessas operações alcançou Cr\$ 242,4 bilhões⁶⁹⁷ (56% a mais que o total de todo o ano anterior⁶⁹⁸), contribuindo para uma expansão de apenas 6,5% dos meios de pagamento no período (contra 20,6% em maio de 1980). Este número alcançaria os Cr\$ 551,6 bilhões ao final do ano⁶⁹⁹.

No tocante ao comércio exterior, (GOLDENSTEIN, 1985) registra que «uma série de medidas foram tomadas visando inibir as importações», entre elas: (i) a imposição do teto de 750 mil barris/dia nas importações de petróleo; (ii) a fixação de limites para as compras das estatais no exterior; e (iii) a determinação que as empresas privadas, com exceções, restringissem o valor de suas importações aos totais de 1980.

As medidas restritivas produziram algum nível de desaceleração da taxa de inflação e provocaram um forte processo recessivo. O setor industrial foi o mais atingido⁷⁰⁰, mas o desaquecimento da atividade alcançou outros segmentos, como o comércio e os

⁶⁹⁷ Ver («Política Monetária», 1981a), p. 48.

⁶⁹⁸ Cr\$ 155,3 bilhões. Ver («Política Monetária», 1981b), p. 17.

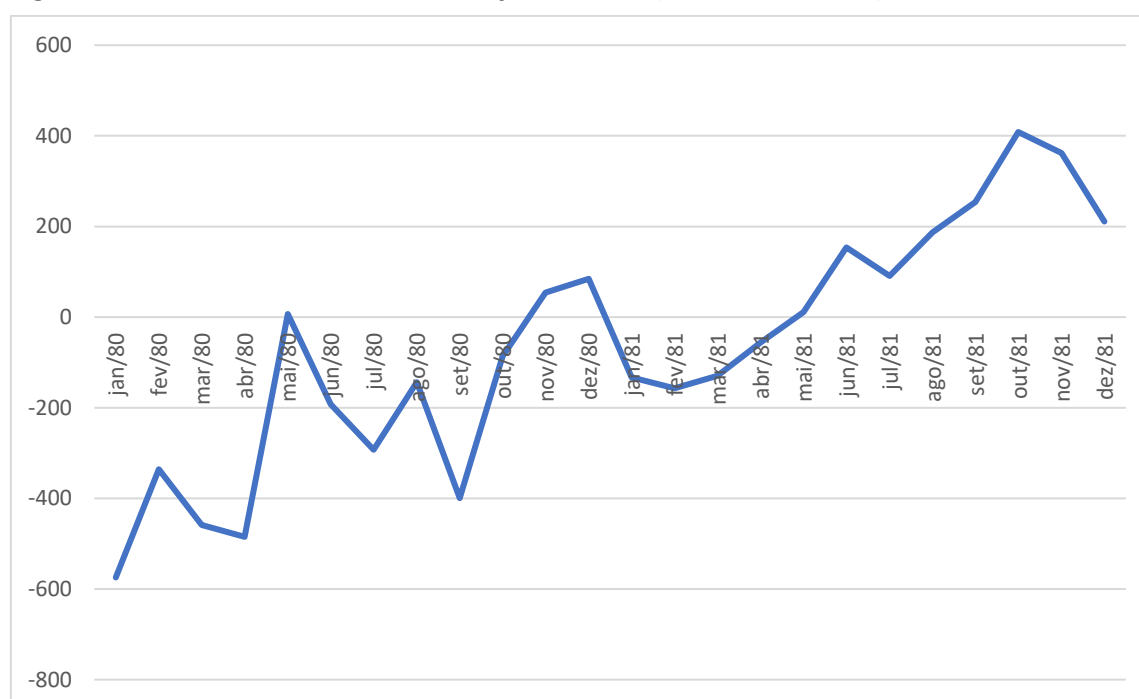
⁶⁹⁹ Ver («Política Monetária», 1982), p. 18.

⁷⁰⁰ Vindo a registrar uma queda anual de 8,84% na produção e um declínio de 84% para 74% na utilização da capacidade instalada.

serviços. A taxa oficial de desemprego saltou de 5,4% para 8,4% em poucos meses⁷⁰¹, o consumo e o investimento recuaram, e o governo preservou sua política de redução de gastos, restando somente as exportações líquidas como saída para a retração.

Mesmo sem compensar o recuo da economia, a balança comercial passou a registrar saldos positivos (quase) crescentes a partir de maio, fruto da expansão das receitas com as exportações e do recuo relativo das despesas com as importações⁷⁰². A mudança possibilitou a obtenção do primeiro superávit anual desde 1977⁷⁰³ e, combinada com o aumento do fluxo líquido de empréstimos e financiamentos externos⁷⁰⁴, permitiu que o balanço de pagamentos registrasse seu primeiro saldo positivo em um período de três anos⁷⁰⁵.

Figura 18 - Resultados mensais da balança comercial (FOB/US\$ milhões)



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil

⁷⁰¹ De dezembro de 1980 a maio de 1981. Números obtidos no Sistema Gerenciador de Séries (SGS) do Banco Central do Brasil.

⁷⁰² Em relação aos valores mensais do ano anterior.

⁷⁰³ US\$ 1,2 bilhão.

⁷⁰⁴ De US\$ 7,2 bilhões (1980) para US\$ 11,7 bilhões (1981).

⁷⁰⁵ US\$ 624,7 milhões.

A política restritiva seria mantida no restante do ano, a despeito da deterioração da atividade econômica. O PIB acabaria por recuar 4,3% (a maior contração registrada até então) e o resultado só não seria pior devido ao bom desempenho do setor agropecuário – que cresceria 7,97%. Mesmo assim a inflação recuaria modestos 15 pontos percentuais, ficando em linha com as previsões de Galvêas e alcançando os 95,2% (IGP-DI).

Os ganhos imediatos foram relativamente modestos: a inflação caiu de 121% para 94% em 1981⁷⁰⁶; a balança comercial apresentou moderado superávit. O efeito básico da recessão foi o de gerar novo fluxo de capital dos bancos comerciais, aumentando a dívida do país⁷⁰⁷. Ao invés de reconhecer a necessidade de mudanças mais fundamentais, e implementá-las, o principal objetivo da estabilização de Delfim Netto era manter a credibilidade externa e a liquidez.

In (Fishlow, 1986), p. 535.

Em linha com a estratégia adotada ao longo do ano, o CMN aprovou duas novas resoluções no início de dezembro⁷⁰⁸. A primeira reduziu de 180 para 90 dias o prazo mínimo para o repasse dos recursos das captações externas, reduzindo o risco cambial das operações⁷⁰⁹ e estimulando o setor privado a demandar mais crédito no exterior. A segunda estabeleceu um conjunto de punições⁷¹⁰ para os bancos comerciais que excedessem os limites fixados para as suas operações ativas.

⁷⁰⁶ Fishlow provavelmente refere-se ao Índice de Preços por Atacado – Disponibilidade Interna. As variações do IPA-DI em 1980 e em 1981 foram de 121,35% e de 94,29%, respectivamente.

⁷⁰⁷ O endividamento externo aproximou-se dos US\$ 74 bilhões.

⁷⁰⁸ Resoluções nºs 710 e 711, de 4 de dezembro de 1981.

⁷⁰⁹ Como previa-se que a apreciação do dólar acompanhasse a evolução da correção monetária e como os índices desta última eram divulgados com dois meses de antecedência, seria possível a estruturação de operações com um risco cambial reduzido.

⁷¹⁰ Foram estabelecidas as seguintes penalidades: (i) o impedimento, por dois períodos de movimentação, de compor uma parcela do recolhimento compulsório com títulos públicos; (ii) a obrigação, também por dois períodos de movimentação, de manter na conta «Reservas Bancárias» um saldo mínimo diário nunca inferior ao exigível informado para o período; e (iii) a sujeição à cobrança de uma multa incidente sobre o valor do excesso apurado, pelo prazo de trinta dias, à mesma taxa em vigor para a pena pecuniária devida por desenquadramento nos recolhimentos compulsórios. Cabe registrar que até a publicação desse normativo (Resolução nº 711) os bancos eram apenas advertidos pelo BCB.

Dias mais tarde⁷¹¹, o Conselho tornou a reunir-se para aprovar o Orçamento Monetário do ano seguinte, tal como fizera ao final de 1980.

A política monetária será executada, no período, procurando assegurar a evolução da liquidez real de forma compatível com os objetivos de manter o declínio da inflação e de assegurar superávits crescentes na balança comercial. Não deverá, entretanto, ser restritiva a ponto de funcionar como fator autônomo de desaceleração da atividade econômica.

In (CMN, 1981), p. 6.

O documento preservou as linhas básicas do OM anterior, mas dedicou uma maior atenção ao crescimento da economia. Por um lado, a programação voltou a amparar-se em uma expansão anual de 50% para os meios de pagamento. Por outro, o colegiado estabeleceu uma taxa crescimento de 60% para os empréstimos do Banco do Brasil⁷¹². Finalmente, o Conselho fixou tetos mais amplos que os de 1981 para a expansão das operações ativas das demais instituições financeiras, formalizados em duas novas Resoluções do CMN.

A primeira⁷¹³ limitou a expansão bruta das aplicações ativas dos bancos de investimento e das sociedades de arrendamento mercantil a 60%, e autorizou um crescimento de 80% das concessões de crédito das financeiras. A segunda⁷¹⁴ estabeleceu limites diferenciados para os bancos comerciais, de acordo com o porte e com a autorização para operar com câmbio⁷¹⁵. Caberia ao BCB formalizar ao final de cada trimestre os limites a serem observados pelas instituições nos três meses seguintes⁷¹⁶, ficando essas sujeitas a uma série de punições em caso de inobservância dos novos tetos.

⁷¹¹ Em 21 de dezembro de 1981.

⁷¹² O documento pontuou a existência de uma «margem relativamente maior de expansão para os investimentos rurais, comércio e indústria».

⁷¹³ Resolução nº 717, de 22 de dezembro de 1981.

⁷¹⁴ Resolução nº 718, de 22 de dezembro de 1981.

⁷¹⁵ Os limites para a expansão das operações ativas dos bancos comerciais foram fixados da seguinte forma: (i) 70% para as instituições de pequeno e médio porte não autorizadas a operar em câmbio; (ii) 60% para os bancos pequenos com carteira de câmbio; e (iii) 50% para os demais.

⁷¹⁶ Sob a forma de Cartas-Circulares. Os limites para o 1º trimestre de 1982 foram fixados pelas Cartas-Circulares nºs 700 e 701, de 29 de dezembro de 1982. Os dos demais trimestres do ano foram fixados pelas Cartas-Circulares nºs 732 e 733, de 18 de março de 1982, pelas Cartas-Circulares nºs 768 e 769, de

5.2.9. 1982

Preservada a política restritiva, o foco do governo manteve-se direcionado para o balanço de pagamentos. Os resultados de 1981 estavam longe de reduzir a exposição externa do país, que seguia elevada em função do endividamento e da conjuntura internacional adversa. Entretanto, dado o impacto da retração econômica do ano anterior, algumas concessões seriam feitas ao mercado doméstico.

Preocupado com os setores mais atingidos da economia, entre eles o industrial⁷¹⁷, o CMN decidiu estimular o consumo final de produtos por meio do afrouxamento das condições da oferta de crédito direto. Para isso, o Conselho publicou duas medidas em abril direcionadas exclusivamente às financeiras⁷¹⁸. A primeira extinguiu o limite de expansão das operações de crédito direto ao consumidor (CDC), e a segunda alterou a o cálculo do IOF das operações, excluindo encargos de sua base e fixando novas alíquotas para o imposto⁷¹⁹.

A extinção do limite, originalmente restrita às operações de CDC, acabou por ser estendida em junho às demais operações de crédito pessoal das financeiras, tendo sido reduzido, entretanto, o valor máximo de cada operação (de 200 ORTN para 50 ORTN)⁷²⁰. Na prática, a medida pôs fim ao teto da expansão de crédito dessas instituições (80%), previsto na Resolução nº 717 de dezembro.

Também em junho, e em linha com a política de aperfeiçoamento dos recolhimentos compulsórios, o CMN tornou a alterar a sistemática de cálculo da média móvel dos depósitos sujeitos à exigência e estabeleceu (com restrições) uma maior flexibilidade no cumprimento da obrigação⁷²¹.

17 de junho de 1982 (a primeira fixou limites para o 3º e para 4º trimestres – bancos de investimento e sociedades de arrendamento mercantil), e pela Carta-Circular nº 803, de 17 de setembro de 1982.

⁷¹⁷ A contração da atividade industrial em 1981 superara os 8,8%.

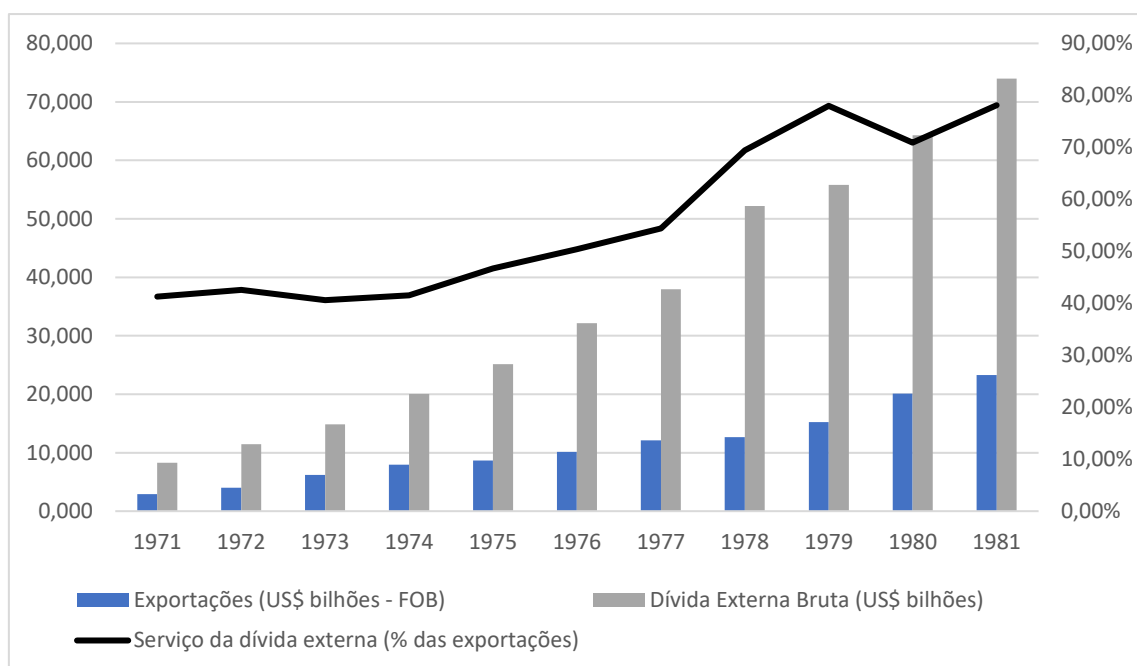
⁷¹⁸ Resoluções nºs 730 e 731, de 28 de abril de 1982.

⁷¹⁹ Em 0,3% a.m., observada a alíquota máxima de 3,6% nas operações com prazo igual ou superior a 12 meses.

⁷²⁰ Resolução nº 745, de 30 de junho de 1982.

⁷²¹ Resolução nº 727, de 24 de março de 1982. A alteração possibilitou que ao final de cada período de ajustamento, a média dos saldos da conta Reservas Bancárias pudesse ser inferior ao exigível em até 2%, desde que fosse compensada por excesso de igual magnitude no período anterior ou no período seguinte,

Figura 19 - Exportações e endividamento externo



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil

Entretanto, a situação das contas externas tornara a se deteriorar no primeiro semestre, comprometendo a já excessivamente exposta economia brasileira. Por um lado, as receitas com as exportações haviam recuado⁷²², mais que neutralizando a queda das despesas com as importações. Por outro, tropas argentinas haviam invadido as ilhas Malvinas (território do Reino Unido), dando origem a uma guerra no Atlântico Sul⁷²³ e fazendo escassear ainda mais a oferta de crédito estrangeiro.

Confrontado com a piora do cenário, e diante de uma necessidade crescente de recursos estrangeiros, o CMN decidiu⁷²⁴ pôr fim às restrições de saque impostas⁷²⁵ aos depósitos

e prevalecendo a restrição de que cada excesso só poderia ser utilizado uma única vez, de forma parcial ou integral.

⁷²² Segundo (GOLDENSTEIN, 1985), vários fatores contribuíram para o recuo, entre eles: (i) as boas produções de grãos (soja e milho) e de laranja nos EUA; (ii) «a quebra do preço internacional do açúcar, devido à concorrência do xarope de milho» rico em frutose «e à boa safra de beterraba na União Soviética»; (iii) o «crescente protecionismo dos outros países, todos tentando obter melhores saldos comerciais»; e (iv) a queda dos preços das commodities, também influenciados pela alta das taxas de juros.

⁷²³ A Guerra das Malvinas foi um conflito armado entre a Argentina e o Reino Unido pela soberania das ilhas Malvinas (Geórgia do Sul e Sandwich do Sul). O conflito teve início em 2 de abril de 1982, com a invasão e a ocupação das Malvinas pelas forças armadas argentinas e foi encerrado em 14 de junho do mesmo ano, com a vitória britânica e com a manutenção dos territórios como colônias do Reino Unido.

⁷²⁴ Resolução nº 741, de 16 de junho de 1982.

⁷²⁵ Pela Resolução nº 588, de 8 de dezembro de 1979.

em moeda estrangeira realizados na forma da Resolução nº 432⁷²⁶. A mudança, entretanto, alcançou apenas as operações novas, pois o Conselho temia uma expansão excessiva dos meios de pagamento – decorrente da liberação dos depósitos existentes.

Contudo, as condições da oferta de crédito no mercado internacional agravar-se-iam rapidamente, tornando-se dramáticas para o Brasil a partir de agosto, em função da moratória do México.

Ao suspender temporariamente seus pagamentos, o país da América do Norte praticamente pôs fim à oferta de recursos ao Brasil, tornando inócuas as iniciativas de estímulo à captação. (BACHA, 1988) registra que a contração das linhas externas de crédito de curto prazo rapidamente levou ao esgotamento das reservas internacionais, tendo-se evitado uma moratória graças à obtenção de empréstimos-ponte⁷²⁷ concedidos pelo Tesouro do EUA, pelo Banco de Compensações Internacionais (BIS) e por um grupo de grandes bancos norte-americanos.

Com a moratória do México e o duplo choque dos aumentos das taxas de juros e do preço do petróleo, houve o fim abrupto do modelo de crescimento financiado por endividamento externo. É importante lembrar que o Brasil, à época, importava 80% do petróleo que consumia. Por isso, não havia outra opção a não ser fazer um ajuste duro, de caráter recessivo.

Declaração de Carlos Langoni, ex-presidente do Banco Central, in (BCB, 2019a), p. 95.

Essa nova realidade trouxe consequências severas para a economia brasileira, aprofundando políticas preexistentes e impondo outras novas, já sob a orientação de organismos internacionais. Àquela altura, entretanto, o agravamento da situação confrontava-se com o contexto político-eleitoral (devido às eleições gerais de novembro)⁷²⁸, e mesmo diante do crescimento dos rumores de que o país preparava um

⁷²⁶ A Resolução nº 432, de 23 de junho de 1977, permitia aos tomadores de empréstimos externos a realização de depósitos em moedas estrangeiras nos bancos autorizados a operar em câmbio (dentro de limites fixados pelo BCB). Ao fazerem-no, o BCB se comprometia a ajustar os valores em moeda nacional das contas (em proporção à desvalorização cambial) e a remunerar os recursos às taxas de juros contratadas nas respectivas operações realizadas com os credores estrangeiros.

⁷²⁷ De US\$ 5,5 bilhões.

⁷²⁸ As eleições gerais de 1982 estavam marcadas para 15 de novembro, elegendo governadores, senadores, deputados federais e deputados estaduais.

pedido de socorro externo (FMI), o reconhecimento público dessa necessidade ainda levaria algum tempo para ocorrer.

Mas os problemas não se restringiam à exposição externa. A inflação também tornara a acelerar.

De janeiro a julho de 1982 o IGP-DI acumulara uma variação de 56%, levando as autoridades a recearem um repasse da inflação futura (esperada) para o custo do dinheiro. Assim, buscando evitar tal possibilidade, o CMN alterou novamente as regras de formação das taxas, determinando que tanto as captações quanto as operações ativas das instituições passassem a adotar a correção monetária (pós-fixada) utilizada nas ORTN – decisão convertida em duas medidas do Conselho.

A primeira⁷²⁹ incidiu sobre as captações dos bancos comerciais, de investimento e de desenvolvimento, e estabeleceu que todos os novos depósitos a prazo fixo fossem remunerados com juros mais a correção monetária das ORTN. A segunda⁷³⁰ determinou que todas as operações ativas com prazo igual ou superior a seis meses e realizadas com recursos internos fossem remuneradas com base em uma taxa de juro livremente pactuada acrescida da correção monetária das ORTN. Esta última também pôs fim à liberdade de expansão das operações ativas das financeiras (instituída em junho), fixando um limite de 5% ao mês até o fim daquele ano.

O ferramental de combate à inflação foi reforçado em setembro, com a ampliação dos limites e da abrangência dos recolhimentos compulsórios. A mudança se deu por meio da assinatura de um Decreto-lei⁷³¹ e produziu efeitos mediante a publicação de dois novos normativos⁷³². O primeiro elevou o limite da exigência para 60% (de 40%) e acrescentou «outros títulos contábeis» à sua base potencial de incidência. Os dois últimos instituíram o recolhimento compulsório de 5% sobre os depósitos a prazo

⁷²⁹ Resolução nº 752, de 12 de agosto de 1982.

⁷³⁰ Resolução nº 753, de 12 de agosto de 1982.

⁷³¹ Decreto-Lei 1.959, de 14 de setembro de 1982.

⁷³² Resoluções nºs 761 e 762, ambas de 14 de setembro de 1982.

(bancos comerciais, de investimento e de desenvolvimento)⁷³³, e promoveram a elevação temporária⁷³⁴ da exigência sobre os depósitos à vista dos bancos comerciais (levando a faixa mais elevada da obrigação para 45%)⁷³⁵.

Apesar da severidade dos problemas enfrentados pela economia, o período eleitoral transcorreu dentro da normalidade e em meio à intensificação das conversas no exterior – especialmente com o Fundo Monetário Internacional.

As negociações com o FMI tinham o objetivo duplo de captar recursos para o país e de obter um «selo» de aprovação à condução da política econômica. Era preciso convencer a comunidade financeira internacional de que o Brasil não trilharia o caminho do México, e o aval do Fundo Monetário era o caminho mais curto para a negociação de um acordo com os bancos comerciais estrangeiros.

Sob forte influência das negociações com o Fundo, o CMN tornou a reunir-se em dezembro para traçar os rumos da economia em 1983. Esse encontro constituiria o primeiro passo rumo a uma série de mudanças de cunho cambial, fiscal e monetário.

No âmbito cambial, o Conselho instituiu uma nova política de desvalorização da moeda, desvinculando a atualização do cruzeiro da variação de outros índices e instituindo um modelo que, segundo as projeções oficiais, levaria a uma depreciação real de 12,7% ao final de 1983. O objetivo era estimular as exportações, procurando assegurar um superávit mínimo na balança comercial (US\$ 6 bilhões) e eliminar a incerteza quanto à possibilidade de uma nova maxidesvalorização.

Na esfera fiscal, o colegiado decidiu pela retirada acelerada dos subsídios oficiais (derivados de petróleo, trigo e outros) e por uma redução substancial dos resultados

⁷³³ Resolução nº 761, de 14 de setembro de 1982. A medida previa que os bancos passassem a recolher um valor correspondente a 15% do crescimento dos depósitos - até que o patamar de 5% fosse atingido. Tal recolhimento deveria ser efetuado exclusivamente em ORTN.

⁷³⁴ Válida até 31 de dezembro de 1982.

⁷³⁵ Resolução nº 762, de 14 de setembro de 1982. O percentual de 45% destinava-se aos bancos de grande porte. Os recolhimentos dos bancos pequenos e médios foram fixados em 36% e 40%, respectivamente. Tal como ocorrera com a exigência sobre os depósitos a prazo, o cumprimento se daria por meio de um recolhimento extraordinário sobre a expansão dos depósitos – a ser levado a cabo até os percentuais correspondentes ao porte do banco serem atingidos.

negativos das empresas estatais. Nesse caso, os objetivos eram reduzir o déficit público e reduzir a pressão sobre os mercados de crédito.

Com as mudanças, o CMN esperava criar as condições para o cumprimento de sua 1ª Carta de Intenções – a ser encaminhada ao FMI em janeiro do ano seguinte.

A anexa proposta do Orçamento Monetário para 1983, elaborada a partir das diretrizes básicas de política econômica definidas por este Conselho, em 25.10.82, ao aprovar a programação do setor externo, vem consolidar, na área monetária e creditícia, os pré-requisitos para se promover profundo ajuste na economia brasileira face à nova realidade econômica e financeira internacional.

In (CMN, 1982), p. 83.

Finalmente, o Conselho aprovou o OM de 1983, pontuando que «as políticas fiscal, monetária, cambial e salarial» estariam «voltadas, simultaneamente, para os objetivos de ajuste das contas externas e de substancial desaceleração do processo inflacionário». Os objetivos fixados compreendiam, entre outros, uma expansão de até 60% dos meios de pagamento e uma «redução substancial» da taxa de inflação «para 70% em 1983», números que amparavam-se no cumprimento das políticas fiscais previamente mencionadas e em uma projeção de 80% para a expansão global dos empréstimos do sistema financeiro.

Juntamente com o OM foram aprovadas diversas medidas de controle do crédito e de reforço à política restritiva. No tocante ao primeiro, o CMN optou por preservar a estratégia de fixar limites trimestrais para a expansão das operações ativas das instituições, alcançando os bancos comerciais⁷³⁶ e os bancos de investimento⁷³⁷. Já em relação ao segundo, o colegiado elevou os custos dos Empréstimos de Liquidez (bancos

⁷³⁶ Resolução nº 779, de 16 de dezembro de 1982.

⁷³⁷ Resolução nº 780, de 16 de dezembro de 1982.

de investimento e financeiras)⁷³⁸ e do redesconto comum⁷³⁹, além de tornar permanente o aumento «temporário» do recolhimento compulsório (instituído em setembro)⁷⁴⁰.

Impactado pelo agravamento das condições no exterior, o Brasil encerrou o ano com o maior déficit no balanço de pagamentos de todo o período militar, com um novo recorde no endividamento externo e com as reservas internacionais no patamar mais baixo desde 1971⁷⁴¹. Além disso, a inflação tornou a acelerar⁷⁴², e mesmo diante da retração da economia em 1981, a atividade econômica registrou uma expansão de meros 0,8% – em função do setor de serviços (os demais registraram retração)⁷⁴³.

5.2.10. 1983

A partir de 1983 a condução da política econômica brasileira passou a ser orientada por critérios de desempenho acordados com o FMI. O Brasil tivera êxito em suas negociações de empréstimos com o Fundo e com outras instituições estrangeiras. Entretanto, a entrega dos recursos fora escalonada, ficando a liberação condicionada ao aval do organismo internacional e, conseqüentemente, à apresentação de resultados pelo governo brasileiro.

Tanto os objetivos econômicos como as propostas para atingi-los passaram a ser formalizados ao Fundo por meio de Cartas de Intenção. No total, seriam quatro os

⁷³⁸ A Resolução nº 774, de 16 de dezembro de 1982, fixou um novo critério para o estabelecimento do custo dos Empréstimos de Liquidez para os bancos de investimento e para as financeiras, e alterou a periodicidade da atualização do valor da taxa vigente (que passou a ser semestral - em junho e em dezembro). De acordo com o normativo, o custo passou a ser a soma de um percentual da variação estimada do INPC (para o semestre civil subsequente) com uma taxa de juros. Dessa forma, as operações intralimite e extralimite passaram a custar, respectivamente, 90% e 100% da variação do INPC, acrescidas de juros de 10%. O valor final da taxa, contudo, poderia ser reduzido ou elevado em 3% em função do número de dias de utilização. A redução de três pontos percentuais ocorreria quando a parcela utilizada do crédito fosse liquidada, total ou parcialmente, até o trigésimo dia. Já a elevação de três pontos percentuais ocorreria quando a instituição utilizasse o crédito, parcial ou totalmente, por mais de 90 dias, consecutivos ou não, por período de 120 dias.

⁷³⁹ Resoluções nºs 774 e 775, de 16 de dezembro de 1982.

⁷⁴⁰ Resolução nº 781, de 16 de dezembro de 1982.

⁷⁴¹ Os saldos do balanço de pagamentos, do endividamento externo e das reservas internacionais ao final de 1982 foram, respectivamente, de US\$ -4,54 bilhões, de US\$ 85,49 bilhões, e de US\$ 3,99 bilhões.

⁷⁴² A inflação anual alcançou 99,72% (IGP-DI).

⁷⁴³ Os setores agropecuário, industrial e de serviços registram variações anuais de -0,22%, -0,04% e 2,11%, respectivamente.

documentos enviados pelo Brasil ao longo de 1983, tendo o primeiro sido assinado no início de janeiro.

Em linhas gerais, a primeira Carta de Intenções enviada pelo governo estabeleceu como metas para 1983: (i) a produção de um resultado equilibrado no balanço de pagamentos – que deveria ser sucedido por superávits moderados nos anos seguintes⁷⁴⁴; (ii) a redução das necessidades de financiamento do setor público⁷⁴⁵ – a ser alcançada por meio de políticas de maior austeridade fiscal e de aumento da arrecadação⁷⁴⁶; e (iii) a limitação da variação anual dos preços a 70%.

Cabe mencionar que, ao final de 1982⁷⁴⁷, representantes do Brasil e de mais de uma centena de bancos estrangeiros haviam se reunido em Nova Iorque para negociar um amplo programa de financiamento ao país. O programa compreendia quatro pontos (ou projetos), organizados da seguinte forma: (1) a coordenação de um empréstimo de US\$ 4,4 bilhões em dinheiro «novo», cuja liberação (em quatro parcelas⁷⁴⁸) ficaria condicionada à liberação das tranches do FMI⁷⁴⁹; (2) o refinanciamento de US\$ 4,6 bilhões das amortizações de empréstimos de médio e de longo prazo devidas em 1983; (3) a manutenção de US\$ 8,8 bilhões em linhas de crédito comercial de curto prazo para bancos brasileiros e estatais; e (4) a rolagem de US\$ 9,4 bilhões em linhas de crédito interbancárias mantidas em bancos brasileiros no exterior.

Os dois primeiros seriam convertidos em acordos formais, materializados em 25 de fevereiro sob as denominações «*Credit and Guaranty Agreement*» (GCA) e «*Deposit*

⁷⁴⁴ Para atingir esse objetivo, os déficits em conta corrente deveriam ser gradualmente reduzidos, de 5% do PIB (1982) para 2% (1983), 1,5% (1984) e 1% (1985).

⁷⁴⁵ De 13,8% em 1982 para 7,9% em 1983.

⁷⁴⁶ Segundo o documento, o aumento da arrecadação viria da elevação da tributação, da redução de incentivos e do aperfeiçoamento da administração tributária.

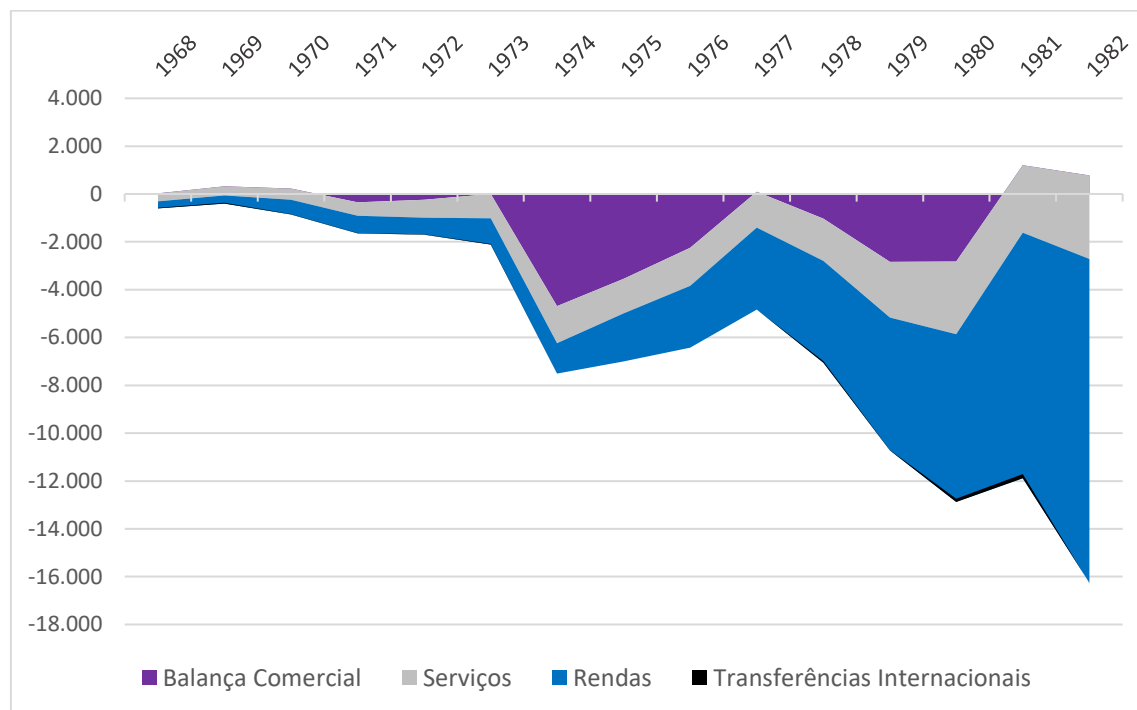
⁷⁴⁷ Em 20 de dezembro de 1982.

⁷⁴⁸ As parcelas seriam liberadas em março, junho, setembro e dezembro de 1983, sendo a primeira de US\$ 2,5 bilhões e as demais de US\$ 635 milhões.

⁷⁴⁹ As liberações das parcelas do empréstimo do FMI estavam previstas para março, maio, agosto e novembro de 1983.

Facility Agreement» (DFA)⁷⁵⁰. Quanto aos demais, fora acordado que os bancos manifestariam sua concordância por telex ao Banco Central.

Figura 20 - Resultado anual das transações Correntes (US\$ milhões) – BPM5



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil

Pouco tempo após o envio da 1ª Carta⁷⁵¹, ficou claro que meta fixada para o balanço de pagamentos não seria atingida em meio às condições vigentes. A redução dos déficits em transações correntes exigia números robustos da balança comercial, porém, os saldos obtidos nas primeiras semanas do ano⁷⁵² mostravam cifras muito aquém das necessárias.

Sem dispor de alternativas de curto prazo e tendo as contas externas como preocupação maior, o governo decidiu promover uma nova maxidesvalorização da moeda brasileira⁷⁵³ (30%) sem sequer antecipar a medida ao FMI. Entretanto, como uma mudança desse

⁷⁵⁰ Em 6 de abril o Banco Central publicaria sua Resolução nº 813, disciplinando a operação dos projetos objetos de acordos formais.

⁷⁵¹ Em 6 de janeiro de 1983.

⁷⁵² O superávit da balança comercial no primeiro bimestre de 1983 foi de US\$ 248,2 milhões.

⁷⁵³ Em 18 de fevereiro de 1983. Contudo, a medida só passou a vigorar na segunda-feira seguinte (21 de fevereiro).

porte impactaria os demais compromissos assumidos pelo país, o governo acabou por submeter à apreciação do fundo uma segunda versão do documento⁷⁵⁴.

Os impactos da mudança no câmbio seriam sentidos tanto no âmbito fiscal como no controle da inflação. O Brasil dispunha de um grande volume de obrigações internas atualizadas pela moeda dos EUA (títulos da dívida interna⁷⁵⁵, depósitos em moeda estrangeira sob as regras da Resolução nº 432, entre outros), e isso tornava-o incapaz de cumprir as metas (trimestrais) originais, como as do déficit público e da expansão monetária. Além disso, a elevação repentina do preço do dólar teria reflexos tanto nos preços dos produtos importados quanto no custo dos insumos adquiridos no exterior, produzindo efeitos sobre a inflação.

Os critérios de desempenho creditício e fiscal deste adendo foram, entretanto, fixados na expectativa de uma taxa anual de inflação de 70 por cento quando na realidade ela iria situar-se em 211. Consequentemente, os limites previstos para o déficit fiscal e a expansão creditícia foram amplamente violados, já no primeiro trimestre do programa. Este fato levou a Diretoria do Fundo, no final de maio, a suspender o desembolso de novas parcelas de seu empréstimo ao país, dependendo de uma revisão do programa de estabilização.

In (BACHA, 1988), p. 52.

Pouco antes de optar pela maxidesvalorização, o governo adotara medidas nos âmbitos monetário e da política salarial. Por um lado, a economia crescia pouco, e o custo real do dinheiro alimentava expectativas negativas para a evolução da atividade produtiva no ano. Por outro, e alinhado com a preocupação do FMI com a realimentação do processo inflacionário, o governo buscava alterar a política de reajustes salariais.

⁷⁵⁴ Em 24 de fevereiro de 1983.

⁷⁵⁵ A emissão de ORTN com cláusula de correção cambial fora autorizada pelo Decreto-Lei nº 599, de 28 de maio de 1969, assegurando aos detentores a opção de atualizar o valor dos ativos com base na correção monetária ou na variação da moeda norte-americana. Entretanto, até a maxidesvalorização de dezembro de 1979, a demanda por esse tipo de instrumento fora relativamente baixa. A depreciação abrupta do cruzeiro inverteu a situação, deslocando a demanda dos demais instrumentos para a ORTN com cláusula de correção cambial e tornando o perfil da dívida mais dolarizado – o que contribuiu para a perda de grau de liberdade das ações do governo. Segundo («Panorama anual/Perspectivas», 1984), p. 8, esse títulos representavam «mais de 60% de toda a dívida mobiliária da União» no início de 1984.

Pressionado pelo setor privado, mas limitado pelos compromissos assumidos com o FMI, o CMN decidiu em janeiro dar um primeiro passo rumo à redução das taxas domésticas.

Suas ações compreenderam, entre outras medidas⁷⁵⁶: (i) a elevação dos limites para a expansão do crédito no primeiro trimestre, sem a respectiva alteração do teto anual⁷⁵⁷; (ii) a redução – em um terço – do IOF incidente sobre as operações de crédito⁷⁵⁸; (iii) a liberação direcionada de até 10% dos depósitos sujeitos ao recolhimento compulsório⁷⁵⁹; e (iv) a orientação para que as operações de mercado aberto do BCB promovessem tanto a redução das taxas de financiamento de um dia (taxa *overnight*) como o rendimento equilibrado dos títulos públicos (sem prejuízo da política monetária vigente).

Já em relação à questão dos reajustes, Figueiredo assinou um Decreto-Lei⁷⁶⁰ determinando que os «pequenos salários»⁷⁶¹ não fossem reajustados acima da inflação e fixando atualizações inferiores à elevação dos preços para os demais vencimentos⁷⁶².

Essa última medida, entretanto, acabou por ser rejeitada pelo Congresso, obrigando o presidente a submeter um segundo Decreto-Lei⁷⁶³ ao final de maio. Com ele, os

⁷⁵⁶ Outras medidas adotadas foram a desvinculação da emissão de ORTN com correção monetária das ORTN com atualização cambial; a revisão das taxas de juros do Banco do Brasil; a operacionalização das normas de aplicação em crédito rural; e a redução da obrigatoriedade de as entidades de previdência privada aberta aplicarem em títulos públicos.

⁷⁵⁷ Resoluções nºs 786 e 795, de 11 de janeiro de 1983. Com a elevação dos limites, o crescimento bruto das aplicações ativas dos bancos de investimento (incluindo os encargos) foi ampliado de 10% para 20%, e a expansão do crédito dos bancos comerciais foi redimensionada de seguinte forma: (i) bancos pequenos e médios sem operações de câmbio – de 16% para 18%; (ii) bancos pequenos com operações de câmbio – de 12% para 14%; e bancos médios e grandes com operações de câmbio – de 10% para 12%.

⁷⁵⁸ Resolução nº 787, de 11 de janeiro de 1983.

⁷⁵⁹ Resoluções nºs 796 e 797, de 11 de janeiro de 1983. O Conselho autorizou os bancos comerciais a participarem de até 49% do capital de empresas privadas nacionais não financeiras, através da subscrição de ações novas ou de debêntures conversíveis em ações, podendo, para isso, utilizar até 5% dos depósitos sujeitos ao recolhimento compulsório⁷⁵⁹. Da mesma forma, ele autorizou os bancos comerciais privados a utilizarem até outros 5% dos depósitos sujeitos ao recolhimento compulsório para adquirirem CDB e RDB extralimite emitidos por bancos estaduais.

⁷⁶⁰ Decreto-lei nº 2.012, de 25 de janeiro de 1983.

⁷⁶¹ Até três salários-mínimos.

⁷⁶² Com a medida, os vencimentos superiores a três salários-mínimos passariam a ser corrigidos com base em percentuais decrescentes da variação do INPC (em função da faixa de renda).

⁷⁶³ Decreto-lei nº 2.024, de 25 de maio de 1983.

vencimentos até sete salários mínimos passaram a ter a atualização integral garantida⁷⁶⁴, já os demais ficaram sujeitos a reajustes de menor magnitude.

Cabe esclarecer que o processo de realimentação da inflação era um ponto importante para o FMI, e que a questão dos salários (e de seus índices de atualização) receberia especial atenção do Fundo e do governo ao longo do ano.

Em fevereiro, o Ministério do Planejamento iniciou estudos para expurgar os choques e as demais «acidentalidades» do INPC. A ideia, incentivada pelo Fundo Monetário, amparava-se na exclusão da chamada «inflação corretiva» do índice, ou seja, nos aumentos de preços decorrentes das retiradas de subsídios (como os ao petróleo e ao trigo)⁷⁶⁵. Como mencionado, a proposta era reduzir a realimentação do processo inflacionário, e o foco, mais uma vez, era o reajuste dos salários (dessa vez por meio da mudança de critérios na apuração do índice utilizado na atualização dos mesmos)⁷⁶⁶.

Em meio a especulações sobre uma segunda maxidesvalorização do cruzeiro, o CMN tornou a reunir-se no mês de março⁷⁶⁷. Entre outras medidas, o colegiado aprovou os limites para a expansão do crédito no segundo trimestre (bancos comerciais e de investimento)⁷⁶⁸ e, principalmente, definiu novos critérios para as atualizações da correção monetária e da taxa de câmbio⁷⁶⁹. No tocante às atualizações, o Conselho determinou que o índice da correção monetária passasse a refletir a variação trimestral do IGP-DI⁷⁷⁰ e que a correção da taxa de câmbio tivesse a variação deste mesmo índice como teto.

Segundo Galvêas, a mudança contribuiria para normalizar o mercado de câmbio, dada «a certeza de que não *haveria* majorações bruscas e nenhuma diferenciação entre a taxa cambial e a correção monetária»; e traria tranquilidade aos exportadores, importadores

⁷⁶⁴ De acordo com a inflação medida pelo INPC.

⁷⁶⁵ Dada a proximidade com o choque cambial de fevereiro, é possível que o Planejamento também tenha se preocupado com a transmissão dos efeitos da maxidesvalorização.

⁷⁶⁶ O Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC), do IBGE, era utilizado na atualização dos salários e no estabelecimento da correção monetária, entre outros.

⁷⁶⁷ Em 10 de março de 1983.

⁷⁶⁸ Resoluções nºs 805 e 806, de 10 de março de 1983.

⁷⁶⁹ Resolução nº 802, de 10 de março de 1983.

⁷⁷⁰ A partir de julho. O primeiro período seria um quadrimestre (março a junho).

e tomadores de empréstimos no exterior, uma vez que estes saberiam que a atualização cambial não superaria a correção monetária⁷⁷¹.

Como o país descumprira as metas revisadas para o primeiro trimestre⁷⁷² (2ª Carta de Intenções) e tivera a liberação das parcelas suspensa, os esforços passaram a concentrar-se, principalmente, na redução do déficit público e no controle da inflação. O objetivo era destravar os recursos retidos, e a proposta do governo era sinalizar ao FMI o comprometimento do país com o cumprimento de metas, o que acabou por dar origem, em junho, a um novo «pacote econômico».

As principais decisões do «pacote» foram tomadas no âmbito do CMN e tiveram caráter tributário, com o objetivo de ampliar a arrecadação⁷⁷³. Entretanto, o colegiado também aprovou medidas que alcançaram o crédito, ampliaram o recolhimento compulsório e elevaram o custo do dinheiro.

No tocante à oferta de crédito, o Conselho pôs fim ao controle quantitativo sobre a expansão direcionada ao setor privado⁷⁷⁴, mantendo-o exclusivamente para as concessões às esferas da administração pública⁷⁷⁵. A prioridade era restringir os gastos do governo, mas os objetivos incluíam a redução da demanda total por crédito (visando favorecer as condições de captação para iniciativa privada). Já em relação à oferta

⁷⁷¹ Ver («Pacote» para reduzir os juros», 1983).

⁷⁷² Como as das necessidades de financiamento do setor público e da inflação, que haviam sido ampliadas para 8,8%, e para 100% no ano, respectivamente.

⁷⁷³ Entre elas a cobrança de imposto de renda (IR) sobre os ganhos nas operações de mercado aberto, a cobrança de um adicional do IR sobre os rendimentos do capital e a antecipação do recolhimento do IR das instituições financeiras.

⁷⁷⁴ Resolução nº 835, de 9 de junho de 1983. Oficialmente o normativo extinguiu todo o controle quantitativo sobre a expansão do crédito, sem diferenciar o setor público do privado. Contudo, sua combinação com a Resolução nº 831 limitou o alcance apenas ao segundo.

⁷⁷⁵ Resolução nº 831, de 9 de junho de 1983.

monetária, o colegiado ampliou os percentuais do recolhimento compulsório (depósitos à vista e a prazo)⁷⁷⁶ e fixou novos custos para os Empréstimos de Liquidez⁷⁷⁷.

Também em junho foram oficializados os expurgos em estudo desde o início do ano. Primeiramente, Figueiredo assinou um Decreto que autorizou a realização do expurgo do INPC a partir daquele mês. O «ajuste» limitar-se-ia aos meses de junho e de julho, e impactaria, principalmente, as atualizações dos salários. Em seguida, o CMN determinou que a apreciação da moeda dos EUA não poderia ultrapassar a variação acumulada do IGP-DI (ao longo de cada trimestre), mas limitou a correção monetária (antes atualizada pelo INPC) à variação acumulada de um «IGP-DI ajustado»⁷⁷⁸, o que, entre outras coisas, pôs fim à garantia de que a atualização cambial não superaria a correção monetária.

Ainda em busca de uma sinalização de alinhamento com as prescrições do Fundo, o governo tornou a adotar medidas polêmicas em meados de julho: (i) publicou um

⁷⁷⁶ Resolução nº 833, de 9 de junho de 1983. A mudança nos compulsórios impôs aos bancos comerciais, de investimento e de desenvolvimento uma ampliação de 5% para 10% da exigência sobre os saldos dos depósitos a prazo - processo que se daria por meio de um recolhimento de 20% sobre o crescimento dos depósitos, até que o novo percentual fosse alcançado. Porém, ao invés de exigir que os montantes fossem recolhidos exclusivamente em ORTN (como havia sido fixado em setembro de 1982), o normativo determinou que metade do total fosse realizada em dinheiro. No tocante aos depósitos à vista, o normativo elevou o recolhimento dos bancos comerciais para: (i) grandes: 50%; médios: 45%; e (iii) pequenos: 36%. Tal como nos recolhimentos sobre os depósitos a prazo, o novo percentual seria atingido gradualmente por meio de um recolhimento de 20% sobre o crescimento dos depósitos.

⁷⁷⁷ Resolução nº 836, de 9 de junho de 1983. O custo dos Empréstimos de Liquidez passou a corresponder à soma da correção monetária (equivalente à última taxa de reajustamento mensal da ORTN) com uma taxa de juros fixada em 9% a.a. (operações intralimite) ou 18% a.a. (operações extralimite). Contudo, o valor final poderia ser reduzido ou elevado em 3% a.a. em função do número de dias de utilização. A redução ocorreria quando a parcela utilizada do crédito fosse liquidada, total ou parcialmente, até o trigésimo dia. A elevação daria quando a instituição utilizasse o crédito, parcial ou totalmente, por mais de 90 dias, consecutivos ou não, ao longo de um período de 120 dias.

⁷⁷⁸ Resolução nº 841, de 28 de junho de 1983. O IGP-DI ajustado correspondia ao índice original modificado pelos conceitos de «inflação corretiva» e «variações acidentais». O IBRE da FGV definia como «inflação corretiva» a «elevação de preços ocasionada por retirada de subsídios a determinados produtos» (como o petróleo e o trigo) e as «elevações bruscas de preços, em moeda estrangeira, de produtos importados ou exportáveis provocadas por choques de oferta no mercado internacional». Já as «variações acidentais» ou «acidentalidades» eram os «fenômenos definidos como “acidentais” para fins de tratamento estatístico dos índices de preços», tais como: «a) quebras de safras de produtos agrícolas alimentares provocadas por fatores climáticos reconhecidamente perversos, cujas consequências *implicassem*, no curto prazo, aumentos significativos de preços; b) perturbações de oferta ocasionadas por outros fatores excepcionais, tais como greves, incêndios, colapso dos meios de transportes e outras causas de natureza análoga que *afetassem* substancialmente os preços médios, em nível nacional, de determinados produtos agrícolas alimentares» («Inflação corretiva e acidentalidade - nota explicativa», 1983), p. 13-14.

Decreto-lei⁷⁷⁹ que, entre outros, tornou a alterar a política de reajustes salariais; e (ii) instituiu o tabelamento das operações ativas das instituições financeiras⁷⁸⁰.

No tocante aos reajustes, o documento determinou que tanto os salários, quanto os aluguéis e as prestações da casa própria (financiadas pelo BNH) tivessem suas atualizações limitadas a 80% da variação do INPC por um período de dois anos, alcançando igualmente todas as faixas salariais e impondo perdas cumulativas a todos os grupos atingidos. Em relação às taxas de juros, o CMN fixou tetos para o custo das operações ativas das instituições⁷⁸¹ e agravou as punições para o descumprimento dos limites.

Apesar de ter agradado ao FMI, que considerou as medidas «muito importantes», o governo foi obrigado a recuar em ambas as iniciativas. Por um lado, a mudança na fórmula dos reajustes acabaria por ser rechaçada pelo Congresso⁷⁸² em outubro (inclusive por alguns membros do partido do governo). Por outro, a alteração das regras do crédito acabou por produzir o efeito oposto ao pretendido, levando à escassez de recursos para o capital de giro das empresas.

Na prática, o tabelamento dos juros impactara principalmente o crédito de curto prazo (até 180 dias), reduzindo o custo do capital de giro das empresas. Entretanto, dada a existência de alternativas mais lucrativas para os bancos⁷⁸³, as concessões desse tipo de empréstimo praticamente desapareceram, deixando as empresas fragilizadas – especialmente as indústrias de pequeno e médio porte. Assim, sob a pressão das entidades dos setores financeiro e industrial, o BCB acabou por reinterpretar o normativo no início de agosto, aceitando que a regra fixada para os empréstimos de média e de longa maturidade (menos restritivas) também se aplicassem àqueles com prazo de até 180 dias.

⁷⁷⁹ Decreto-lei 2.045, de 13 de julho de 1983.

⁷⁸⁰ Resolução nº 844, de 13 de julho de 1983.

⁷⁸¹ Foram estabelecidos os seguintes limites: (i) empréstimos de bancos comerciais com prazo inferior a 180 dias: bancos grandes 5% a.m. e bancos pequenos e médios 6% a.m.; (ii) empréstimos de bancos comerciais, de investimento e de desenvolvimento sujeitos à correção monetária idêntica à da ORTN: bancos grande 20% a.a. e bancos pequenos e médios 24% a.a..

⁷⁸² Devido à perda que iria impor aos trabalhadores.

⁷⁸³ Como, por exemplo, títulos públicos federais.

A situação das contas externas tornou-se crítica a partir de agosto. A combinação entre problemas na concessão das linhas interbancárias (negociada em dezembro) e a suspensão da liberação das parcelas dos empréstimos produziu uma nova interrupção do ingresso de recursos estrangeiros, levando o país a atrasar pagamentos externos em um montante superior a US\$ 2,5 bilhões. Assim, diante da escassez de dólares e da necessidade de priorizar os recursos existentes, o CMN instituiu no BCB o monopólio da remessa de divisas ao exterior⁷⁸⁴. Com ele, foram estabelecidos critérios para a liberação dos pagamentos, sendo priorizados aqueles considerados de maior relevância, como a importação de petróleo.

Em meio ao agravamento da crise o Brasil conseguiu fechar um novo acordo com o Fundo Monetário, dando origem a 3ª Carta de Intenção e a mudanças no programa original de ajustes do país⁷⁸⁵. Cabe registrar que grande parte do incumprimento das metas fiscais originais devera-se aos resultados negativos das empresas estatais, e que o controle das despesas destas últimas, previsto na 3ª Carta, amparava-se, entre outros, na mudança de julho da legislação salarial.

Somente após a submissão de dois novos Decretos-Lei⁷⁸⁶ a legislar sobre a matéria dos reajustes salariais (ao final de outubro) o governo conseguiu obter a aprovação do Congresso⁷⁸⁷, permitindo o estabelecimento das bases que amparavam a proposta da 3ª Carta de Intenção do país⁷⁸⁸. O aval do Fundo Monetário acabou por ser concedido,

⁷⁸⁴ Resolução nº 851, de 29 de julho de 1983. O monopólio durou até o ano seguinte, sendo revogado pela Resolução nº 898, de 14 de março de 1984.

⁷⁸⁵ Em linhas gerais, os principais compromissos assumidos com a nova carta foram: (i) superávit comercial de US\$ 9 bilhões e déficit em transações correntes de US\$ 6 bilhões em 1984; (ii) crescimento da base monetária de 90% em 1983; (iii) média de inflação de 5% a.m. no último trimestre de 1983 e de 2,5% a.m. no quarto trimestre de 1984; (iv) redução do déficit público para 15,2% do PIB em 1983 e para 7% do PIB em 1984; e (v) eliminação, até dezembro de 1983, dos atrasos nos pagamentos externos (que totalizavam US\$ 2,534 bilhões na altura do envio do documento).

⁷⁸⁶ Decreto-lei nº 2.064, de 19 de outubro de 1983 e Decreto-lei nº 2.065, de 26 de outubro de 1983.

⁷⁸⁷ As condições aceitas pelo Legislativo (em 10 de novembro de 1983) foram o reajuste pelo INPC dos vencimentos até três salários-mínimos, e a fixação de percentuais inferiores do índice na atualização das faixas salariais mais elevadas. Os reajustes seriam realizados da seguinte maneira, de acordo com o valor do maior salário mínimo (VMSM) em vigor no país: (i) a porção salarial equivalente a até 3 vezes o VMSM seria atualizada integralmente pela variação do INPC; (ii) a porção entre 3 e 7 VMSM seria atualizada por 80% da variação do INPC; (iii) a entre 7 e 15 VMSM seria atualizada por 60% da variação do INPC; e (iv) a porção acima de 15 VMSM seria atualizada por 50% da variação do INPC.

⁷⁸⁸ A 3ª Carta de Intenção, de 15 de setembro de 1983, solicitava a dispensa das metas fixadas no documento anterior e estabelecia, entre outros objetivos, a redução da taxa mensal de inflação (para 5%

destravando as parcelas retidas dos empréstimos externos e permitindo que o país saldasse os compromissos em atraso.

Também em outubro, como ocorria a cada dois anos desde 1977⁷⁸⁹, as ORTN referentes ao recolhimento adicional «temporário» ao BCB ficaram mais uma vez por vencer, tornando-se necessária a intervenção das autoridades para substituí-las por instrumentos novos⁷⁹⁰. Dessa vez, entretanto, diante das metas acordadas com o FMI e de uma inflação que já acumulara mais de 136% no ano (até setembro), o CMN optou por agir de forma mais contundente que nos anos anteriores.

Além de determinar a substituição dos instrumentos⁷⁹¹, o colegiado⁷⁹² eliminou a possibilidade dos títulos federais serem utilizados no cumprimento dos recolhimentos compulsórios (instituindo um processo gradual de migração⁷⁹³ para evitar um efeito demasiado brusco na oferta de liquidez). Na prática, o CMN ampliou o controle do BCB sobre a oferta de moeda, pois a decisão teve um efeito semelhante a um aumento da exigência.

O Conselho tornou a reunir-se ao final de dezembro⁷⁹⁴, dessa vez para aprovar o OM de 1984 e deliberar sobre questões adicionais de política econômica. Em linha com a 4ª Carta de Intenção⁷⁹⁵ enviada ao FMI, o documento projetou os limites máximos para as expansões da base monetária e dos meios de pagamento em 50%, sendo o objetivo

ao final de 1983 e para 2,5% ao final de 1984) e a produção de necessidades de financiamento do setor público de 15,2% do PIB em 1983 e de 7% do PIB em 1984. Suas projeções amparavam-se, entre outros, na aprovação da política salarial fixada no Decreto-Lei nº 2.045, de 13 de julho de 1983 (que acabou derrubado). Portanto, a aprovação do Decreto-Lei 2.065, de 26 de outubro de 1983, foi de grande importância para as negociações posteriores com o FMI – favorecendo a aceitação do documento e viabilizando a liberação dos recursos retidos.

⁷⁸⁹ Resolução nº 446 (1977), Resolução nº 573 (1979) e Resolução nº 706 (1981).

⁷⁹⁰ Evitando assim uma expansão abrupta da oferta de liquidez.

⁷⁹¹ Por outros instrumentos com prazo de 2 anos e juros de 6% a.a..

⁷⁹² Por meio da Resolução nº 864, de 16 de novembro de 1983.

⁷⁹³ A migração seria realizada ao longo de cinco períodos de recolhimento, com a subtração de 20% do total inicial dos títulos em cada um deles.

⁷⁹⁴ Em 20 de dezembro de 1983.

⁷⁹⁵ A 4ª Carta de Intenção foi entregue ao FMI em 15 de novembro, após a aprovação do Decreto-Lei 2.065, de 26 de outubro de 1983. Entre outras novidades, o documento comprometeu-se com expansões de 50% para a base monetária e para os meios de pagamento em 1984, com uma política ativa de taxas de juros (buscando preservar os juros reais em patamares positivos), e com resultados do orçamento operacional que limitavam o déficit em 1983 a 2,7% do PIB e projetavam um superávit em 1984 não inferior a 0,3%.

considerado «indispensável para a obtenção de substancial desaceleração do processo inflacionário». Adicionalmente, e em linha com os compromissos assumidos com o Fundo, o OM incluiu a eliminação e a redução de um conjunto de subsídios oficiais.

A aprovação do OM foi acompanhada de duas mudanças importantes nos instrumentos de política monetária do BCB. A primeira⁷⁹⁶ determinou que o saldo mínimo na conta Reservas Bancárias não poderia ser inferior a 80% da exigência a recolher no período (limite então fixado em 70%), reduzindo a capacidade das instituições de ofertar crédito. A segunda⁷⁹⁷ alterou a estrutura de custos dos Empréstimos de Liquidez⁷⁹⁸.

Após dois anos consecutivos de atividade muito fraca, o Brasil tornou a registrar retração econômica (-2,9%) e forte elevação anual dos preços (211%). Entretanto, o país conseguiu cumprir duas das principais metas acordadas com o FMI. O déficit operacional⁷⁹⁹ do Tesouro fora inferior a 2,7% (como previsto na 4ª Carta de Intenções) e o saldo da balança comercial superara os US\$ 6 bilhões⁸⁰⁰ (como no 1º documento).

5.2.11. 1984

O novo ano iniciou-se sob o impacto da retração econômica e sob os gritos por mudanças no modelo político. Após anos a entregar crescimento com autoritarismo, o regime permitira que o país afundasse em uma espiral de recessão, de perdas salariais e de um recuo importante do controle da condução da política econômica. O produto

⁷⁹⁶ Resolução nº 873, de 20 de dezembro de 1983.

⁷⁹⁷ Resolução nº 881, de 20 de dezembro de 1983.

⁷⁹⁸ Com a mudança, a estrutura de custos assumiu a seguinte forma: (i) operações até o limite do contrato: última taxa de reajuste mensal das ORTN; (ii) operações acima do limite e até duas vezes este valor: taxa das operações até o limite, acrescida de juros de 12% a.a.; (iii) operações superiores a duas vezes o limite: taxa das operações até o limite, acrescida de juros de 24% a.a..

⁷⁹⁹ Corresponde às necessidades de financiamento do setor público excluídos os efeitos das correções monetária e cambial nas despesas e nas receitas.

⁸⁰⁰ Cabe pontuar que embora a receita com as exportações tenha registrado um crescimento importante (8,5%), foram as despesas com as importações as principais responsáveis pelos números finais da balança comercial, com uma queda superior a 20,4%. O recuo foi resultado de diversos fatores, entre eles a retração da economia, a maxidesvalorização cambial, a perda de poder aquisitivo do consumidor, e a entrada em operação de projetos de substituição de importações (desenvolvidos no âmbito do II PND).

retraíra mais de 6,3% (triênio 1981-83), o endividamento externo superara os US\$ 93,7 bilhões e as decisões de Brasília eram cada vez mais orientadas pelo FMI.

Esse contexto favoreceu a expansão de um movimento que começara em 1983, e que viria a contar com o apoio dos governadores de oposição (eleitos no ano anterior): a campanha pelas eleições diretas para presidente, a «Diretas já».

Em abril do ano anterior, o deputado Dante de Oliveira⁸⁰¹ submetera uma Proposta de Emenda à Constituição⁸⁰² (PEC) que previa o restabelecimento das eleições diretas para presidente e vice-presidente da República. Recebida inicialmente com ceticismo, essa PEC acabou por ser acolhida pela oposição e, a partir de junho, começaram a ocorrer as primeiras manifestações públicas em prol da restituição desse direito.

O primeiro grande comício da nova campanha ocorreu em janeiro de 1984⁸⁰³, em Curitiba, tendo contado com a participação de mais de 40 mil pessoas. A partir de então, e até a votação da PEC no Congresso⁸⁰⁴, a mobilização cresceu progressivamente e as manifestações passaram a ocorrer em diversos pontos do país. O clímax do movimento foi atingido em abril⁸⁰⁵, dias antes da votação da Emenda, quando cerca de um milhão de pessoas compareceram à manifestação da Candelária, no Rio de Janeiro, e aproximadamente 1,5 milhão⁸⁰⁶ foram reivindicar os seus direitos no Vale do Anhangabaú, em São Paulo.

Apesar da imensa mobilização popular, a Emenda «Dante de Oliveira» foi derrotada no Congresso. A abertura «lenta, gradual e segura» prometida por Geisel havia sido preservada, deixando evidente a distância que existia entre as prioridades do Legislativo e o clamor das ruas.

⁸⁰¹ Deputado federal pelo PMDB do Mato Grosso.

⁸⁰² Proposta de Emenda Constitucional nº 5, de 1983.

⁸⁰³ Em 12 de janeiro de 1984.

⁸⁰⁴ Em 25 de abril de 1984.

⁸⁰⁵ Em 10 de abril no Rio de Janeiro e em 16 de abril em São Paulo.

⁸⁰⁶ Os números apresentados de participantes dos comícios de Curitiba, Rio de Janeiro e São Paulo foram estimados pelas respectivas Polícias Militares. Os números divulgados pelos organizadores para o Rio e para São Paulo foram superiores aos oficiais: 1,2 milhão e 1,7 milhão, respectivamente.

A ressaca das «Diretas Já» rapidamente deu lugar à sucessão presidencial (a ser realizada em 15 de janeiro de 1985 no Colégio Eleitoral). O PDS, partido do governo, apresentava fraturas importantes em dois temas principais: (i) a realização de prévias; e (ii) a candidatura Paulo Maluf⁸⁰⁷. Por um lado, diversos membros do partido consideravam importante que o indicado da legenda fosse escolhido de forma democrática. Por outro, o nome do ex-governador de São Paulo era considerado inaceitável por uma parcela relevante dos integrantes do partido. O resultado do desacordo foi a emergência de um grupo dissidente, denominado Frente Liberal (FL), que acabou por incluir o próprio presidente do PDS, José Sarney.

Esse grupo unir-se-ia à oposição na sucessão presidencial, formando uma chapa encabeçada por Tancredo Neves (PMDB/MG), ex-governador de Minas Gerais e ex-primeiro-ministro da República, e pelo ex-líder do PDS, José Sarney, como candidato à vice-presidente.

No tocante às contas externas, em janeiro⁸⁰⁸ o governo tornou a contratar com um pool de bancos estrangeiros (i) o empréstimo de recursos novos, (ii) a rolagem de dívidas, (iii) a disponibilização de linhas comerciais e (iv) a manutenção de depósitos de curto prazo em bancos brasileiros no exterior - na chamada Fase 2 da renegociação da dívida externa. A primeira parcela (US\$ 3 bilhões) do dinheiro novo (US\$ 6,5 bilhões) destinava-se ao fechamento das contas de 1983, ficando a liberação das demais condicionada à aprovação do FMI do cumprimento das metas - tal como no ano anterior.

O país também voltou a ajustar e a renovar seus compromissos com o Fundo Monetário, em meados de março, por meio da 5ª Carta de Intenção. O documento flexibilizou algumas metas importantes, limitou a inflação anual à metade da observada em 1983, e preservou as metas quantitativas para a base monetária e o os meios de pagamento previstas no OM.

A preocupação com a oferta monetária levou o CMN a intervir em uma prática adotada por bancos e caixas econômicas para acessar recursos a custo baixo: a manutenção de

⁸⁰⁷ Ex-governador de São Paulo, pré-candidato à Presidência e contrário às prévias.

⁸⁰⁸ Em 27 de janeiro de 1984.

saldos negativos nas contas de depósitos voluntários no Banco do Brasil⁸⁰⁹. Sujeitas a uma multa inferior ao custo do dinheiro no mercado financeiro⁸¹⁰, as instituições vinham abusando desse expediente para expandir suas operações ativas. Assim, visando desincentivar a prática, o colegiado impôs encargos adicionais sobre os saldos devedores⁸¹¹, tornando o custo global das operações «equivalente à maior taxa utilizada nas operações extralimite de empréstimos de liquidez» (DOB, 1985, p. 12).

Mesmo assim, a expansão dos meios de pagamento cresceu acima da programação prevista, e ao final de abril alcançou os 25% (no ano), pressionando o CMN a reagir e a restringir ainda mais a oferta monetária. A intervenção acabou por ocorrer em meados de maio, com a alteração das regras dos Empréstimos de Liquidez⁸¹² e dos recolhimentos compulsórios⁸¹³, e com imposição aos fundos mútuos de investimento da aplicação de recursos em títulos federais⁸¹⁴.

A decisão de alterar as taxas do Empréstimo de Liquidez apoiou-se na tese de que o modelo em vigor⁸¹⁵ não retratava adequadamente as condições vigentes no mercado financeiro⁸¹⁶, encorajando os bancos a utilizarem indevidamente os recursos da linha. Com a mudança, o custo base das operações passou a refletir a taxa de um dia no mercado aberto (observada sua expressão efetiva mensal), sendo a este acrescentado um percentual cujo valor dependeria do volume de recursos utilizado⁸¹⁷. Já a alteração nas regras dos recolhimentos compulsórios amparou-se na revogação de uma medida anterior⁸¹⁸ que, entre outros, autorizara os bancos comerciais privados a adquirirem

⁸⁰⁹ Utilizadas pelas instituições para cobrir insuficiências na compensação de cheques – realizada pelo Banco do Brasil.

⁸¹⁰ Ver a Circular do Banco Central nº 558, de 29 de julho de 1980.

⁸¹¹ Resolução nº 896, de 2 de fevereiro de 1984.

⁸¹² Resolução nº 914, de 14 de maio de 1984.

⁸¹³ Resolução nº 917, de 14 de maio de 1984.

⁸¹⁴ De acordo com o normativo, 40% da diferença entre o valor global da carteira do fundo e a parcela aplicada em ações deveria ser composta por instrumentos da dívida pública.

⁸¹⁵ Instituído pela Resolução nº 881, de 20 de dezembro de 1983.

⁸¹⁶ O problema decorria da adoção da última taxa de variação das ORTN como base para o estabelecimento dos custos, um componente defasado em relação às taxas praticadas pelos agentes.

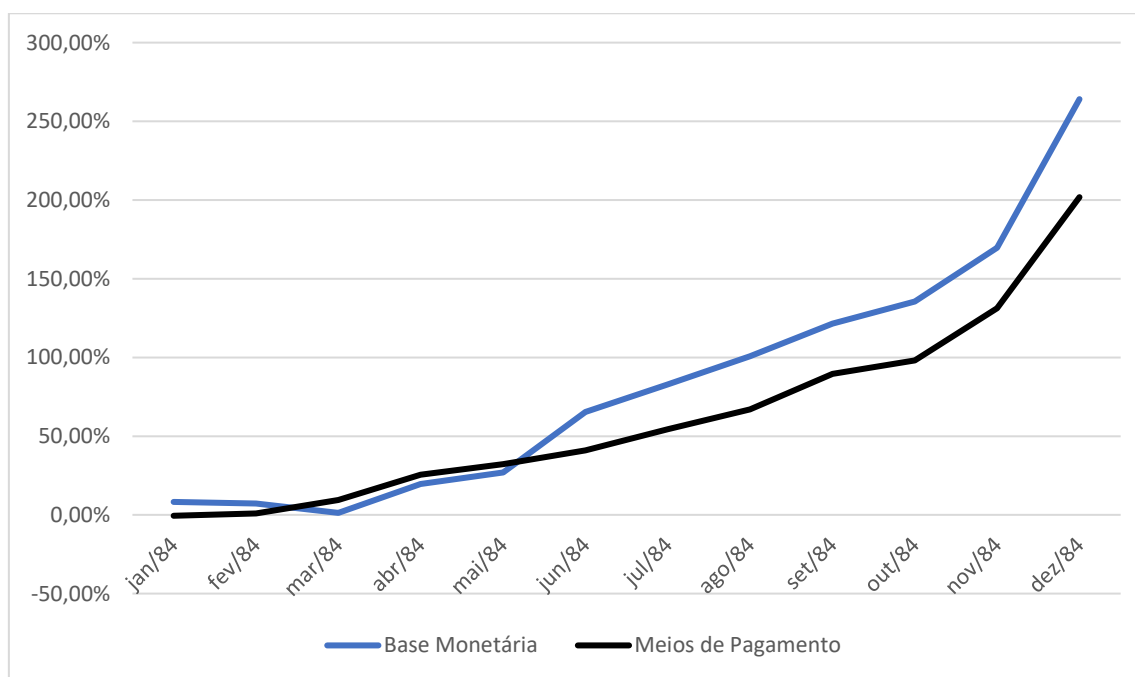
⁸¹⁷ A taxa final seria formada pela soma da base com o custo correspondente a um dos seguintes percentuais: (i) 6% a.a. nas operações até o limite do contrato; 10% a.a. nas operações acima do limite do contrato, mas abaixo de duas vezes esse mesmo limite; e (iii) 18% a.a. nas operações com valores superiores.

⁸¹⁸ Resolução nº 797, de 11 de janeiro de 1983.

certificados e recibos de depósitos bancários dos bancos estaduais – liberando-os do recolhimento incidente sobre até 5% dos depósitos sujeitos à exigência⁸¹⁹.

A impossibilidade de cumprir as metas acordadas com o FMI tornou-se evidente com a publicação dos dados de junho. Por um lado, a expansão da base monetária alcançara os 65% (no ano). Por outro, o crescimento dos meios de pagamento superara os 41% na mesma métrica, apresentando forte aceleração. A Fazenda acabaria por admitir o fato em agosto e, a poucos dias da visita de uma nova missão do FMI, chegaria a declarar que a política monetária no segundo semestre perseguiria um «meio termo» entre o combate à inflação⁸²⁰ e a necessidade de crescimento da economia.

Figura 21 - Expansão da base monetária e dos meios de pagamento em 1984



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil

Concluída a visita do Fundo e com as negociações em fase avançada, o CMN baixou um novo pacote em setembro – para enfrentar os reveses da política monetária. Seu objetivo principal foi limitar as expansões do M0 e do M1 a 95% no ano, meta

⁸¹⁹ Faculdade que fora estendida aos bancos estaduais para o resgate de seus próprios títulos.

⁸²⁰ Ao final de julho a variação do IGP-DI no ano alcançara os 93,7%.

praticamente acordada com o FMI⁸²¹ e que constaria na 6ª Carta de Intenções⁸²². As iniciativas compreenderam, entre outros: (i) a suspensão⁸²³ dos saques dos depósitos realizados em moeda estrangeira no Banco Central à conta das Resoluções nºs 230, 432, 595 e 741⁸²⁴ (operações às quais a Fazenda atribuíra parte da responsabilidade pela «explosão monetária» ao longo do ano); (ii) a elevação dos recolhimentos compulsórios sobre os depósitos a prazo dos bancos comerciais e de investimentos⁸²⁵; e (iii) a instituição de uma série de mudanças nas regras dos fundos e das companhias seguradoras⁸²⁶, ampliando a demanda por títulos públicos federais.

Cabe destacar um fato que alterara, em parte, a relação Brasil-FMI ao longo de 1984: o desempenho da balança comercial. Desde o primeiro mês do ano o país apresentara uma expansão expressiva das receitas com as exportações e um recuo importante das despesas com as importações, permitindo-o obter, em média, superávits mensais superiores a US\$ 1 bilhão. O ingresso desses recursos viabilizara uma expansão quase contínua das reservas internacionais, reduzindo o nível de exigência do Fundo Monetário.

A melhoria da posição de reservas do país fortaleceu a sua posição de barganha frente ao FMI, permitindo ao governo ir obtendo sucessivos "perdões" pelo não cumprimento

⁸²¹ Como é possível observar no gráfico, a expansão da base monetária já superara a nova meta ao final de agosto, atingindo 100,7%.

⁸²² A 6ª Carta de Intenção foi assinada em 28 de setembro de 1984.

⁸²³ Até o final de 1984.

⁸²⁴ Resoluções nºs 955, 956 e 957, de 12 de setembro de 1984.

⁸²⁵ Resolução nº 960, de 12 de setembro de 1984. A obrigação, antes limitada a 10% dos saldos, foi elevada para 22%, sendo fixada uma progressão gradual do cumprimento da exigência (cujo valor máximo seria atingido em 31 de outubro). A mudança também impôs que a ampliação da exigência fosse cumprida com títulos públicos, facultando às instituições a substituição do recolhimento já existente (em moeda) por esses instrumentos.

⁸²⁶ Resoluções nºs 961, 963, 964 e 965, de 12 de setembro de 1984. No caso dos Fundos Mútuos, foram ampliados os percentuais da participação dos títulos públicos na composição das carteiras e elevado o prazo mínimo para o resgate das quotas dos Fundos de Renda Fixa – de dez para trinta dias. Essa ampliação estabeleceu que: (i) a parcela não investida em ações dos Fundos Mútuos de Ações deveria ser aplicada em títulos da dívida pública federal, sendo que as LTN deveriam corresponder a pelo menos 1/3 do total aplicado em ORTN; e (ii) os Fundos Mútuos de Renda Fixa deveriam manter um mínimo de 30% dos seus recursos em LTN e outros 30% em ORTN. No caso dos Fundos de Previdência e das Companhias Seguradoras, medidas adicionais elevaram os percentuais da participação dos títulos públicos federais no total das reservas técnicas.

das metas creditícias e fiscais de seu programa de ajustamento. Deste modo, através de sucessivas revisões, o acordo manteve-se sem novas suspensões até o final do ano.

In (BACHA, 1988), p. 56.

Outro fato que merece menção foi a reunião de agosto do CMN para tratar de uma proposta de reforma bancária (medida que contava com o apoio do FMI). O objetivo era redistribuir as atribuições do Banco do Brasil e do Banco Central, de forma a que o primeiro deixasse de exercer o papel de autoridade monetária e o segundo fosse aliviado de suas atividades não essenciais (como fomento) – passando a assumir as características de um banco central clássico.

Com a mudança, caberiam ao BCB o redesconto de liquidez, os recolhimentos compulsórios, as operações do mercado aberto, as operações cambiais, a administração do meio-circulante e a fiscalização e controle do sistema financeiro nacional. A operação da dívida pública também ficaria com a instituição, embora fosse atribuição do Ministério da Fazenda. Ao Banco do Brasil caberiam os papeis de banco comercial, de principal instrumento da política creditícia do Governo Federal e de agente do Tesouro Nacional.

Porém, apesar da formação de grupos de trabalho dedicados à reforma, Figueiredo impediu que a operação fosse adiante, transferindo-a para o governo seguinte.

Também em meados do ano tivera início um movimento para conciliar as metas do FMI com ações que, entre outros, viabilizassem a substituição da lei salarial vigente por uma menos prejudicial à classe média. De acordo com (JORNADA, 1989), «a compressão salarial nas faixas mais elevadas era insustentável do ponto de vista político». Além disso, «a concessão de adiantamentos e abonos de salários tornara-se uma prática usual, pois era a forma encontrada pelos sindicatos para enfrentar a defasagem salarial».

Como resultado, o Congresso alterou o modelo de reajustes salariais em outubro. A mudança preservou a atualização de 100% do INPC para os vencimentos de até três

salários mínimos⁸²⁷, mas alterou a regra incidente sobre os demais valores, introduzindo um critério de correção menos prejudicial à classe trabalhadora⁸²⁸.

O governo assinou a 7ª Carta de Intenção ao final de 1984⁸²⁹, fixando no documento os compromissos assumidos para o ano seguinte. Tal como nas versões anteriores, as projeções continuaram a amparar-se na manutenção de uma política restritiva, tendo a equipe econômica comprometido-se com «um programa de estrita austeridade fiscal», com «uma estrita política de crédito» e com «uma política ativa de taxa de juros»⁸³⁰. Os objetivos estabelecidos incluíam: (i) expansões da base monetária e dos meios de pagamento de 60% no ano; (ii) superávit operacional do setor público de 2,9% do PIB; (iii) inflação de 120%; e (iv) superávit de US\$ 100 milhões de dólares no balanço de pagamentos. Entretanto, e ao contrário do que ocorrera com as Cartas anteriores, havia um risco importante de que as políticas vigentes fossem descontinuadas – dadas as chances reais de vitória da oposição nas eleições (indiretas) para a Presidência.

O Orçamento Monetário de 1985 fora aprovado dias antes do envio da nova Carta e já incluía parte dos objetivos nela estabelecidos (como as expansões dos agregados monetários). A ocasião também dera origem à publicação de três novas medidas cujos impactos seriam sentidos nos recolhimentos compulsórios, na política fiscal e nos depósitos voluntários em moeda estrangeira.

A primeira⁸³¹ pôs fim à liberação de até 5% dos recolhimentos compulsórios instituída pela Resolução nº 796 (1983), determinando que os bancos comerciais recompusessem em moeda a exigibilidade correspondente, de acordo com os critérios definidos pelo normativo⁸³². A segunda⁸³³ limitou a renovação da dívida global da administração direta

⁸²⁷ O valor do salário mínimo em 2 de outubro era de Cr\$ 97.176,00, o equivalente a US\$ 41,72, pelo câmbio oficial, ou US\$ 33.74, pelo câmbio paralelo.

⁸²⁸ A parcela do salário até três salários-mínimos passou a ser atualizada em 100% da variação do INPC, cabendo ao montante equivalente à diferença entre o total do salário e esses três salários-mínimos uma atualização de 80% da variação do índice.

⁸²⁹ Em 20 de dezembro de 1984.

⁸³⁰ Trechos da Carta retirados de («A sétima Carta de Intenção do Brasil ao Fundo Monetário», 1985).

⁸³¹ Resolução nº 990, de 13 de dezembro de 1984.

⁸³² No caso das debêntures, conforme elas fossem vencendo. No caso das ações foi estabelecido um prazo máximo de 2 anos, a contar da data da Resolução.

⁸³³ Resolução nº 991, de 13 de dezembro de 1984.

e indireta das três esferas de poder com as instituições financeiras e sociedades de arrendamento mercantil⁸³⁴. Por fim, a terceira⁸³⁵ alterou o cronograma de liberação dos depósitos em moeda estrangeira cujos saques haviam sido suspensos em setembro⁸³⁶, restringindo o potencial de expansão monetária no início do ano seguinte.

O Brasil encerrou o ano a superar com folga as previsões iniciais para as contas externas. A balança comercial e o balanço de pagamentos registraram superávits de US\$ 13,1 bilhões e de US\$ 7 bilhões, respectivamente (os maiores de todo o período do regime militar), e os números permitiram um grande aumento das reservas internacionais. Contudo, o endividamento cresceu ainda mais, e a *prime rate* (EUA) manteve-se acima dos dois dígitos⁸³⁷.

No tocante as demais metas fixadas na 5ª e na 6ª Cartas de Intenção, o país falhou em cumprir parte importante delas. Entre outros, as expansões da base monetária e dos meios de pagamento alcançaram 264% e 202%, respectivamente, e a inflação ultrapassou os 223% (IGP-DI).

De todo modo, a economia voltou a crescer. Após acumular uma retração de 6,3% no triênio 1981-83, a expansão do PIB atingiu os 5,4%.

5.2.12. 1985

O Colégio Eleitoral tornou a reunir-se em 15 de janeiro de 1985, desta vez para eleger o primeiro presidente civil desde o golpe de Estado de 1964. A vitória de Tancredo Neves, amplamente esperada pela população, confirmou-se naquela terça-feira, tendo o candidato da oposição superado o representante governista por 480 votos a 180.

⁸³⁴ A renovação foi limitada a 90% das operações vencidas e não liquidadas e a 90% do principal por vencer em 1985, sendo vedada a celebração de novas operações com o setor público, sob qualquer forma, fora das condições previstas no normativo.

⁸³⁵ Resolução nº 992, de 13 de dezembro de 1984.

⁸³⁶ As medidas de setembro previam que os bancos poderiam sacar a totalidade dos recursos até abril de 1985 em quatro parcelas mensais de 25%. A mudança alterou o calendário e fixou tetos cumulativos mensais para os saques realizados entre janeiro e maio de 1985 (2%, 5%, 9%, 14% e 20% do saldo total) – reduzindo o impacto expansionista da liberação dos recursos.

⁸³⁷ Ao final de 1984 as reservas internacionais, o endividamento externo e a *prime rate* apresentavam os seguintes valores, respectivamente: US\$ 12 bilhões, US\$ 102,1 bilhões, e 10,75% a.a..

Tancredo havia sido deputado, senador, governador de Minas Gerais e primeiro-ministro. Era um político experiente, considerado moderado por seus pares, e cujo perfil favorecia a transição pacífica do regime. Mesmo assim, o contexto inspirava algum cuidado, não estando descartada a possibilidade de uma reviravolta vir a desviar o processo de «distensão» de sua rota.

A montagem do novo governo deu-se em meio à deterioração das condições de saúde do presidente-eleito, que optou por postergar seus cuidados médicos para o período pós-posse. Segundo (FAUSTO, 2006), isso ocorreu «em parte por temperamento, em parte porque [Tancredo] não queria correr riscos na transmissão do cargo, dando pretextos de intervenção aos inconformados das Forças Armadas». Cabe registrar que o presidente-eleito «receava que Figueiredo não desse posse a José Sarney»⁸³⁸, como viria a declarar seu sobrinho e secretário particular⁸³⁹, e que «havia ruídos de setores radicais buscando brechas para interromper o processo de transição»⁸⁴⁰.

Porém, o agravamento das condições de saúde do presidente-eleito obrigou-o a ser internado às pressas⁸⁴¹ e a sofrer uma cirurgia na véspera da posse, impossibilitando-o de assumir a Presidência. Assim, após algum questionamento sobre quem deveria assumir o cargo, o Congresso decidiu dar posse a José Sarney – para exercer interinamente a Presidência da República.

Tancredo acabou por ser transferido para São Paulo, aonde veio a falecer⁸⁴² após sete cirurgias e trinta e oito dias de internação. Com sua morte, a presidência transitória de Sarney tornou-se definitiva.

Enquanto o governo Figueiredo aproximava-se do fim, uma forte crise de credibilidade abateu-se sobre o sistema financeiro, fruto da intervenção do BCB em duas

⁸³⁸ O fato é que Sarney tornara-se um desafio pessoal de Figueiredo e, de acordo com (MACEDO, 2015), muitos militares o consideravam um traidor do regime.

⁸³⁹ Aécio Neves.

⁸⁴⁰ Citação extraída de (MACEDO, 2015).

⁸⁴¹ No Hospital de Base em Brasília.

⁸⁴² Em 21 de abril de 1985.

instituições⁸⁴³ em dificuldades e da exposição de diversas outras a créditos irrecuperáveis ou de difícil recuperação.

Foi nesse quadro - em que se registraram maciços saques tanto de depósitos à vista quanto de depósitos a prazo, encerramento de contas, constante onda de boatos, entre outros fatos - que alguns conglomerados financeiros se viram obrigados a buscar socorro frequente junto ao Banco Central, de início sob a forma de “Empréstimos de Liquidez” e posteriormente sob a forma de pesados aportes de recursos, já não mais destinados a problemas de liquidez e sim de solvência.

In (DEBAN/BCB, 1986), p. 5-6.

A crise deu origem à aprovação⁸⁴⁴ de empréstimos às instituições que alcançaram Cr\$ 973 bilhões⁸⁴⁵. Adicionalmente, ela motivou o CMN a alterar as regras dos Empréstimos de Liquidez – passo concretizado na segunda quinzena de março, já sob o novo governo.

As duas instituições mencionadas, assim como outras, acabariam por ser liquidadas ao longo do ano de 1985.

Figueiredo, o último general-presidente do regime militar, se negou a participar da cerimônia de transmissão do cargo, assistindo-a de seu gabinete. Concluída a leitura do juramento, o já ex-presidente despediu-se dos funcionários e deixou o Palácio pela porta dos fundos.

Naquele instante concluía-se a transição «lenta, gradual e segura» iniciada por Geisel e chegavam ao fim os quase 21 anos de regime autoritário. A alta cúpula militar, os órgãos de informação e repressão e a burocracia técnica de Estado já não comandavam mais os destinos do país.

⁸⁴³ Bancos Sul Brasileiro e Habitasul.

⁸⁴⁴ Voto nº 103/85-A do CMN, de 27 de fevereiro de 1985.

⁸⁴⁵ Aproximadamente US\$ 247 milhões, de acordo com a cotação de 27 de fevereiro de 1985.

Capítulo VI - Democracia e experiências monetárias (1985–94)

6.1. Introdução

O período abordado por este capítulo foi de grandes transformações políticas e econômicas. Vinte e um anos após o golpe militar, e a seguir a uma longa política de distensão, o retorno à democracia seria abalado, em um primeiro momento, pela morte precoce do primeiro presidente civil e, alguns anos mais tarde, pelo impedimento do primeiro chefe de Estado eleito pelo voto popular. Com isso, e com a exceção de um intervalo pouco superior a dois anos, o decênio teria como protagonistas duas lideranças inesperadas, dois políticos «coadjuvantes», que assumiriam a chefia do Executivo por força de circunstâncias peculiares: José Sarney e Itamar Franco.

Sob o comando deles o país testemunharia grandes mudanças, como a legalização de partidos políticos, a admissão do voto dos analfabetos, a elaboração de uma nova Constituição, a realização das primeiras eleições presidenciais (desde 1960), a escolha (por plebiscito) da forma e do sistema de governo e a revisão constitucional, entre outros.

No tocante à economia, a aceleração da inflação e as políticas de combate à mesma tornar-se-iam a principal marca do período. Somente entre março de 1985 e julho de 1994 seriam cinco os principais planos econômicos (Plano Cruzado, Plano Bresser, Plano Verão, Plano Collor e Plano Real), seis os padrões monetários (cruzeiro, cruzado, cruzado novo, cruzeiro, cruzeiro real e real) e 136.686.669.520,66% o total da inflação acumulada pelo IPCA. As medidas, seus ajustes e o aprendizado em cada fracasso fariam do país um grande laboratório de testes de programas de estabilização.

Em relação à política monetária, dois processos importantes ocorreram em meio à profusão de iniciativas anti-inflacionárias, especialmente na segunda metade do decênio. O primeiro foi a migração (paulatina) de uma estratégia amparada no controle de agregados monetários para outra, na qual uma política ativa de taxas de juros passou a nortear a gestão do poder de compra da moeda. O segundo foi a crescente delegação

de poderes do CMN para o Banco Central, que passou a dispor de maior liberdade para utilizar seus instrumentos.

O capítulo encerra-se às vésperas do lançamento do Real, moeda que enfrentaria uma nova gama de desafios, mas que inaugurou uma era de estabilidade econômica e política no país. Se por um lado a longa gestação da Sexta República seguira o roteiro imposto pela distensão, por outro, a vitória sobre a inflação demandaria outros (quase) dez anos para ter início.

6.2. Sarney e o «choque heterodoxo»

A morte de Tancredo Neves criara um problema para a Nova República. Eleito por uma coalizão partidária plural, o político mineiro tinha a autoridade e a habilidade política para administrar os conflitos inerentes à heterogeneidade que o havia alçado à presidência. Sarney, por outro lado, despertava preocupação. Na opinião de muitos, tratava-se de um «oposicionista de última hora» que assumira a presidência sob a imensa sombra de Tancredo.

Naquela circunstância, como registra (FAUSTO, 2006), «as atenções se fixavam em dois pontos: na revogação das leis que vinham do regime militar estabelecendo ainda limites às liberdades democráticas (...); [e] na eleição de uma Assembleia Constituinte, encarregada de elaborar uma nova Constituição». Porém, a despeito do receio de muitos, Sarney seguiria o roteiro previamente estabelecido.

Em maio de 1985 foram reinstituídas as eleições diretas para a presidência da República e para a prefeitura das capitais dos estados⁸⁴⁶, os analfabetos conquistaram o direito ao voto, e alguns partidos políticos⁸⁴⁷ (antes sujeitos à condição de clandestinos) tiveram o seu registro legalizado – passando a poder disputar eleições. No mês seguinte, o

⁸⁴⁶ Além das capitais estaduais foram também afetados os municípios considerados estâncias hidrominerais ou áreas de segurança. Até então os prefeitos dos primeiros eram nomeados pelo governador do estado e o último pelo presidente da República. A mudança pôs fim ao instituto criado pelo regime militar.

⁸⁴⁷ Como o Partido Comunista Brasileiro (PCB) e o Partido Comunista do Brasil (PcdoB).

presidente assinou a emenda de convocação da Assembleia Nacional Constituinte, estabelecendo a data de 31 de janeiro de 1987 para a instalação dos seus trabalhos.

Apesar do atendimento às principais expectativas políticas da Nova República, o progresso no âmbito econômico mostrou-se mais lento e errático. A herança deixada por Figueiredo incluía a melhora das contas externas, mas trouxera como contrapeso uma inflação elevada e cujo ritmo de expansão aumentava no segundo semestre de 1985.

Logo o comportamento dos preços tornar-se-ia o foco da política econômica de Sarney – e de seus sucessores (Collor e Itamar). Como registra (MODIANO, 2014), «a inflação brasileira parecia ter propriedades específicas e uma dinâmica própria, resistindo às pressões deflacionárias da recessão e do desemprego», fato exemplificado pelo impacto reduzido da recessão de 1981-1983 no comportamento dos preços.

Ao longo da primeira metade dos anos 1980, a tese de que a inflação brasileira dispunha de um componente inercial importante ganhara força. Passara-se a defender que ela dispunha de grande capacidade de resistência à mudança de seu estado de movimento, mecanismo que (BRESSER-PEREIRA, 1981) apresentaria da seguinte forma:

As elevações de custos e preços não ocorrem todas ao mesmo tempo em todas as empresas. Elas ocorrem alternadamente, em uma e outra empresa.

Ora, este fato é decisivo. Suponhamos três empresas, A, B e C, no sistema. Se estas três empresas aplicam rigorosa e alternadamente a política de margem fixa sobre o custo, a taxa de inflação, uma vez iniciada e estabelecida em um certo nível, torna-se permanente. A combinação de margem fixa sobre o custo com alterações alternadas de preços não leva necessariamente a um aumento da taxa de inflação em um determinado patamar. Dada a manutenção das margens e suas alterações alternadas os preços continuam a crescer à mesma taxa que vinha crescendo anteriormente. E qualquer outro fator que eleve esse patamar, entre os quais uma elevação de margens, implica na manutenção desse novo patamar.

In (BRESSER-PEREIRA, 1981), p. 17.

Os esforços dos agentes econômicos para preservarem sua participação na renda em um contexto de inflação crônica dera origem a uma ampla indexação (formal ou informal) dos preços, com práticas de reajuste que ocorriam, por motivos diversos, de forma descasada. A dinâmica das atualizações de valores compreendia o repasse dos aumentos de custos aos preços, transportando para o futuro a inflação anterior. Mais, a imensa indexação formal da economia sancionava essa engrenagem, tornando praticamente inócuos os enfrentamentos do problema por meio da ortodoxia vigente.

Em meados da década de 1980, duas das principais propostas para enfrentar o problema foram publicadas por economistas ligados à Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio). A primeira, de André Lara Resende e Pêrsio Arida⁸⁴⁸ (e que receberia a alcunha de «Larida»), propunha uma reforma monetária em etapas. Primeiramente seria introduzida uma nova moeda, indexada, que circularia paralelamente ao cruzeiro ao longo de um período de transição. A ideia era motivar os agentes a voluntariamente adotar esta segunda unidade de conta (em função da sua proteção contra a perda de valor real) e a repactuar os seus contratos. Em um segundo momento, estabelecido o uso da nova unidade monetária e suprimido o componente inercial da inflação, o cruzeiro deixaria de existir.

A segunda proposta, «o choque heterodoxo» de Francisco Lafaiete Lopes, consistia «em um congelamento total e generalizado de preços e rendimentos acompanhado por políticas monetárias e fiscais passivas». Tal «congelamento *seria* temporário e seguido de uma fase de descompressão com controle de preços, na qual se permitiria uma elevação moderada de preços visando a reajustar a estrutura de preços relativos que tivesse resultado do congelamento» (LOPES, 1984).

No âmbito político, (CASTRO, 2011a) pontua que ambas dispunham de dois atrativos para os governantes. O primeiro era o fato das duas não se ampararem em medidas de

⁸⁴⁸ Ver (ARIDA; RESENDE, 1985).

restrição da demanda. O segundo era o caráter «neutro»⁸⁴⁹ quanto à questão distributiva.

O governo Sarney acabaria por adotar «o choque heterodoxo» e, em 28 de fevereiro de 1986, anunciaria ao país o «Plano Cruzado». Com ele, inaugurava-se a era dos programas de estabilização e a sucessão de trocas de moeda, que só teria fim com a introdução do Real, em 1º de julho de 1994. Seu fracasso, assim como o dos planos que o sucederam, teria grande importância na identificação das precondições e das políticas necessárias para a sustentabilidade de um plano de estabilização efetivo.

6.3. O período ano a ano

6.3.1. 1985

Dada a impossibilidade de Tancredo assumir em 15 de março, Sarney acabou por dar posse aos ministros escolhidos pelo presidente-eleito. A pasta da Fazenda foi entregue ao ex-secretário da Receita Federal (e sobrinho de Tancredo), Francisco Dornelles, já a do Planejamento ficou com o ex-secretário estadual da Fazenda de São Paulo, João Sayad.

Mesmo internado, Tancredo dera a ordem «é proibido gastar». A prioridade era combater a inflação e os gastos públicos haviam sido identificados como a principal fonte do problema. Em seu discurso na primeira reunião ministerial (lido por Sarney), o presidente-eleito determinou aos titulares de cada pasta que, num prazo de três meses, fizessem um levantamento completo da situação financeira de seus ministérios (e das empresas a eles vinculadas) para que posteriormente, em conjunto com a Secretaria de Planejamento, fossem definidas as prioridades de investimento.

Alinhada com a determinação de Tancredo, a Fazenda anunciou um conjunto de medidas, que incluíram: (i) um corte linear de 10% no orçamento da União - cabendo a

⁸⁴⁹ «Embora a desindexação não trouxesse a solução para a má distribuição de renda do Brasil, sua adoção poria salários e outras rendas em seus respectivos valores médios de equilíbrio (daí a caracterização de “choque neutro”)» (CASTRO, 2011a), p. 103.

cada ministério, órgão ou empresa, avaliar onde os mesmos seriam realizados; (ii) a suspensão dos financiamentos realizados pelos bancos federais por sessenta dias; (iii) a suspensão por noventa dias das aplicações da carteira de fomento do Banco Central; (iv) a fixação de quotas mensais de recursos para cada ministério - com base no fluxo de caixa elaborado pela Comissão de Programação Financeira do Ministério da Fazenda; (v) a proibição da contratação de pessoal até o final do ano na administração direta, indireta e fundações; (vi) o pagamento da dívida externa como prioridade número um das empresas estatais, estados e municípios – com a imposição de punições pelo descumprimento; e (vii) a fiscalização rigorosa da dívida do setor público junto às instituições financeiras privadas.

Dornelles seguiu à risca o receituário ortodoxo prescrito por Tancredo. «Seu objetivo final era chegar a um ponto em que o Estado não despendesse *de* mais do que arrecadava e não tivesse de recorrer à emissão de papel-moeda e a empréstimos de curto prazo para tapar os buracos» (FAUSTO, 2006). Adicionalmente, e como fora normalizado desde 1982, suas medidas também buscavam favorecer as negociações em curso com o FMI.

No tocante à política monetária, o CMN aprovou duas medidas⁸⁵⁰ importantes após a posse. A primeira impactou os recolhimentos compulsórios, reduzindo o saldo mínimo que os bancos deveriam manter na conta Reservas Bancárias, de 80% para 60% do valor do exigível. Com isso, o Conselho buscava dar agilidade aos ajustes de liquidez das instituições e reduzir a volatilidade das taxas de juros. A segunda alterou o cálculo da atualização da ORTN⁸⁵¹ (e, conseqüentemente, da correção monetária), determinando que a depreciação do cruzeiro acompanhasse essa variação⁸⁵².

⁸⁵⁰ Resoluções nºs 1.000 e 1.001, de 21 de março de 1985.

⁸⁵¹ Vale registrar que até então as atualizações monetária e cambial eram determinadas pela inflação do mês em curso, cuja imprevisibilidade aumentava o nível de incerteza nos mercados. Com a mudança, a ORTN passou a ser calculada com base na média geométrica das três últimas variações do IGP-DI, de acordo com a fórmula $ORTN_M = (IGPDI_{M-2} \times IGPDI_{M-3} \times IGPDI_{M-4})^{1/3} \times ORTN_{M-1}$. (MODIANO, 2014), p. 286, sublinha que o objetivo era amortecer a aceleração da inflação, “estendendo a ‘memória’ do processo inflacionário de um para três meses”.

⁸⁵² A variação percentual da cotação do dólar dos EUA em cruzeiros no mês M corresponderia à correção monetária de M-1.

As ações da Fazenda foram sucedidas pela retração da inflação no trimestre seguinte, mas cabe registrar que diversos preços controlados⁸⁵³ tiveram os reajustes suspensos, com ônus para o setor público. De acordo com (MODIANO, 2014), as elevações dos custos de produção, fruto dos reajustes salariais (então semestrais) e da mudança no cálculo das correções monetária e cambial (que com a queda da inflação passavam a captar taxas mais elevadas que as presentes), passaram gradualmente a pressionar a política em vigor.

Enquanto a inflação recuava, as autoridades monetárias tornaram a alterar as regras dos recolhimentos compulsórios e dos Empréstimos de Liquidez. No caso dos primeiros, o objetivo foi melhorar as condições da oferta de crédito e aperfeiçoar a operação do instrumento. No tocante aos segundos, o CMN buscou oferecer mecanismos mais adequados para auxiliar as instituições financeiras em dificuldades, evitando crises como a que atingira o mercado financeiro após as intervenções nos Bancos Sul Brasileiro e Habitasul⁸⁵⁴.

As primeiras mudanças nos compulsórios se deram em maio, e compreenderam: (i) a redução do percentual da exigência sobre os depósitos a prazo, de 22% para 20%⁸⁵⁵; e (ii) a autorização do uso das ORTN com cláusula de opção de resgate pela correção cambial para fins de cumprimento da exigência⁸⁵⁶. Entretanto, diante da ineficácia de tais medidas e da necessidade ajustes na exigência sobre os depósitos à vista, três novos normativos foram publicados em junho.

⁸⁵³ Como energia elétrica, água, combustíveis e produtos siderúrgicos.

⁸⁵⁴ No final do governo Figueiredo.

⁸⁵⁵ Resolução nº 1.005, de 2 de maio de 1985.

⁸⁵⁶ Circular nº 931, de 14 de maio de 1985. Ao impor o cumprimento da exigência com títulos públicos, em setembro de 1984, o BCB limitara os instrumentos aceitos a um conjunto de ORTN (prazo de 2 anos, juros de 6% a.a., e vencimento posterior a setembro de 1986) e exigira que a participação das LTN fosse limitada a 10% do total exigível (ver Circular nº 886, de 17 de setembro de 1984). Tal restrição foi revogada em janeiro de 1985, sendo permitido o uso de quaisquer ORTN e LTN, em qualquer proporção, com exceção dos instrumentos com cláusula de opção de resgate pela correção cambial (ver Circular nº 911, de 17 de janeiro de 1985). A medida de maio pôs fim a esta última restrição, passando a serem aceitas quaisquer ORTN ou LTN e em qualquer proporção.

O primeiro⁸⁵⁷ e o segundo⁸⁵⁸ tiveram por foco os depósitos à vista, pondo fim à possibilidade do saldo do último dia vir a constituir a base de cálculo do valor a recolher, quando superior à média móvel do período⁸⁵⁹, e promovendo uma reorganização da classificação dos bancos⁸⁶⁰ – cujo objetivo era elevar a margem operacional das instituições com menor capacidade financeira. O terceiro⁸⁶¹ tornou a reduzir a alíquota dos recolhimentos compulsórios sobre os depósitos a prazo⁸⁶² – desta vez para 11%.

O CMN também revogou todos os normativos referentes aos Empréstimos de Liquidez e instituiu quatro linhas distintas para a assistência financeira⁸⁶³, cada uma elaborada para lidar com um patamar distinto de dificuldade enfrentado pelas instituições com problemas (determinando as modalidades de socorro prestado, as garantias exigidas e as demais medidas cautelares adotadas).

As novas linhas estabelecidas foram as seguintes: (i) Empréstimo de Liquidez - antes dirigida apenas aos bancos comerciais, passou a abranger os bancos de investimento e as financeiras, destinando-se a atender eventuais momentos de iliquidez experimentados pelas instituições, de natureza circunstancial e de caráter breve; (ii) Empréstimo Especial - destinada a assistir os bancos comerciais que apresentassem desequilíbrios entre ativos e passivos, mas que demonstrassem condições de solvabilidade; (iii) Empréstimo Ponte - destinada ao suprimento de fundos às novas necessidades de caixa dos bancos de investimento e das financeiras, enquanto não fosse

⁸⁵⁷ Resolução nº 1.026, de 5 de junho de 1985.

⁸⁵⁸ Resolução nº 1.029, de 28 de junho de 1985.

⁸⁵⁹ Ver Resolução nº 648, de 22 de outubro de 1980. Segundo (DEBAN/BCB, 1986), p. 17, o modelo adotado em 1980 «não se justificava em termos de política monetária, inclusive dificultando a operacionalização dos recolhimentos compulsórios».

⁸⁶⁰ As instituições continuaram a ser classificadas como de pequeno, médio e grande porte – sendo adotada como critério a média aritmética de suas operações de crédito em dois períodos de reclassificação ao longo do ano: (i) de fevereiro a abril; e (ii) de agosto a outubro. «Cada porte (P, M e G) passou a ter uma estrutura de taxas progressivas – uma para as áreas incentivadas e outra para as não incentivadas –, com a alíquota variando em função do volume dos depósitos à vista do período de cálculo considerado para efeito de recolhimento. A instituição de sete faixas de compulsório em cada grupo (P, M e G) implicou, na realidade, em 21 níveis distintos de taxas efetivas de incidência dos recolhimentos compulsórios, comparativamente aos três níveis existentes até a época» (DEBAN/BCB, 1986), p. 19.

⁸⁶¹ Resolução nº 1.030, de 28 de junho de 1985.

⁸⁶² O normativo estabeleceu um decréscimo por etapas da exigência: (a) 17% sobre a posição de 28 de junho; (b) 14% sobre a posição de 31 de julho; e (c) 11% a partir de 30 de setembro.

⁸⁶³ Resolução nº 1.008, de 2 de maio de 1985

implementado o plano de recuperação econômico-financeira da instituição assistida por intermédio de linha de crédito específica; e (iv) Empréstimo de Recuperação - destinada à promoção do soerguimento da instituição, mediante a concessão de recursos a médio prazo, e sendo o seu deferimento vinculado à análise e à aprovação prévias de um plano de recuperação econômico-financeira apresentado pela instituição.

Durante os cinco primeiros meses da Nova República, acirraram-se consideravelmente as tensões dentro da equipe econômica do governo. O ministro da Fazenda Francisco Dornelles liderava a corrente ortodoxa, enquanto o ministro do Planejamento João Sayad era identificado com uma linha heterodoxa da política econômica. Tornaram-se públicas as divergências quanto aos moldes da renegociação externa, ao prolongamento do controle de preços, à prática de taxas de juros reais elevadas, aos ingredientes do ajuste fiscal, à correção do salário-mínimo, à mudança de fórmula das correções cambial e monetária, entre outras.

In (MODIANO, 2014), p. 287.

O descongelamento de tarifas de serviços públicos teve início ao final de junho, ocorrendo juntamente com a aprovação de uma série de majorações de preços por parte do CIP. A reação da inflação se deu no mês seguinte. O IPCA de julho registrou uma variação mensal de dois dígitos (10,31%) e acelerou em agosto, superando os 12%. De acordo com (MODIANO, 2014), a segunda alta foi fruto de um violento choque de oferta agrícola – que contribuiu para levar a variação mensal do IGP-DI a atingir os 14%.

No âmbito político, a divergência entre as propostas da Fazenda e do Planejamento ficaram cada vez mais evidentes, tanto em relação ao controle do déficit público, quanto às negociações com o FMI ou à forma como se daria a gestão das taxas de juros⁸⁶⁴. A política de austeridade pouco a pouco perdeu força e, com o reaquecimento da inflação, as dificuldades para levá-la adiante acabaram por levar Dornelles a pedir demissão – o que ocorreu ao final de agosto.

⁸⁶⁴ Dornelles defendia a manutenção das taxas em um patamar elevado enquanto não fossem realizados os cortes previstos no déficit público.

Com a saída do titular da Fazenda, Sarney nomeou para a pasta o presidente do BNDES, Dílson Funaro. Empresário e ex-secretário da Fazenda do governo de São Paulo, o novo escolhido chegou ao ministério anunciando a manutenção do controle de preços, a possível reformulação do cálculo da correção monetária e a adoção de medidas para reduzir as taxas de juros – plataforma mais próxima da defendida por Sayad.

O CMN acabou por reunir-se em 29 de agosto para aprovar a mudança no cálculo da correção monetária⁸⁶⁵. Com ela, o Conselho reinstituiu o modelo que atribuía ao indicador o percentual da variação dos preços medido pelo IGP-DI no mês anterior – adotando o mesmo critério para atualizar a cotação do dólar dos EUA.

A medida baseou-se na tese de que o modelo em vigor ameaçava tanto o sistema financeiro quanto a balança comercial. No tocante ao primeiro, argumentou-se que a manutenção levaria a saques nas cadernetas de poupança, obrigando os bancos a captar os recursos por meio de CDB - com custo mais elevado⁸⁶⁶. Em relação à segunda, a justificativa foi que a menor correção cambial prejudicava o setor exportador, influenciando negativamente a obtenção de saldos comerciais. Funaro defendia a importância de elevar a taxa de poupança interna, então em 15% do PIB.

O diagnóstico do novo ministro era que não havia risco de hiperinflação, mas dada a conjuntura econômica, seria desejável manter a variação anual dos preços em cerca de 200% (no curto prazo) para alcançar uma expansão do PIB de 5% em 1985. (MODIANO, 2014) relata que a maior parte das tarifas públicas e dos preços administrados passou a ser atualizada em bases mensais. Adicionalmente, a política monetária tornou-se menos restritiva, favorecendo o recuo das taxas de juro real – o que era compatível com a obtenção de um crescimento mais robusto do produto.

A inflação chegou a recuar nos meses de setembro e outubro, mas tornou a acelerar a partir de novembro, com o IPCA a registrar (consistentemente) taxas mensais superiores às de agosto (tal variação mostrar-se-ia ainda mais acelerada ao ser medida pelo IGP-DI

⁸⁶⁵ Resolução nº 1.047, de 28 de agosto de 1985.

⁸⁶⁶ As cadernetas remuneravam correção monetária + 6% a.a., enquanto os Certificados de Depósito Bancário remuneravam correção monetária + 20% a.a..

– indicador oficial da correção monetária). Diante disso, o governo decidiu antecipar⁸⁶⁷ a troca do indicador utilizado na atualização do valor das ORTN⁸⁶⁸ (e da correção monetária e do dólar dos EUA), do IGP-DI para o IPCA.

"Salário e capital têm que ser indexados pelo mesmo índice", disse o ministro da Fazenda. "E este índice tem que ser o mais amplo possível, como o IPCA, que inclui pesquisas por 2500 produtos, feito em 10 Estados, e com a periodicidade mensal, e medido por um conselho realmente representativo, que inclui hoje representantes dos trabalhadores (Dieese), dois empresários e dois economistas."

In («Novo índice reduz a inflação», 1985)

O IPCA também tornou-se o indexador responsável pela atualização da remuneração do trabalho (até então corrigida pelo INPC). Entretanto, a despeito da medida ter sido anunciada como um passo em direção à equidade distributiva, as periodicidades dos reajustes do capital e do trabalho mantiveram-se distintas (com a dos últimos permanecendo semestral).

O governo também tornou a incentivar a redução das taxas de juros praticadas pelo mercado, por meio de mudanças nas alíquotas dos recolhimentos compulsórios sobre os depósitos a prazo. Porém, antes do BCB publicar qualquer novo normativo, uma alteração importante ocorreu na dinâmica da fixação da exigência.

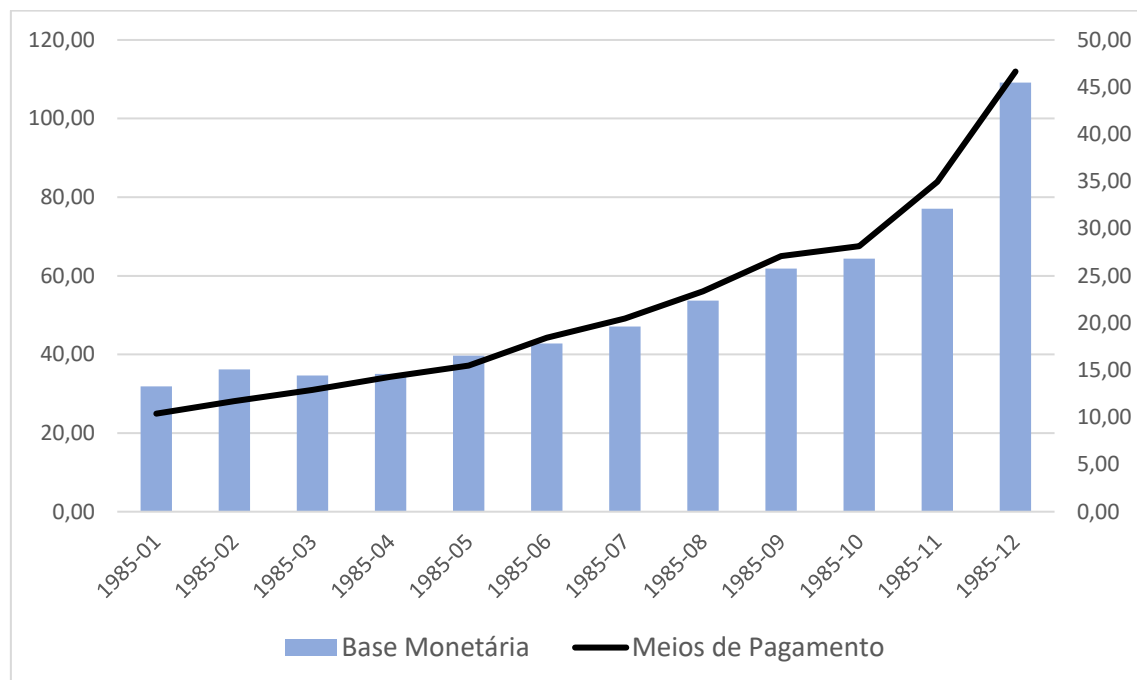
Até dezembro de 1985 as resoluções referentes a tais recolhimentos eram fruto de decisões do CMN, materializadas sob a forma de publicações do Banco Central. Entretanto, buscando dotar o BCB de «flexibilidade para conciliar a eventual eliminação do compulsório sobre depósitos a prazo com as exigências da política de administração

⁸⁶⁷ «A antecipação da adoção do IPCA, de janeiro de 1986 para dezembro, deve-se ao fato de o ministro da Fazenda, Dílson Funaro, ter ficado "irritado com a metodologia de cálculo do IGP pela Fundação Getúlio Vargas". O que aborreceu Funaro, na opinião de Sayad, foi o fato da FGV não ter levado em consideração no cálculo do Índice de Preços por Atacado - IPA (um dos componentes do IGP) de novembro os leilões de milho feitos pelo governo nas bolsas de cereais», trecho retirado de («IPCA determina correção monetária de dezembro. Mas salários só em janeiro», 1985).

⁸⁶⁸ Resolução nº 1.062, de 27 de novembro de 1985.

da liquidez» (DEBAN/BCB, 1986), o Conselho autorizou o Banco Central a fixar de forma autônoma os percentuais da obrigação⁸⁶⁹ – desde que respeitado o teto de 11%.

Figura 22 - Base Monetária e Meios de Pagamento (Cr\$ trilhões)



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil.

Assim, com base na nova regra, o Banco Central fixou o percentual do recolhimento sobre os depósitos a prazo em 7%⁸⁷⁰, estabelecendo que os excessos apurados em relação à posição de 30 de novembro fossem liberados em 2 de janeiro de 1986 – sob a forma de títulos públicos federais.

Os números antecipados por Funaro acabaram por ser largamente superados ao final do ano. Por um lado, a inflação atingiu 242,25% (IPCA), ficando bem acima dos 200% previstos pelo ministro (e dos 120% antecipados por Galvêas no ano anterior). Por outro, a expansão do PIB alcançou os 7,85%, sendo bem maior que a mencionada pela Fazenda (5%). Além disso, tanto a base monetária quanto os meios de pagamento registraram crescimentos bastante superiores aos programados no orçamento monetário, alcançando 257,31% e 304,27%, respectivamente.

⁸⁶⁹ Resolução nº 1.070, de 19 de dezembro de 1985.

⁸⁷⁰ Circular nº 979, de 19 de dezembro de 1985.

6.3.2. 1986

Em linha com a política de redução do custo do dinheiro, o BCB tornou a reduzir a alíquota dos recolhimentos compulsórios sobre depósitos a prazo em janeiro, fixando-a em zero⁸⁷¹. A medida liberou cerca de Cr\$ 9 trilhões retidos pela autoridade monetária, compensando a tradicional retração da oferta de liquidez do início de ano⁸⁷².

Entretanto, a elevação das taxas de juros não fora fruto apenas da oferta de liquidez. A inflação encerrara 1985 em trajetória de alta e os números preliminares do IPCA indicavam uma variação mensal de 16,2% em janeiro⁸⁷³ (um novo recorde), comprometendo as expectativas das instituições. Diante disso, Sarney instruiu seus ministros da Fazenda e do Planejamento a fazerem o que fosse necessário para conter a alta dos preços até o mês de março.

Fixada a prioridade, o governo anunciou ao final do mês⁸⁷⁴, uma série de medidas destinadas a frear a escalada dos preços. Entre elas, duas se destacariam pela importância na condução da política econômica nacional: (i) a constituição de uma conta única do Tesouro Nacional no Banco do Brasil; e (ii) o disciplinamento – que na prática levou ao fim – dos saques do Banco do Brasil na conta de movimento.

A primeira promoveu a centralização das 720⁸⁷⁵ contas do Tesouro Nacional em uma única, a ser administrada pela Secretaria do Tesouro⁸⁷⁶, e teve por objetivo dar ao governo um maior controle sobre as receitas e as despesas públicas. A segunda pôs fim à situação anômala que vigorava desde a criação do Banco Central, e que impedia este de exercer com exclusividade a função de autoridade monetária: o livre acesso do Banco

⁸⁷¹ Circular nº 991, de 16 de janeiro de 1986.

⁸⁷² «Tanto Funaro quanto o diretor do Mercado de Capitais do BC, Luiz Carlos Mendonça de Barros, argumentaram que o mês de janeiro é, por tradição, de aperto financeiro para os bancos, pois é justamente a época em que as instituições antecipam o recolhimento do Imposto de Renda. Além disso, muitas empresas adotam a mesma medida, acostumando-se a recorrer aos próprios bancos para cobrir o Imposto de Renda. Essa atitude, em larga escala, tem como consequência a redução da liquidez, daí a eliminação do compulsório adotada pelo BC» («BC muda recolhimento compulsório», 1986).

⁸⁷³ O resultado do IPCA de janeiro de 1986 acabaria por ser inferior ao dado preliminar, registrando uma variação mensal de preços de 14,37%. O IGP-DI, contudo, atingiu 17,79%.

⁸⁷⁴ Em 27 de janeiro de 1986.

⁸⁷⁵ Número obtido em («Ministro ameaça tabelar carne», 1986).

⁸⁷⁶ Que, embora não existisse formalmente, já funcionava, na prática, no Ministério da Fazenda.

do Brasil à conta de movimento. A decisão restringiu a capacidade do Banco do Brasil de emitir moeda, condicionando os saques de recursos daquela conta à prévia autorização da Secretaria do Tesouro.

As medidas ainda compreenderam a fixação⁸⁷⁷ de um recolhimento compulsório de 25% sobre os depósitos em cadernetas de poupança, valores que seriam remunerados à taxa de 6% a.a..

Entretanto, a manutenção da inflação em um patamar elevado motivou o CMN a aprovar um mais um conjunto de medidas em fevereiro⁸⁷⁸, cujo principal objetivo era conter a demanda. O «pacote» atingiu o consumo das pessoas físicas por vários caminhos, incluindo (i) a redução dos prazos máximos de financiamento das compra de bens (para 120 dias)⁸⁷⁹, (ii) o estabelecimento de um valor limite de 100 ORTN para as operações com cheque especial⁸⁸⁰, (iii) a imposição de um amortização mínima de 40% da fatura mensal dos cartões de crédito⁸⁸¹ e (iv) o impedimento da realização de operações de arrendamento mercantil (que também atingiu as firmas individuais)⁸⁸².

Outras decisões do Conselho incluíram (i) a transferência dos saldos dos depósitos voluntários dos bancos (no Banco do Brasil) para a conta Reservas Bancárias⁸⁸³ (no BCB), (ii) a instituição do recolhimento compulsório sobre os depósitos à vista das caixas econômicas⁸⁸⁴ e a limitação das operações ativas dos bancos comerciais e caixas econômicas direcionadas às pessoas físicas (a 25% do total das operações de crédito das instituições – excluídos os financiamentos rurais)⁸⁸⁵.

⁸⁷⁷ Resolução nº 1.090, de 31 de janeiro de 1986.

⁸⁷⁸ Em 20 de fevereiro de 1986.

⁸⁷⁹ Resolução nº 1.096, de 20 de fevereiro de 1986. O prazo anterior para a maioria dos produtos, exceto automóveis, era de 12 meses.

⁸⁸⁰ O «cheque especial» é uma linha de crédito automática que o banco oferece ao cliente quando este necessita efetuar pagamentos ou transferências a partir de sua conta e não dispõe de saldo suficiente para a operação. O teto imposto de 100 ORTN equivalia em 20 de fevereiro a US\$ 700,00 no câmbio oficial ou a US\$ 525,00 no câmbio paralelo (Resolução nº 1.096, de 20 de janeiro de 1986).

⁸⁸¹ Resolução nº 1.094, de 20 de fevereiro de 1986.

⁸⁸² Resolução nº 1.095, de 20 de fevereiro de 1986.

⁸⁸³ Resolução nº 1.091, de 20 de fevereiro de 1986.

⁸⁸⁴ Resolução nº 1.093, de 20 de fevereiro de 1986.

⁸⁸⁵ Resoluções nºs 1.093 e 1.096, de 20 de fevereiro de 1986, respectivamente.

Na prática, as decisões de fevereiro precederam, por poucos dias, a implantação do novo programa de estabilização do governo: o Plano Cruzado.

Inspirado no «choque heterodoxo» de Francisco Lopes, o Plano buscou interromper o mecanismo de sustentação da inércia inflacionária por meio de um congelamento generalizado e temporário dos preços e, juntamente com outras ações, visava promover um reajuste da estrutura de preços relativos. Com ele, o governo esperava criar as condições para um retorno à normalidade econômica sem a reativar o componente inercial.

As principais medidas do Plano Cruzado incluíram: (i) a instituição do Cruzado como novo padrão monetário⁸⁸⁶, sendo fixada em mil para uma conversão dos cruzeiros na nova moeda; (ii) o congelamento dos preços (produtos e serviços) e da taxa de câmbio⁸⁸⁷ por tempo indeterminado, sem previsão de compensação pela inflação passada no caso dos primeiros⁸⁸⁸; e (iii) a eliminação da indexação de ativos e contratos – com a substituição das ORTN pelas OTN⁸⁸⁹ (cujos valores ficariam congelados por 12 meses) e com a imposição de mudanças que alteraram o comportamento das taxas de juros (prefixadas e pós-fixadas).

O congelamento estancava os preços no nível que estivessem, enquanto a tablita corrigia os valores futuros. Como todos tinham uma expectativa de inflação, até mesmo os contratos estavam contaminados. Os contratos incorporavam a inflação prevista para os próximos meses. Apenas o congelamento não seria suficiente para estancar a inércia, era necessário retirar a inércia dos contratos, pois estaria embutida nos preços futuros.

Declaração do ex-presidente do BCB Fernando Bracher in (BCB, 2019d), p. 43.

O Plano também estabeleceu regras para a conversão dos salários para a nova moeda. Enquanto os vencimentos superiores ao mínimo deveriam ser calculados com base no

⁸⁸⁶ Decreto-lei nº 2.283, de 27 de fevereiro de 1986, e Resolução nº 1.100, de 28 de fevereiro de 1986.

⁸⁸⁷ A política de desvalorizações diárias da moeda brasileira foi suspensa, sendo atribuída à divisa dos EUA a cotação de 28 de fevereiro de 1986, convertida em cruzados. Vale registrar que o Brasil gozava de uma situação confortável em sua balança comercial e que o dólar dos EUA depreciara-se ante outras moedas fortes, cenário que não exigia a adoção de medidas cambiais preventivas ou compensatórias como uma desvalorização.

⁸⁸⁸ As tarifas industriais de energia elétrica foram reajustadas em 20%.

⁸⁸⁹ Obrigações do Tesouro Nacional.

poder de compra médio dos últimos seis meses (fevereiro incluído), recebendo o acréscimo de um abono de 8%, o salário mínimo foi ampliado para Cz\$ 804,00⁸⁹⁰, o que, segundo (MODIANO, 2014), correspondeu à mesma média acrescida de um abono de 16%. Adicionalmente, o governo instituiu um mecanismo denominado «gatilho salarial», que passou a garantir a atualização dos salários sempre que a inflação acumulasse uma variação igual ou superior a 20%.

Os salários não foram congelados com o Plano Cruzado. Ao contrário, as datas anuais dos dissídios coletivos, que haviam prevalecido até novembro de 1979, foram restauradas. Por ocasião dos dissídios anuais, os salários seriam automaticamente corrigidos com base em 60% da variação acumulada do custo de vida. Além dos reajustes anuais, os salários seriam automaticamente corrigidos de acordo com uma escala móvel, sempre que a taxa de inflação acumulasse o “gatilho” de 20%.

In (MODIANO, 2014), p. 291.

Paralelamente, em linha com a política de redução das taxas de juros e buscando adequar as regras das cadernetas de poupança ao novo Plano, o CMN decidiu acrescentar duas medidas. A primeira⁸⁹¹ reduziu para 60 dias o prazo mínimo das captações de recursos a prazo fixo e com taxas prefixadas⁸⁹², impactando os bancos comerciais, de investimento e de desenvolvimento. Ela também autorizou os bancos e as caixas econômicas a receberem depósitos a prazo fixo com taxas prefixadas de outras instituições, desde que não houvesse emissão de certificado e que a maturidade mínima das operações fosse de sete dias. A segunda⁸⁹³ estabeleceu que o rendimento das cadernetas de poupança das pessoas físicas seria creditado a cada três meses, sendo a remuneração fixada em 1,5% ao trimestre (além da atualização do valor pela variação do Índice de Preços ao Consumidor – IPC⁸⁹⁴).

⁸⁹⁰ O equivalente, em 27 de fevereiro, a US\$ 58,47 (câmbio oficial) ou US\$ 43,23 (câmbio paralelo).

⁸⁹¹ Resolução nº 1.102, de 28 de fevereiro de 1986.

⁸⁹² Vale registrar que o BCB havia acabado de reduzir esse mesmo prazo em 30 de janeiro, por meio da Resolução nº 1.085, para 90 dias. A medida havia sido adotada para estimular o recuo das taxas de juros de menor maturidade.

⁸⁹³ Resolução nº 1.103, de 28 de fevereiro de 1986.

⁸⁹⁴ O Índice de Preços ao Consumidor (IPC), calculado pelo IBGE, fora instituído pelo Decreto-Lei nº 2.284, de 10 de março de 1986, sendo uma das criações do Plano Cruzado. Foi extinto em março de 1991.

O Conselho também ampliou os poderes do Banco Central, no início de março, dando autonomia à autoridade monetária para fixar as condições dos recolhimentos compulsórios sobre os depósitos à vista (composição e percentuais sobre o total)⁸⁹⁵ e dos empréstimos de liquidez⁸⁹⁶. A decisão foi sucedida por mudanças na composição dos primeiros, com o BCB a autorizar os bancos a cumprirem até 10% da exigibilidade com títulos públicos federais⁸⁹⁷, e pelo afrouxamento das condições de acesso aos empréstimos de liquidez⁸⁹⁸ (ampliação da oferta de recursos⁸⁹⁹ e redução das taxas de juros das operações⁹⁰⁰).

Finalmente, ao final do terceiro trimestre, o colegiado decidiu proibir as instituições de emitir quaisquer títulos com cláusula de correção monetária (deixando de fora as cadernetas de poupança)⁹⁰¹, medida que foi acompanhada, entre outros, pela redução do prazo mínimo das operações ativas dos bancos de investimento⁹⁰² – para 60 dias.

Recebido com entusiasmo pela população, o Plano Cruzado desencadeou um forte recuo nas taxas de inflação. Em abril o IPCA registrou uma variação mensal de 0,78%, tendo o indicador sustentado um patamar próximo a 1% a.m. ao longo do restante do primeiro semestre. Também foi forte a adesão voluntária à política de fiscalização do congelamento de preços, com o surgimento dos chamados «fiscais do Sarney», e o consumo – que já vinha aquecido – registrou uma nova expansão, dessa vez alimentado pela percepção do aumento do poder aquisitivo.

O crescimento da demanda interna promoveu a elevação das contratações e o aumento da renda real dos trabalhadores. Como registra (CASTRO, 2011a), «o temor de interromper a produção diante da explosão de consumo (...) fez com que alguns empresários concedessem aumentos salariais adicionais aos do abono, sob ameaça de

⁸⁹⁵ Resolução nº 1.108, de 6 de março de 1986.

⁸⁹⁶ Resolução nº 1.110, de 6 de março de 1986.

⁸⁹⁷ Circular nº 1.005, de 6 de março de 1986.

⁸⁹⁸ Circular nº 1.006, de 6 de março de 1986.

⁸⁹⁹ De 5% para 10% da média dos depósitos à vista.

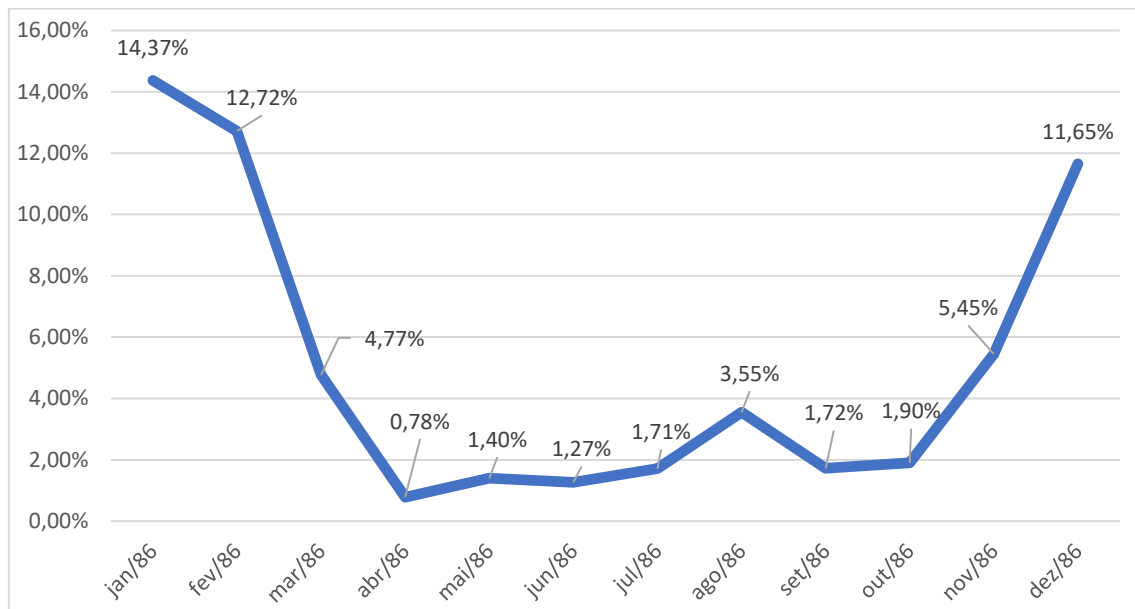
⁹⁰⁰ De overnight mais 6% a.a., mais 10% a.a. e mais 18%, para overnight mais 2% a.a., mais 4% a.a. e mais 6% a.a. nas operações até o limite, entre uma e duas vezes o limite e acima de duas vezes o limite, respectivamente

⁹⁰¹ Resolução nº 1.114, de 19 de março de 1986.

⁹⁰² Resolução nº 1.113, de 19 de março de 1986.

greve». Somente entre março e junho de 1986 a taxa de desemprego aberto das regiões metropolitanas recuou de 4,39% para 3,76% (atingindo 2,16% em dezembro)⁹⁰³.

Figura 23 - Variação mensal do IPCA



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil.

A dimensão do superaquecimento da economia em junho pode ser ilustrada por alguns números: as vendas cresceram 22,8% nos primeiros seis meses de 1986 em relação ao mesmo período do ano anterior; a produção de bens de consumo duráveis aumentou 33,2% nos 12 meses anteriores; a taxa de desemprego aberto caiu de 4,4% em março para 3,8%; e os salários reais tiveram um ganho de aproximadamente 12% desde o final de fevereiro. Assim, no final desse período a política econômica dispunha, aparentemente, de apenas duas opções: ou decretava o fim do congelamento de preços ou desacelerava o crescimento do produto através de um rápido e severo corte na demanda agregada.

In (MODIANO, 2014), p. 294.

A oferta interna não foi capaz de acompanhar o ritmo de expansão da demanda e, aliada às dificuldades de suprir o mercado com produtos importados, acabou por dar origem a problemas de abastecimento – que se agravaram na segunda metade do ano. Além disso, diante da crescente escassez de produtos, teve início a instituição (informal) da

⁹⁰³ Números do IBGE.

cobrança de ágios (sobre os preços tabelados) por parte de fornecedores e comerciantes.

Diante de um «consumo excessivo», o CMN decidiu reduzir os recursos ofertados sob a forma de crédito pessoal ao final do primeiro semestre. Suas novas medidas foram apresentadas como temporárias e tendo por objetivo a contenção da demanda até que a oferta de bens reagisse, estabelecendo um novo patamar de equilíbrio. Entre as iniciativas do Conselho, que incluíram a proibição da venda de combustível no cartão de crédito, entre outros, duas merecem maior destaque. A primeira⁹⁰⁴ impôs uma redução de 20% no volume do crédito (qualquer modalidade) ofertado às pessoas físicas por bancos comerciais e caixas econômicas, deixando de fora as operações de crédito rural. A segunda⁹⁰⁵ determinou uma redução de 20% do saldo das operações de financiamento à aquisição de bens e serviços por parte das financeiras. Em ambos os casos as decisões tomavam por base os saldos vigentes em 30 de maio e estabeleciam um cronograma para as reduções⁹⁰⁶.

Um novo pacote fiscal foi anunciado em julho⁹⁰⁷ pelo presidente, ficando conhecido como «Cruzadinho». Suas principais medidas incluíram: (i) a instituição de um empréstimo compulsório⁹⁰⁸ sobre as vendas de combustíveis e de automóveis; (ii) a cobrança de uma taxa não restituível de 25% sobre a venda de passagens aéreas e de dólares a turistas; (iii) a criação de uma nova caderneta de poupança - com taxa livre de remuneração, mas sem a garantia do governo; e (iv) a elevação das alíquotas do imposto de renda incidentes sobre as aplicações financeiras de curto prazo, combinada com a redução das mesmas sobre as de longo prazo.

⁹⁰⁴ Resolução nº 1.146, de 26 de junho de 1986.

⁹⁰⁵ Resolução nº 1.147, de 26 de junho de 1986.

⁹⁰⁶ Os 20% em relação aos saldos vigentes em 30 de maio deveriam ser cumpridos da seguinte forma: (i) 7% até 31 de julho; (ii) 7% até 29 de agosto; e (iii) 6% até 30 de setembro.

⁹⁰⁷ Em 23 de julho de 1986.

⁹⁰⁸ O empréstimo compulsório (28% no caso do álcool e da gasolina e entre 10% e 30% no caso dos veículos – a depender da idade do mesmo) seria cobrado no ato da venda. A restituição do valor ao consumidor, acrescida de rendimento equivalente ao das cadernetas de poupança, se daria somente no último dia do terceiro ano posterior ao do recolhimento (a medida tinha previsão de vigorar até 31 de dezembro de 1989).

O Cruzadinho tinha por objetivo elevar a poupança interna (para financiar o setor público) e desaquecer o consumo. Os recursos obtidos com os empréstimos compulsórios seriam geridos por um Fundo Nacional de Desenvolvimento (FND), que financiaria investimentos nas áreas social e de infraestrutura – parte de um Plano de Metas anunciado pelo governo, mas que ficaria restrito ao campo das intenções.

Sem que as ações do governo lograssem êxito, o agravamento da escassez de produtos foi acompanhado pela deterioração dos resultados da balança comercial – fruto de uma queda progressiva das receitas com as exportações.

(CAMPOS, 1994) credita o recuo das vendas ao exterior à sobrevalorização do cruzado, uma vez que a moeda permaneceu estável entre março e outubro⁹⁰⁹ e só voltou a sofrer minidesvalorizações a partir do fim de novembro⁹¹⁰. (FONSECA, 2002), entretanto, destaca o aumento da preferência do produtor doméstico pelo atendimento ao mercado interno. Dada a «contingência cambial ainda crítica» e os consequentes controles impostos às importações, o cenário tornara-se «ideal para os produtores brasileiros aproveitarem-se da cobrança de ágio».

A economia apresentava sintomas claros de superaquecimento e de desequilíbrio nas contas externas, sendo natural a adoção de medidas corretivas para evitar o descontrole da situação. Porém, 1986 era um ano eleitoral de grande importância. Além dos futuros governadores de estado, o resultado das urnas apontaria a maioria dos membros da Assembleia Nacional Constituinte (a totalidade dos deputados federais e dois terços dos senadores) – cuja primeira sessão estava marcada para o início do ano seguinte.

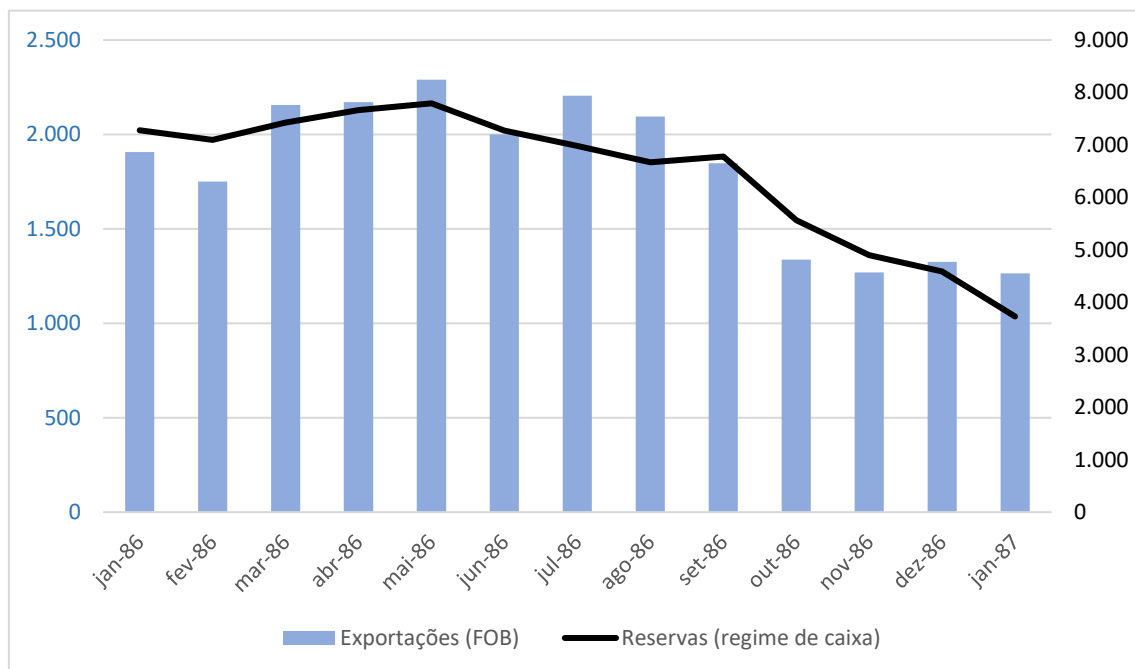
Diante disso, o governo optou por postergar os ajustes necessários para o período pós-eleitoral, o que rendeu frutos políticos. O PMDB, agora o principal partido do governo, tornou-se o grande vencedor nas urnas, elegendo praticamente todos os seus

⁹⁰⁹ O valor do dólar dos EUA permaneceu estável em CZ\$ 13,84 entre 3 de março e 15 de outubro, sendo reajustado em 1,8% em 16 de outubro e permanecendo novamente estável até 21 de novembro de 1986.

⁹¹⁰ Entre março e setembro o IPCA registrara uma inflação acumulada superior a 16,1%.

candidatos a governador de estado (com exceção do de Sergipe) e conquistando a maioria absoluta das cadeiras da Câmara dos Deputados e do Senado⁹¹¹.

Figura 24 - Exportações e saldo das reservas internacionais - regime de caixa (US\$ milhões)



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil.

Seis dias após as eleições o governo anunciou uma série de ajustes no Plano Cruzado que incluíram medidas para elevar a arrecadação, como o reajuste de preços públicos (como energia elétrica, gasolina, telefone e tarifa postal) e a elevação de impostos indiretos (incidentes sobre automóveis, bebidas e cigarros). O «pacote», que ficaria conhecido como «Cruzado II» teve dois efeitos principais: (i) produziu no eleitor o sentimento de que o adiamento das medidas dera-se exclusivamente por oportunismo político, manchando a credibilidade do governo Sarney; e (ii) impactou a evolução das taxas de inflação.

O IPCA, que registrara uma variação mensal de 1,9% em outubro, saltou para 5,45% a.m. em novembro e viria a encerrar dezembro em dois dígitos, a 11,65% a.m..

⁹¹¹ O partido elegeu 261 deputados federais, de um total de 487, sendo que o grupo dissidente do PDS que o apoiara em 1985 – agora Partido da Frente Liberal (PFL) – conquistou outras 116 vagas do total. No Senado, o PMDB obteve 38 das 49 vagas em disputa, elevando o seu total de cadeiras para 45 (das 72 da casa) em função do terço dos senadores cujo mandato não estava em disputa.

O Cruzado II foi, assim, a válvula de escape para o abandono do congelamento. Os preços começaram a ser corrigidos, e a taxa mensal de inflação em janeiro de 1987 atingiu 16,8%, acumulando mais de 20% desde março de 1986. A consequência foi o acionamento do gatilho salarial. O fim oficial do Plano Cruzado ocorreu em fevereiro de 1987, com a decretação da extinção do congelamento dos preços.

In (CASTRO, 2011a), p. 115.

A indexação e a política de minidesvalorizações cambiais⁹¹² foram reestabelecidas e, ao final de novembro, o CMN mudou a regra de remuneração das cadernetas de poupança⁹¹³, vinculando-as à rentabilidade das Letras do Banco Central (LBC)⁹¹⁴. Dias mais tarde, já no início de dezembro, o Conselho ofereceu aos bancos comerciais, de investimento e de desenvolvimento a possibilidade de captarem depósitos a prazo de 90 dias com remuneração pós-fixada⁹¹⁵ (atualizada pela variação da LBC e acrescida de juros).

(...) o iminente retorno da inflação de dois dígitos forçou as autoridades a admitirem a volta da indexação financeira que tinha sido condenada em fevereiro, pois esta tem, pelo menos, o mérito de servir de parâmetro para a negociação de contratos. Assim, as autoridades permitiram a emissão de CDB de prazo mínimo de 90 dias com correção monetária pós-fixada, embora com base nas taxas de juros com Letras do Banco Central (LBC), e voltaram a praticar uma política de minidesvalorizações frequentes da taxa de câmbio informalmente atrelada à inflação mensal. Além disso, as cadernetas de poupança voltaram a ter rendimentos mensais, indexados com base no maior valor entre a taxa de juros das LBC e a variação do INPC⁹¹⁶.

In («Carta do IBRE - 1986/87 - Panorama e perspectivas», 1987), p. 16.

⁹¹² O primeiro reajuste do dólar estadunidense – desde o anúncio do congelamento – se deu em 15 de outubro de 1986.

⁹¹³ Resolução nº 1.217, de 24 de novembro de 1986.

⁹¹⁴ Criada pela Resolução nº 1.124, de 15 de maio de 1986, a LBC foi um título público escritural emitido pelo Banco Central cujo valor era atualizado diariamente de acordo com a taxa de juros de um dia (*overnight*). Como a extinção da correção monetária pusera fim à ORTN e como o novo instrumento era livre do risco de taxa de juros, ele acabou por se tornar um «porto seguro» para os investidores avessos ao risco e o principal indicador da tendência do mercado.

⁹¹⁵ Resolução nº 1.225, de 1 de dezembro de 1986.

⁹¹⁶ A opção mencionada valia apenas para as cadernetas de poupança abertas antes da adoção da nova regra, em novembro de 1986.

Adicionalmente, os aumentos da inflação e da incerteza levaram as taxas de juros de curto prazo a disparar, comprometendo, entre outros, a captação de recursos por parte dos bancos. Em resposta, e visando «eliminar o clima de insegurança em que *trabalhava* o mercado financeiro»⁹¹⁷, o CMN autorizou o BCB a disponibilizar uma linha especial de financiamento aos bancos comerciais⁹¹⁸.

Apesar do «choque heterodoxo», os indicadores de inflação encerraram o ano em patamar elevado e com tendência de alta. O IPCA registrara uma variação anual de 79,7%, e o IGP-DI alcançara um número um pouco mais baixo: 65%. De todo modo, a credibilidade do governo havia sido seriamente abalada, e essa mácula concorreria para o comprometimento de suas iniciativas futuras.

6.3.3. 1987

A despeito da forte expansão do produto em 1986 (7,49%), a situação econômica do Brasil tornou a complicar-se no início de 1987. Por um lado, a inflação acelerara, não havendo motivos para crer que o movimento fosse episódico. Por outro, o recuo das exportações produziu sucessivos déficits mensais na balança comercial ao final de 1986, contribuindo para a produção de grandes saldos negativos em transações correntes e para a rápida deterioração das reservas internacionais (com impacto no cumprimento do serviço da dívida externa).

O «gatilho salarial» foi disparado pela primeira vez em decorrência da inflação de dezembro. Porém, a restituição do poder de compra dos vencimentos foi efêmera, dado ritmo da elevação dos preços⁹¹⁹.

O fracasso do Plano Cruzado (e do Cruzado II) colocaram o governo e sua equipe econômica sob forte pressão, especialmente do empresariado. Os problemas de abastecimento persistiram, as taxas de juros permaneceram elevadas (juntamente com

⁹¹⁷ Declaração do assessor de imprensa do BCB. Ver («Crédito de liquidez para estabilizar juro», 1986).

⁹¹⁸ Por meio da Resolução nº 1.227 e da Circular nº 1.094, ambas de 3 de dezembro de 1986.

⁹¹⁹ As variações mensais do IPCA e do INPC em janeiro foram de 13,21% e de 16,82%, respectivamente.

as previsões para a inflação) e as expectativas dos industriais para a economia passaram a oscilar entre uma forte desaceleração econômica e uma recessão.

Diante da escalada do custo do dinheiro, as autoridades monetárias decidiram ampliar a demanda por instrumentos pós-fixados (com valores atualizados pela variação da LBC). A ideia apoiava-se no fato dos instrumentos serem atualizados pela taxa *overnight*, o que os isentava do risco de taxa e permitia que o ofertante de recursos não precisasse superestimar a inflação futura na fixação dos juros (contribuindo para conter sua expansão).

Nessa linha, as autoridades monetárias adotaram quatro medidas na primeira quinzena de janeiro: três diretamente ligadas aos instrumentos pós-fixados e uma relacionada à oferta de recursos. A primeira⁹²⁰ reduziu o prazo mínimo das captações de depósitos a prazo com remuneração pós-fixada (com base na LBC), de 90 para 60 dias. A segunda⁹²¹ elevou a participação mínima das LBC nas aplicações dos Fundos de Aplicações de Curto Prazo, de 40% para 60%. A terceira⁹²², de cunho tributário, reduziu a incidência do imposto de renda sobre os títulos atualizados pela LBC (CDB e Letras de Câmbio). Por fim, uma quarta medida⁹²³ instituiu uma linha especial de financiamento de curto prazo do BCB para os bancos de investimento e para as financeiras.

Uma quinta medida foi adotada ao final do mês, facultando às instituições o recebimento de depósitos interfinanceiros (a prazo fixo) com prazo mínimo de 15 dias, quando remunerados com o rendimento nominal das LBC acrescidos de juros⁹²⁴.

No tocante ao controle dos preços, o governo acabou por ceder às pressões e restaurou, em 4 de fevereiro, o sistema vigente antes do Plano Cruzado. Com isso, os preços de produtos controlados pelo CIP e os tabelados pela Sunab foram reduzidos de 2,4 mil para aproximadamente 400. Somente os preços remanescentes continuaram a

⁹²⁰ Por meio da Circular nº 1.108, de 14 de janeiro de 1987. A medida reduzia o custo de captação de curto prazo das instituições.

⁹²¹ Por meio da Circular nº 1.109, de 14 de janeiro de 1987. A medida ampliava o mercado cativo dos instrumentos, reduzindo os esforços de colocação dos ativos no mercado livre.

⁹²² Resolução nº 1.246, de 14 de janeiro de 1987.

⁹²³ Resolução nº 1.247, de 14 de janeiro de 1987.

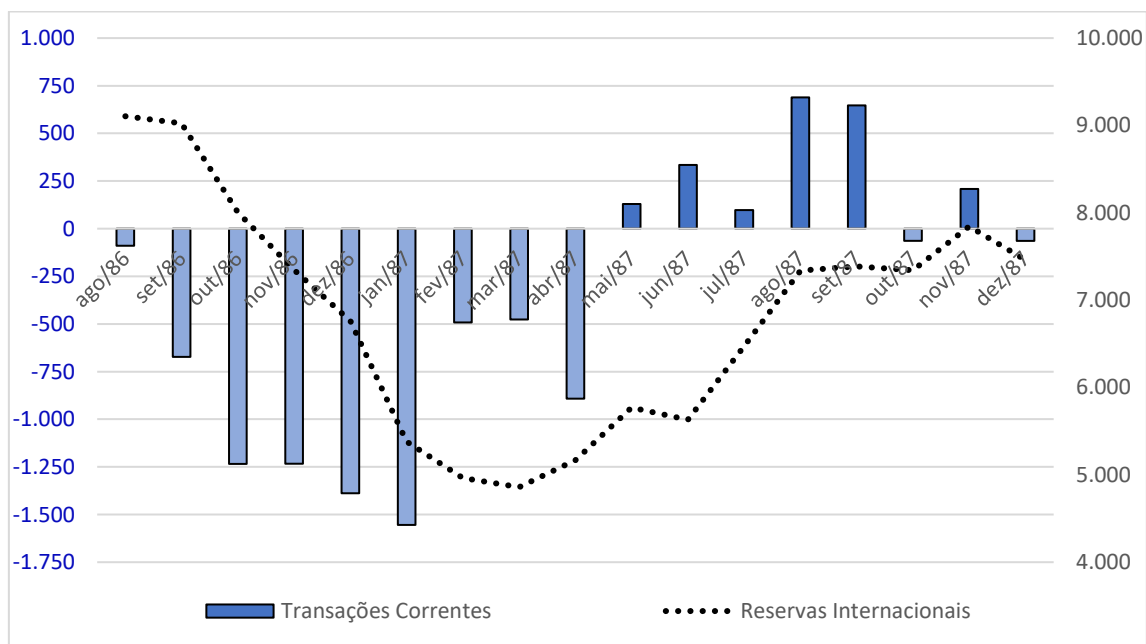
⁹²⁴ Resolução nº 1.260, de 28 de janeiro de 1987 e Carta Circular nº 1.559, de 30 de janeiro de 1987.

depender de autorização do governo para um eventual reajuste, ficando os demais livres a partir daquela data.

Em reação à decisão do governo, e preocupado com uma escalada da inflação, o BCB determinou o cumprimento exclusivamente em espécie dos recolhimentos compulsórios sobre os depósitos à vista dos bancos comerciais⁹²⁵ (pondo fim à parcela de 10% do valor aceita em títulos públicos)⁹²⁶. A medida, embora aparentemente contraditória com a política de redução dos juros, teve por objetivo conter o aumento dos preços por meio da redução da oferta de liquidez.

Porém, a manutenção da tendência ascendente dos juros acabou por elevar a pressão de políticos e de empresários sobre o governo, tendo por desfecho o pedido de exoneração do presidente do Banco Central, Fernão Bracher (que também já divergira de Funaro no tocante à negociação da dívida externa).

Figura 25- Saldos mensais das Transações Correntes e Reservas Internacionais (US\$ milhões)



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil.

A situação das contas externas permanecera delicada ao longo de janeiro. A balança comercial registrara mais um saldo negativo e as transações correntes haviam atingido

⁹²⁵ E do encaixe obrigatório sobre depósitos à vista movimentáveis por cheques das caixas econômicas

⁹²⁶ Circular nº 1.126, de 5 de fevereiro de 1987.

um déficit superior a US\$ 1,5 bilhão. Assim, sem uma perspectiva de melhora no curto prazo, sem acordo com os credores internacionais e diante do agravamento da situação das reservas internacionais, o governo decretou uma «moratória técnica» em meados de fevereiro⁹²⁷, justificando a decisão com base na impossibilidade de continuar a honrar os compromissos externos do país.

O processo de reindexação da economia deu um novo passo ao final de fevereiro, com a decisão do CMN de pôr fim ao congelamento da OTN, e com a Presidência da República a transformá-la no indexador oficial dos contratos. A primeira medida⁹²⁸ determinou que o valor da Obrigação fosse atualizado até junho pela variação do IPC ou da LBC (prevalecendo o indicador com maior variação), e a partir de julho pela LBC. A segunda, que assumiu a forma de um Decreto-Lei⁹²⁹, completou o processo iniciado em novembro de 1986.

Entretanto, o agravamento da situação econômica transformara-se em uma crise política, com efeitos relevantes no comando dos ministérios.

As vendas caíram em consequência da queda do salário real, da elevação das taxas de juros e do aumento da incerteza. O desaquecimento da economia tinha, no entanto, também raízes do lado da oferta. Foram impostos novos limites às importações de matérias-primas essenciais e produtos intermediários, devido à escassez de reservas cambiais, e os mercados domésticos encontravam-se desorganizados pelo descongelamento de preços abrupto e sem indicações, seja de uma nova política de reajustes, seja de um novo congelamento.

In (MODIANO, 2014), p. 296.

⁹²⁷ O anúncio oficial foi em 20 de fevereiro de 1987, embora dias antes a decisão já fosse de conhecimento público.

⁹²⁸ Resolução nº 1.265, de 26 de fevereiro de 1987.

⁹²⁹ Por meio do Decreto-Lei nº 2.322, de 26 de fevereiro de 1987.

A pressão sobre o governo aumentou, e cresceram as divergências entre os titulares do Planejamento e da Fazenda⁹³⁰. Em meados de março foi Sayad quem pediu demissão⁹³¹, mas a situação de Funaro também se tornara crítica. Seu nome era rejeitado em boa parte do meio empresarial (especialmente naquele com maior força política: o de São Paulo).

Buscando incentivar o consumo e socorrer as pequenas e médias empresas, o CMN tornou a adotar medidas antirrecessivas ao final de março, entre elas: (i) a instituição de linhas especiais de refinanciamento aos bancos comerciais, destinadas a acolher operações de financiamento de capital de giro às empresas⁹³²; (ii) a fixação de diferenças máximas entre as taxas de captação e de contratação das operações de financiamento de capital de giro⁹³³; (iii) a instituição da possibilidade das empresas de leasing realizarem operações remuneradas pelo rendimento nominal das LBC acrescidas de juros⁹³⁴; e (iv) a ampliação do prazo de financiamento oferecido pelas financeiras para a aquisição de bens de produção nacionais ou de serviços⁹³⁵.

⁹³⁰ «A Seplan defendia ajustes ortodoxos [no Plano Cruzado], especialmente choque fiscal para conter a demanda, enquanto o Ministério da Fazenda buscava medidas paliativas, atendendo às pressões do Palácio do Planalto, preocupado com os reflexos negativos de medidas duras na campanha sucessória de 15 de novembro. (...) mas foi o Cruzado II, em novembro, que dividiu, definitivamente, a área técnica dos dois Ministérios, tornando-se irreconciliáveis as posições. (...) Sayad alertou o Presidente sobre o perigo de concentrar em cinco produtos de alta sensibilidade na composição dos índices de preços os aumentos cavalares destinados a gerar excedentes de receita para o governo e desestimular o consumo, alegando que haveria uma explosão inflacionária inevitável. Sarney preferiu prestigiar Funaro e o Cruzado II foi divulgado no dia 21 de novembro, causando sérios problemas ao governo» («Sarney rejeita plano e Sayad deixa o Governo», 1987).

⁹³¹ A justificativa para o pedido foi a rejeição de Sarney do Plano de Estabilização Econômica proposto pelo ministro.

⁹³² Resolução nº 1.274, de 19 de março de 1987, e Resolução nº 1.308, de 23 de abril de 1987. A primeira limitou a medida às operações com micro, pequenas e médias empresas (com receitas brutas anuais iguais ou inferiores a 350 mil OTN). A segunda beneficiou todas as empresas com receita bruta igual ou inferior a 437,5 mil OTN.

⁹³³ Resolução nº 1.307, de 23 de março de 1987.

⁹³⁴ Resolução nº 1.278, de 20 de março de 1987.

⁹³⁵ Resolução nº 1.288, de 20 de março de 1987. A ampliação foi de 4 para 6 meses, permitindo a extensão desse limite para 9 meses, caso as operações fossem remuneradas pelo rendimento nominal da LBC acrescido de uma taxa livremente pactuada.

Entretanto, tal como ocorrera com Sayad, Funaro não resistiu às pressões e deixou a Fazenda ao final de abril⁹³⁶. Dias mais tarde, Sarney nomeou para a pasta o então secretário de Ciência e Tecnologia do estado de São Paulo, Luís Carlos Bresser Pereira.

A situação do país agravara-se enormemente devido ao desvario do ano anterior. A inflação explodia, as empresas e as unidades da federação, que tinham visto suas receitas aumentarem fortemente em 1986, quebravam, o país estava em moratória e insolvente internacionalmente, e, por fim, a taxa de câmbio, que então seguia o regime das minidesvalorizações (crawling peg), estava sobreapreciada e exigia correção, o que fiz imediatamente.

In (BRESSER-PEREIRA, 2010), p. 186.

Bresser concordava com o diagnóstico de inflação inercial, mas acreditava que a gestão anterior tornara-se refém do sucesso inicial do Cruzado, deixando de ter «condições de corrigir os preços relativos» e «de manter o equilíbrio da demanda agregada» – o que levava ao descontrole dos preços. Ele chamava a atenção para a necessidade de levar adiante um plano de ajustamento da economia, pontuando, em seu discurso de posse, prioridades como o reequilíbrio das contas externas e a estabilização da inflação.

No tocante às contas externas, Bresser propôs a manutenção da meta de produzir um superávit comercial de US\$ 8 bilhões em 1987; pontuou que a taxa de câmbio deveria ser «realista», ou seja, capaz de garantir a competitividade das exportações e o equilíbrio do balanço de pagamentos; e acrescentou que o plano de ajustamento viabilizaria o reestabelecimento do diálogo com a comunidade financeira internacional. Já no âmbito interno, sua proposta previa metas para a redução das necessidades de financiamento do setor público; para o controle do crédito e da base monetária; e para o crescimento da economia (que em 1987 deveria situar-se entre 3% e 3,5%).

⁹³⁶ Mês em que o IPCA registrou uma variação mensal de 19,10% e o IGP-DI superou os 20% a.m..

Cabe registrar que sua primeira atitude foi promover a desvalorização do cruzado (8,48%), em 1º de maio. A medida pouco impactou as importações, mas contribuiu para um aumento significativo das receitas com as exportações⁹³⁷.

Apesar da troca de ministros, a Fazenda permaneceu sob pressão ao longo das primeiras semanas de Bresser. Por um lado, a inflação elevada ($\approx 20\%$ a.m.) e o alto custo do dinheiro aliaram empresários e políticos na demanda por ações contundentes do governo. Por outro, o ministro descartava (oficialmente) as hipóteses de um choque ou de um congelamento de preços, embora elaborasse em sigilo um programa baseado no último.

O Plano Bresser foi anunciado em junho, combinando medidas de cunho heterodoxo com políticas ortodoxas. Sua proposta era conter o ritmo da inflação, permitindo que a economia se recuperasse da crise pós-Cruzado e abrindo espaço para mudanças que viabilizassem um verdadeiro plano de estabilização.

O ministro pretendia repetir os «acertos» do Cruzado e evitar seus «erros», reinstituindo, entre outros, o congelamento de preços, mas deixando de lado a política de desindexação da economia – vista como um dos equívocos do Plano anterior.

A porção heterodoxa do Plano incluiu uma intervenção direta do governo sobre os preços, tendo por objetivos provocar um realinhamento dos mesmos e conter a inflação. Sua aplicação foi dividida em três etapas. Na primeira seriam adotadas medidas como (i) o congelamento temporário geral de preços⁹³⁸ – inclusive de salários e aluguéis, (ii) o estabelecimento do fim do gatilho salarial⁹³⁹, e (iii) a instituição de um novo índice, a Unidade de Referência de Preços (URP), a ser calculado com base na inflação média dos três meses anteriores (apurada pelo IPC).

⁹³⁷ As receitas com as exportações saltaram de US\$ 1,45 bilhão/mês (média dos valores entre setembro de 1986 e abril de 1987) para US\$ 2,19 bilhões em maio. Os valores aumentariam para cerca de US\$ 2,6 bilhões (em média) entre junho e dezembro de 1987, após novos reajustes no câmbio.

⁹³⁸ Por 90 dias e nos patamares prevalecentes em 12 de junho.

⁹³⁹ O gatilho salarial referente à inflação de maio seria disparado ao final do mês de junho. Contudo, a parcela da inflação que excedera os 20%, e que deveria ficar acumulada para os próximos reajustes (de acordo com a política em vigor), começaria a ser paga a partir do final do congelamento, em seis parcelas.

Encerrada a primeira fase, iniciar-se-ia a segunda etapa: a de flexibilização dos preços. Neste passo o programa previa a realização de uma única correção mensal dos valores – limitada à variação da URP – e a atualização dos salários (que teria por base este mesmo índice).

Finalmente, a partir da terceira etapa, seriam admitidos (em caráter excepcional) reajustes de preços superiores à variação da URP, desde que comprovados aumentos de custos que justificassem os mesmos.

O anúncio do Plano fora precedido por diversos reajustes de preços considerados defasados, como os da gasolina, do álcool, do aço, da telefonia e da energia elétrica. Com isso, a mudança na regra dos reajustes salariais e a alteração da base do IPC haviam imposto uma perda importante à remuneração dos trabalhadores.

Adicionalmente, e juntamente com a divulgação do Programa, o governo desvalorizou o cruzado em 9,5% ante o dólar dos EUA (sendo mantida a política de minidesvalorizações), preservou a correção monetária e a indexação⁹⁴⁰, e, tal como ocorrera no Plano Cruzado, deslocou a base de cálculo do IPC para o início da vigência do congelamento.

A porção ortodoxa do Plano amparava-se na utilização ativa das políticas monetária e fiscal para combater a inflação. Por um lado, a proposta era preservar as taxas de juro real em um patamar positivo, buscando conter o consumo e evitar os movimentos de especulação com estoques (CASTRO, 2011a; MODIANO, 2014). Por outro, o governo deveria atuar para reduzir o déficit público, seja por meio de elevações de tarifas (como as reajustadas às vésperas do Plano), do corte de subsídios (trigo) e da suspensão/paralisação de obras.

(...) em julho de 1987 o governo anunciou seu Plano de Controle Macroeconômico. (...) A contenção dos gastos, a elevação das tarifas públicas, a redução de subsídios e incentivos e uma reforma tributária progressiva aumentariam a poupança em conta

⁹⁴⁰ «No caso dos contratos com taxas de juros prefixadas, anunciou-se para o primeiro mês uma tabela para a deflação diária dos pagamentos futuros em cruzados. A tabela de deflação permitia eliminar dos valores em cruzados para pagamentos futuros a expectativa inflacionária embutida, que foi arbitrada em 15% ao mês» (MODIANO, 2014), p. 298.

corrente do governo, de virtualmente nula em 1987, para 5,3% do PIB em 1991. Este ajuste viabilizaria uma elevação da taxa de investimento para mais de 24% do PIB, tornando factível um crescimento autossustentado do produto de 7% ao ano a partir de 1989. A oposição política a um ajuste interno de tal magnitude foi, no entanto, consideravelmente subestimada.

In (MODIANO, 2014), p. 300.

A seguir ao anúncio do Plano, o CMN determinou que o valor nominal da OTN passasse a ser atualizado pela variação do IPC (e não mais da LBC) e alterou o modelo de remuneração das cadernetas de poupança⁹⁴¹ – reduzindo (na prática) o rendimento do poupador⁹⁴².

A inflação recuou entre junho e agosto, assim como recuou a atividade econômica⁹⁴³. Cabe registrar que a demanda foi duplamente impactada pela perda de poder aquisitivo dos salários⁹⁴⁴ e pela manutenção de taxas de juro real positivas, com reflexos no comércio varejista e no setor produtivo. Entretanto, em pouco tempo a política de congelamento de preços começaria a mostrar suas fragilidades.

A mudança na política de taxas de juros também alterou o comportamento dos bancos no cumprimento dos recolhimentos compulsórios sobre os depósitos à vista. Na prática, o BCB identificou haver uma relação inversa (e indesejada) entre as variações das taxas diárias e os saldos mantidos pelas instituições nas Reservas Bancárias. Assim, para desencorajar esse comportamento, o CMN determinou que tanto os saldos mantidos

⁹⁴¹ Ambas as decisões por meio da Resolução nº 1.338, de 15 de junho de 1987.

⁹⁴² A mudança nas cadernetas de poupança substituiu a remuneração pela LBC pelo seguinte critério: os recursos seriam remunerados (i) pela variação nominal da OTN ou (ii) pelo rendimento da LBC que excedesse o percentual fixo de 0,5%, caso o percentual fosse maior. Cabe registrar que, em função da manutenção de taxas de juro real positivas e do fato da LBC ser remunerada de acordo com as taxas do *overnight* (mercado aberto), a variação da LBC era sempre superior à do IPC.

⁹⁴³ A variação mensal do IPCA recuou de 19,71% em junho para 4,87% em agosto, já a utilização da capacidade recuou de 83% em abril para 76% em julho (aumentando para 80% em outubro).

⁹⁴⁴ «Os salários foram congelados por um prazo máximo de três meses, nos níveis prevalecentes em 12 de junho de 1987. Incorporavam, assim, apenas o reajuste de 20% detonado pela taxa de inflação de 23,2% registrada em maio. Não era prevista qualquer compensação salarial pela taxa de inflação de junho, impulsionada pelos aumentos decretados para os preços públicos e administrados antes do congelamento.» (MODIANO, 2014), p. 297.

pelos bancos quanto as exigibilidades fossem atualizados de acordo com a variação das LBC⁹⁴⁵ ao longo do período de movimentação.

Entre junho e agosto a base monetária registrou expansões importantes, preocupando o BCB. Os aumentos haviam sido frutos do crescimento das exportações, da política de recomposição das reservas internacionais, e do melhor desempenho da LBC em relação à variação cambial⁹⁴⁶, entre outros. Porém o excesso de liquidez botava em risco a segunda etapa do Plano (a flexibilização dos preços), cujo início estava previsto para meados de setembro⁹⁴⁷.

Diante disso, as autoridades monetárias intervieram em três frentes. A primeira deu-se por meio da elevação em 15% das exigibilidades do recolhimento compulsório sobre depósitos à vista⁹⁴⁸, retirando um montante equivalente a CZ\$ 18 bilhões de circulação⁹⁴⁹. A segunda foi realizada via o aumento da obrigação dos Fundos de Aplicação de Curto Prazo de aplicar seus recursos em LBC (de 60% para 80%)⁹⁵⁰, permitindo a emissão primária de novos instrumentos de dívida e uma retirada adicional de moeda estimada em CZ\$ 15 bilhões⁹⁵¹. Finalmente, dias mais tarde, o BCB ampliou a alíquota dos recolhimentos compulsórios sobre os depósitos a prazo para 20%⁹⁵², viabilizando uma retirada adicional de liquidez estimada em CZ\$ 30 bilhões⁹⁵³.

Cabe registrar que essa terceira intervenção foi viabilizada pela decisão do CMN de autorizar o Banco Central a determinar o percentual da exigência até um limite de 30%⁹⁵⁴.

⁹⁴⁵ Resolução nº 1.370 e Circular nº 1.213, ambas de 31 de julho de 1987.

⁹⁴⁶ Tal desempenho estimulava os exportadores a efetuarem saques em seus depósitos voluntários no BCB para aplicar em ativos remunerados pela variação da LBC.

⁹⁴⁷ Prevista para iniciar em 12 de setembro, a segunda etapa do Plano acabou por ser antecipada para o dia primeiro do mesmo mês.

⁹⁴⁸ Circular nº 1.216, de 13 de agosto de 1987. A medida alcançou «as exigibilidades de recolhimento compulsório sobre depósitos à vista e sob aviso dos bancos comerciais e de encaixe obrigatório sobre depósitos à vista movimentáveis por cheque das caixas econômicas».

⁹⁴⁹ Aproximadamente US\$ 385 milhões, de acordo com a cotação de 13 de agosto de 1987.

⁹⁵⁰ Circular nº 1.217, de 13 de agosto de 1987.

⁹⁵¹ Aproximadamente US\$ 320 milhões, de acordo com a cotação de 13 de agosto de 1987.

⁹⁵² Por meio da Circular nº 1.220 e a Carta Circular nº 1.703, ambas de 24 de agosto de 1987.

⁹⁵³ Aproximadamente US\$ 629 milhões, de acordo com a cotação de 24 de agosto de 1987.

⁹⁵⁴ Resolução nº 1.378, de 24 de agosto de 1987.

Apesar da contenção da demanda, a primeira etapa do Plano Bresser não foi capaz de evitar alguns problemas do Plano Cruzado. Por um lado o setor empresarial alegava estar sob pressão de custos, o que elevava a resistência ao congelamento. Por outro, as limitações no abastecimento voltaram (alimentos, matérias-primas e produtos industriais), assim como retornaram as cobranças de ágio. Além disso, o modelo de flexibilização de preços (previsto para as etapas seguintes) não fora bem recebido pelas entidades empresariais, chegando a haver menções à desobediência civil.

Diante do cenário adverso, o governo acabou por reduzir o conjunto de preços controlados e antecipou alguns reajustes em agosto (limitados a 10%). Segundo (MODIANO, 2014), a decisão abalou a credibilidade do Plano em duas frentes: o congelamento e a URP.

Em primeiro lugar, porque com os reajustes o governo sinalizava que o congelamento oficial de preços não precisava ser mais respeitado rigorosamente. Em segundo lugar, porque o novo “teto emergencial” de 10% para os reajustes de preços era aproximadamente o dobro do “teto oficial” determinado pela URP, prefixada em 4,7% ao mês para setembro a novembro, com base nas taxas de inflação registradas em julho e agosto de 1987.

In (MODIANO, 2014), p. 300.

Com a atividade econômica ainda fraca, o CMN decidiu instituir a OTN como principal indexador da economia em setembro, em substituição à LBC⁹⁵⁵. A mudança conferiu uma maior liberdade ao BCB para atuar no controle quantitativo da oferta monetária (por meio de emissões de títulos e operações de mercado aberto), evitando que as variações da taxa *overnight* influenciassem diretamente as demais taxas praticadas pelo mercado, como as dos empréstimos ao setor produtivo. Além disso, o BCB aproveitou-se do fato das taxas de juros de ambos os instrumentos estarem muito próximas àquela altura, evitando um vazamento de recursos de investimentos para o consumo.

O Conselho determinou que a atualização pela variação do valor nominal das OTN dos saldos das cadernetas de poupança, do Fundo de Garantia e do PIS/Pasep tivessem início

⁹⁵⁵ Em sua reunião de 22 de setembro de 1987.

em novembro⁹⁵⁶. Adicionalmente, o colegiado facultou às instituições financeiras o uso da OTN em suas operações ativas e passivas a partir de outubro, vedando a manutenção do uso da LBC nos novos instrumentos contratuais⁹⁵⁷.

Simultaneamente, o BCB alterou as condições do Empréstimo de Liquidez⁹⁵⁸, reduzindo o limite operacional de cada instituição⁹⁵⁹ e elevando o custo dos recursos ofertados⁹⁶⁰. Mais uma vez a medida apoiava-se na tese de que a facilidade era um recurso de última instância dos bancos, devendo sua taxa ser superior à das demais alternativas existentes no mercado – situação que não estava ocorrendo, em função dos juros altos.

O último trimestre do ano foi marcado por um aumento acentuado da inflação. Por um lado, a política de flexibilização permitiu reajustes expressivos de preços e tarifas. Por outro, as ofensivas para renegociar salários produziram majorações importantes dos vencimentos dos trabalhadores e, por vezes, a antecipação dos pagamentos dos resíduos inflacionários⁹⁶¹. É importante mencionar que as atualizações salariais não se limitaram ao setor privado, tendo sido formalizados acordos dentro do próprio governo – o que contribuiu para o não atingimento das metas fiscais anunciadas pelo programa.

Preocupado com o fraco desempenho da atividade econômica⁹⁶², o governo decidiu estimular a demanda (mesmo diante do potencial agravamento da inflação). Dessa forma, e em linha com as decisões do CMN, o BCB eliminou a exigência do recolhimento compulsório sobre os depósitos a prazo⁹⁶³ e ampliou o prazo dos contratos de crédito ao consumidor, de 6 para 9 meses⁹⁶⁴.

⁹⁵⁶ Resolução nº 1.396, de 22 de setembro de 1987.

⁹⁵⁷ Resolução nº 1.397, de 22 de setembro de 1987.

⁹⁵⁸ Circular nº 1.235, de 22 de setembro de 1987.

⁹⁵⁹ De 10% para 5% da média dos depósitos à vista registrados nos balancetes do respectivo quadrimestre.

⁹⁶⁰ As taxas das operações até o limite, entre uma e duas vezes o limite e superiores a duas vezes o limite, antes fixadas em overnight + 2% a.a., overnight + 4% a.a. e overnight + 6% a.a., respectivamente, foram elevadas para LBC Fiscal + 18% a.a., LBC Fiscal + 24% a.a. e LBC Fiscal + 30% a.a..

⁹⁶¹ Porção da inflação não compensada pelos «gatilhos salariais» e cujo pagamento estava previsto para se dar em seis parcelas mensais, a partir de setembro.

⁹⁶² Dados trimestrais da utilização da capacidade instalada na indústria mostravam recuos importantes nos meses de julho e de outubro de 1987 ante os mesmos períodos do ano anterior. De 82% para 76%, em julho, e de 86% para 80% em outubro. O nível oficial do desemprego também aumentara no mesmo período – saltando de 2,98% em outubro de 1986 para 3,96% um ano mais tarde.

⁹⁶³ Circular nº 1.244, de 29 de outubro de 1987.

⁹⁶⁴ Circular nº 1.246, de 29 de outubro de 1987.

No mês seguinte, preocupado em capitalizar as empresas, o Conselho tornou a alterar as regras do recolhimento compulsório sobre os depósitos à vista. A medida⁹⁶⁵ autorizou o cumprimento de até 10% da exigibilidade com o uso de OTN, mas para usufruírem do benefício, as instituições necessitariam subscrever debêntures conversíveis em ações novas de empresas privadas nacionais (excluídas às de instituições financeiras) em valor correspondente, no mínimo, a três vezes a parcela do recolhimento compulsório a ser composta pelos títulos.

Ao final de 1987 Bresser atingira dois dos objetivos fixados ao assumir a Fazenda: (i) o superávit da balança comercial superara os US\$ 8 bilhões previstos, encerrando o ano em US\$ 11,17 bilhões e reduzindo o déficit em transações correntes para US\$ 1,44 bilhão; e (ii) o PIB registrara uma expansão de 3,53%, apesar da redução acentuada do ritmo da produção industrial⁹⁶⁶. Entretanto, seu programa fora incapaz de alcançar os resultados pretendidos tanto no tocante ao déficit público quanto no combate à inflação⁹⁶⁷.

Diante dos resultados desfavoráveis, Bresser tentou levar adiante um conjunto de medidas para reduzir o déficit público. Porém, sem chegar a um entendimento com o presidente Sarney, acabou por pedir demissão em 18 de dezembro, sendo substituído interinamente pelo secretário geral do Ministério da Fazenda, Máílson da Nóbrega.

6.3.4. 1988

A interinidade de Máílson durou poucos dias. Efetivado na pasta em cinco de janeiro, o novo ministro declarou que sua gestão seguiria a fórmula «feijão com arroz», descartando soluções heterodoxas e adotando como prioridades a solução do problema da dívida externa e o combate à inflação.

⁹⁶⁵ Resolução nº 1.418, de 17 de novembro de 1987.

⁹⁶⁶ A taxa de expansão da produção industrial recuara de 11,66% (1986) para 0,99% (1987). O crescimento do produto em 1987 deveu-se, principalmente, ao excelente desempenho do setor agropecuário, que cresceu 14,97%.

⁹⁶⁷ O IPCA encerrou o ano a registrar uma inflação acumulada de 363,41%. A variação do IGP-DI foi de 415,95% no mesmo período.

A primeira fora objeto de uma decisão importante dois dias antes, com a suspensão da moratória dos juros e o pagamento de cerca de US\$ 1 bilhão em valores vencidos⁹⁶⁸ que, segundo (MODIANO, 2014), fez parte de um acordo provisório, cujo objetivo era normalizar os pagamentos suspensos em 1987 (que totalizavam US\$4,5 bilhões). A conclusão do acordo se daria apenas em julho, com o Brasil a assegurar uma injeção modesta de recursos novos⁹⁶⁹, a cobertura dos juros vencidos e a rolagem da dívida por um período de 20 anos. Já o fim da moratória seria oficializado apenas em setembro⁹⁷⁰.

A segunda se daria principalmente por meio do controle do déficit público, baseado em um cumprimento rígido do orçamento. Máílson acreditava que a unificação do Orçamento da União viabilizaria um comando maior sobre os gastos, pois com ela, tanto o Orçamento Fiscal quanto o Monetário ficariam sujeitos à aprovação do Congresso, e qualquer novo gasto, sem a respectiva previsão orçamentária, dependeria da aprovação da Casa Legislativa.

É preciso esclarecer que até 1987 somente o Orçamento Fiscal precisava ser aprovado pelo Congresso. O Orçamento Monetário estava subordinado ao CMN. Como o Conselho era presidido pelo ministro da Fazenda, o titular da pasta tinha plena autonomia para liberar recursos sem necessitar da manifestação do Legislativo – o que ampliava o potencial de endividamento do setor público, seja através da emissão de títulos de dívida, seja por meio da emissão de moeda.

Foram adotadas medidas de contenção fiscal e austeridade salarial do setor público, e reajuste de tarifas públicas, logrando-se apreciável redução do déficit orçamentário, em condições difíceis, pois o início do debate sobre a nova Constituição debilitava o Executivo. Este foi levado a fazer concessões em virtude da obsessiva preocupação de Sarney com dois objetivos: a manutenção do presidencialismo e o mandato de cinco anos.

⁹⁶⁸ Correspondentes aos juros vencidos entre 1º de outubro e 15 de dezembro de 1987 (Modiano, 2014, p. 302). Cabe sublinhar que as negociações haviam começado ao final de setembro de 1987, ainda sob a gestão de Bresser à frente da pasta.

⁹⁶⁹ Em um total de US\$ 5,2 bilhões, sendo o primeiro desembolso de US\$ 4 bilhões e as duas parcelas seguintes de US\$ 600 milhões cada.

⁹⁷⁰ Com a publicação da Resolução nº 1.516, de 21 de setembro de 1988.

Além das prioridades mencionadas, a Fazenda manteve-se atenta à questão do investimento, preocupada com uma eventual contração da economia. Além disso, o novo ministro contaria com um projeto já em curso, originalmente elaborado por bancos estrangeiros, mas que ganhara apoio especial ao longo do período em que Bresser estivera à frente da pasta.

Na primeira metade da década de 1980 iniciara-se um debate sobre a possibilidade de conversão de parte da dívida externa do país em investimentos em capital de risco. Atento à ideia, o BCB chegara a realizar um estudo sobre o assunto (1986), mas somente ao final de 1987 encaminhara uma proposta ao CMN (que acabaria aprovada pelo colegiado). O cerne do projeto era instituir um mecanismo capaz de simultaneamente reduzir o endividamento externo e estimular o investimento na economia doméstica.

O modelo apresentado pelo BCB delimitara o perfil da dívida sujeita à conversão e estabelecera como os recursos deveriam ser aplicados (em projetos novos ou na ampliação de empreendimentos existentes). Com ele, as parcelas correspondentes aos valores contratualmente devidos pelo BCB ou junto a ele depositados⁹⁷¹ seriam objeto de leilões, nos quais as instituições credoras poderiam fazer lances (percentuais de deságio sobre o valor da dívida) e venceriam as propostas mais interessantes ao país.

Os recursos referentes aos lances vencedores seriam registrados de acordo com o valor de face das obrigações (deduzido o percentual de deságio), convertidos em cruzados, e disponibilizados pelo BCB. Dessa forma, cumpridas algumas formalidades⁹⁷², o vencedor teria 30 dias para sacar o dinheiro ou, caso não desejasse retirá-lo nesse prazo, poderia mantê-lo por um período mais dilatado em uma conta especial que assegurava a correção cambial pela taxa do dia da liberação (no BCB).

⁹⁷¹ Dívidas vencidas cujos valores já estavam internados no BCB, ou seja, aquelas que os devedores já haviam feito os depósitos correspondentes em cruzados junto à autoridade monetária.

⁹⁷² Que, entre outros, incluíam a apresentação ao Banco Central dos detalhes do projeto onde os recursos seriam investidos.

Paralelamente, os resultados colhidos com a flexibilização dos compulsórios de novembro haviam sido inferiores aos esperados, e as questões do investimento e do endividamento das empresas seguiam a preocupar o governo. Devido a isso, o CMN decidiu ampliar a medida original ao final de janeiro, estendendo à aquisição de debêntures não conversíveis o mesmo benefício concedido no normativo anterior⁹⁷³.

Em linha com a política de combate à inflação do ministro Maílson, duas outras medidas importantes foram adotadas ao final de fevereiro. A primeira, do BCB, foi a elevação, para 11%, da exigibilidade sobre os depósitos à vista⁹⁷⁴, tendo por objetivo a redução da oferta monetária. A segunda, do CMN, limitou os empréstimos⁹⁷⁵ concedidos pelo sistema financeiro às empresas estatais, às esferas estaduais e municipais do governo e às suas respectivas entidades da administração indireta aos saldos vigentes em 31 de dezembro⁹⁷⁶, e tinha por objetivo reduzir o déficit do setor público em cerca de 1% do PIB.

O alcance desta última medida seria ampliado em 21 de março⁹⁷⁷, passando a compreender a administração direta da União, os territórios federais e o distrito federal.

O sucesso da política do «feijão com arroz» consistiu em evitar a curto prazo uma explosão inflacionária, embora se configurasse o retomo da taxa de inflação ao patamar anterior ao lançamento do Plano Bresser. (...) já no segundo trimestre do ano, as taxas mensais de inflação superariam 19% em abril e junho, em virtude do aumento da velocidade de correção dos preços públicos e de um choque agrícola desfavorável.

In (MODIANO, 2014), p. 302.

A preocupação com o desempenho das contas públicas levou o governo Sarney a anunciar um novo pacote em abril, desta vez com o objetivo de conter os gastos com a folha de pagamento. Sua principal medida foi a suspensão por dois meses (abril e maio)

⁹⁷³ Por meio da Resolução nº 1.455, de 27 de janeiro de 1988, que revogou a Resolução nº 1.418, de 17 de novembro de 1987.

⁹⁷⁴ Circular nº 1.292 de 26 de fevereiro de 1988. A medida alcançou as exigibilidades de recolhimento compulsório sobre depósitos à vista e sob aviso dos bancos comerciais e de encaixe obrigatório sobre depósitos à vista movimentáveis por cheque das caixas econômicas.

⁹⁷⁵ A medida também atingiu os adiantamentos, os repasses, as garantias e as operações de leasing.

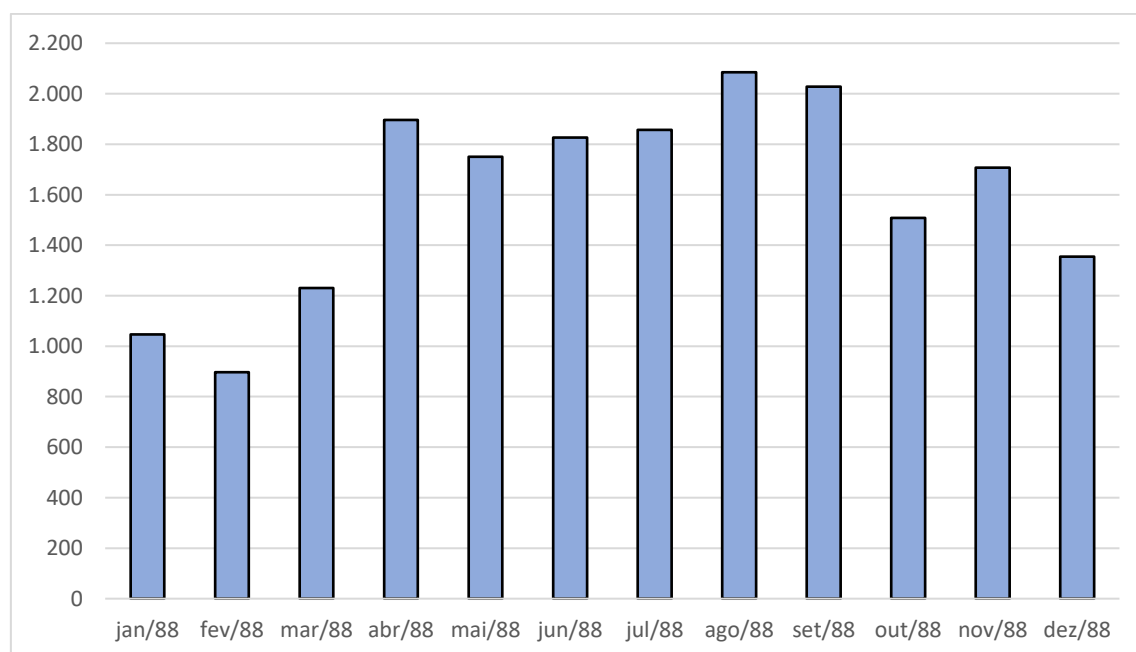
⁹⁷⁶ Resolução nº 1.464 do CMN, de 26 de fevereiro de 1988.

⁹⁷⁷ Por meio da Resolução 1.469 do CMN, de 21 de março de 1988.

da atualização salarial dos funcionários do setor público federal (inclusive militares)⁹⁷⁸, mas o conjunto de iniciativas incluiu, entre outros, ações de estímulo à demissão voluntária dos servidores civis da União e de incentivo à aposentadoria proporcional para funcionários com mais de dez anos de serviço público.

O desequilíbrio das contas do governo tornara a contribuir para uma elevação contundente da oferta monetária⁹⁷⁹ e a preocupação com o ritmo de expansão da mesma motivou o CMN a aprovar a adoção de mais uma medida restritiva. Com isso, o BCB elevou (de 60% para 80%), ao final de abril, o percentual mínimo do exigível a ser mantido diariamente na conta Reservas Bancárias – no cumprimento dos recolhimentos compulsórios sobre os depósitos à vista⁹⁸⁰.

Figura 26 - Saldos mensais da Balança Comercial (US\$ milhões)



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil.

Outros dois fatores também contribuiriam para elevar a pressão sobre a oferta de moeda, especialmente a partir do segundo trimestre. O primeiro, e principal, foi o

⁹⁷⁸ Pela Unidade de Referência de Preços (URP)

⁹⁷⁹ De acordo com (FRANÇA, 1988), as despesas de março do Tesouro haviam alcançado Cz\$ 491,3 bilhões, enquanto as receitas haviam atingido Cz\$ 272,9 bilhões, resultando em um déficit de Cz\$ 218,4 bilhões. Grande parte desse total foi financiado pela expansão da base monetária (que registrou um crescimento superior a 43% no mês).

⁹⁸⁰ Resolução nº 1.479 e Circular nº 1.312, ambas de 28 de abril de 1988.

crescimento das receitas com as exportações – ampliando os resultados da balança comercial, obrigando o BCB a emitir cruzados⁹⁸¹, e motivando-o a intensificar suas operações para «enxugar» o excesso de liquidez. O segundo foi o sucesso das operações de conversão de dívida externa em investimento – iniciadas no final de março.

A inflação medida pelo IPCA tornou a acelerar a partir de junho. Após permanecer próxima aos 17% a.m. entre janeiro e maio, a variação do índice atingiu os 22% no mês, mantendo-se nesse patamar até agosto e voltando a acelerar em setembro (encerrando o ano em 28,7% a.m.). Além da influência da expansão da liquidez, (CASTRO, 2011a; MODIANO, 2014) chamam atenção para o impacto da política de reajustes dos preços administrados no fracasso da proposta do «feijão com arroz».

Em julho a taxa de inflação bateu novo recorde, com o IPC registrando aumento de 24%, por pressão dos reajustes dos preços administrados. A reação do governo, diante do receio de uma explosão inflacionária em agosto, consistiu em moderar e retardar os reajustes dos preços administrados. Produzida a queda da inflação em agosto, o governo deu início à recomposição das tarifas públicas e preços administrados, o que envolveu aumentos superiores à inflação passada e o encurtamento dos intervalos entre reajustes de 30 para 20 dias. A taxa de inflação atingiu novamente 24% em setembro.

In (MODIANO, 2014), p. 303.

A aceleração da variação dos preços e os crescentes receios do país alcançar um patamar de hiperinflação levaram representantes do governo, dos trabalhadores e dos empresários a assinarem um documento denominado «Compromisso Social - Pacto contra a Inflação» no início de novembro. O acordo previa que nos períodos entre 3 de novembro e 2 de dezembro, e entre 3 de dezembro e 2 de janeiro, os reajustes de preços e tarifas (públicos e privados) se limitariam aos tetos de 26,25% e 25%, respectivamente. Adicionalmente, e ao longo dos mesmos períodos, os salários seriam reajustados pela URP. Por fim, o governo assumiu o compromisso de discutir e aprovar um plano de saneamento das finanças públicas em um prazo máximo de 30 dias.

⁹⁸¹ Para adquirir as divisas estrangeiras.

Entretanto, o pacto perdeu força já em seu primeiro mês, com os empresários, trabalhadores e governo a queixarem-se de perdas ou de restrições decorrentes do acordo.

Diante do aumento da inflação, o BCB tornou a alterar a estrutura de faixas e de alíquotas do recolhimento compulsório sobre os depósitos à vista⁹⁸², buscando reduzir o potencial das instituições de conceder empréstimos. A mudança promoveu uma elevação média de aproximadamente 2,23%⁹⁸³ da exigência, com uma retirada estimada⁹⁸⁴ de CZ\$ 40 bilhões do sistema financeiro (aproximadamente US\$ 67 milhões⁹⁸⁵).

Além disso, o BCB reorganizou as linhas de assistência financeira de liquidez⁹⁸⁶ em uma única linha de empréstimos de liquidez, estabelecendo novos limites e novos custos para as operações⁹⁸⁷.

Cabe acrescentar que o CMN aprovara em setembro um projeto de reforma bancária elaborado pelo BCB – cujo principal destaque era a possibilidade da constituição de bancos múltiplos⁹⁸⁸. Até então, caso um grupo financeiro desejasse atuar (por exemplo)

⁹⁸² Circular nº 1.383, de 30 de novembro de 1988.

⁹⁸³ A circular estabeleceu uma nova estrutura de faixas e alíquotas para a exigência, sendo o aumento médio apresentado calculado com base em todas as 42 faixas de recolhimentos compulsórios. A menor variação foi de 1,84%, atingindo três faixas da área incentivada. Todas as demais foram superiores a 2%, sendo a maior, 2,55%, aplicada sobre a sétima faixa dos bancos pequenos das áreas incentivadas. O aumento médio das áreas não incentivadas foi de 2,2%.

⁹⁸⁴ Pelas edições de 1º de dezembro do Jornal do Brasil e do Jornal do Commercio.

⁹⁸⁵ De acordo com a cotação do dólar dos EUA em 1º de dezembro (Cz\$ 594,07).

⁹⁸⁶ Instituídas pela Resolução nº 1.008, de 2 de maio de 1985.

⁹⁸⁷ Circular nº 1.388, de 30 de novembro de 1988. Com a unificação, o limite operacional de cada instituição passou a ser calculado com base no percentual de 15% do valor médio dos balancetes nos períodos de apuração. Adicionalmente, o custo das operações passou a ter por base a remuneração das Letras Financeiras do Tesouro (LFT), acrescida das seguintes taxas de juro: (i) 15% a.a. nas operações até o limite do contrato; (ii) 18% a.a. nas operações acima do limite do contrato e até mais uma vez o seu valor; e (iii) 21% a.a. nas operações que excedessem duas vezes o limite do contrato. A medida também estabeleceu que a utilização da facilidade por mais de 21 dias úteis (consecutivos ou não) no período de 60 dias anterior ao saque implicaria em um potencial acréscimo das taxas de juros: (i) 18% a.a. nas operações até o limite do contrato; e (ii) 21% a.a. nas operações que excedessem esse limite.

⁹⁸⁸ Resolução nº 1.524, de 21 de setembro de 1988. De acordo com o Banco Central do Brasil, «Os bancos múltiplos são instituições financeiras privadas ou públicas que realizam as operações ativas, passivas e acessórias das diversas instituições financeiras, por intermédio das seguintes carteiras: comercial, de investimento e/ou de desenvolvimento, de crédito imobiliário, de arrendamento mercantil e de crédito, financiamento e investimento. (...) O banco múltiplo deve ser constituído com, no mínimo, duas carteiras,

como banco comercial e como banco de investimento ele necessitava constituir duas instituições distintas, com diretorias, contabilidade e normas próprias.

As medidas de contenção de gastos e a política de recomposição das tarifas públicas (esta última iniciada no ano anterior) reduziram parcialmente a necessidade de financiamento do setor público⁹⁸⁹, de 5,63% do PIB (1987) para 4,87% (1988). Entretanto, a atividade econômica retraiu 0,06%, com a produção do setor industrial a apresentar um recuo ainda mais expressivo (2,6%). O cenário só não foi mais severo em função da expansão das exportações, que levou o superávit da balança comercial a registrar o seu maior valor em toda a década (US\$ 19,84 bilhões) e as transações correntes a interromper uma série de três anos de resultados negativos.

Apesar de Maílson não ter prometido uma redução acentuada da inflação, o comportamento dos preços ampliou a especulação sobre uma possível perda do controle da situação. O «Pacto» fracassara e o IPCA acelerava rumo aos 30% a.m., acumulando ao final de 1988 uma variação superior a 980%.

6.3.5. 1989

O insucesso da política em curso levou o governo a alterar sua estratégia e a anunciar, em 14 de janeiro, um grande pacote econômico, combinando elementos ortodoxos e heterodoxos em sua composição.

O «Plano Verão», como o programa ficou conhecido, apoiar-se-ia em quatro pilares principais: (i) o congelamento dos preços e do câmbio; (ii) a desindexação da economia; (iii) a adoção de uma política de taxas de juros elevadas; e (iv) a implementação de um forte ajuste fiscal, para sustentar o recuo da inflação no médio e longo prazo. Além disso, e tal como ocorrera em 1986, ele incluía a alteração da unidade do sistema monetário, que passaria a chamar-se «cruzado novo» (NCz\$).

sendo uma delas, obrigatoriamente, comercial ou de investimento, e ser organizado sob a forma de sociedade anônima».

⁹⁸⁹ Conceito operacional com desvalorização cambial.

A execução do Plano Verão pretendia produzir dois ou três meses de taxas de inflação baixas com a economia desindexada e, assim, induzir os agentes econômicos a ampliar as periodicidades dos reajustes nas negociações sobre as regras futuras de indexação. Nesta fase seria também aprofundado o ajuste fiscal. As taxas de juros elevadas promoveriam uma recessão suave a curto prazo, o que facilitaria a eliminação gradual do congelamento. O congelamento de preços seria conduzido sob a forma de uma sucessão de congelamentos de menor escopo e de pequena duração, o que permitiria tatear o equilíbrio de preços da economia.

In (MODIANO, 2014), p. 307.

A nova moeda tornou-se oficial em 16 de janeiro, sendo fixada a taxa de conversão de Cz\$ 1.000,00 para NCz\$ 1,00). A mudança fora precedida por uma depreciação cambial superior a 17%, buscando estabelecer uma paridade de um para um com o dólar dos EUA, e a política de minidesvalorizações diárias fora suspensa – preservando, por tempo indeterminado, a correspondência com a divisa norte-americana.

O Plano também extinguiu a URP, a OTN e a OTN Fiscal, como parte da estratégia de desindexação da economia. Os contratos corrigidos pela OTN tiveram seus valores congelados nos patamares vigentes em 1º de janeiro, já aqueles atualizados pela OTN Fiscal (com variação diária) preservaram os valores de 13 de janeiro. Todos os contratos novos com prazo inferior a 91 dias foram proibidos de conter cláusulas de indexação, ficando autorizada a livre negociação das regras de indexação dos instrumentos de maior maturidade.

Diversos produtos tiveram os preços congelados por tempo indeterminado⁹⁹⁰. Porém, antecipando-se às medidas que adotaria, o governo mais uma vez promoveu reajustes nos preços administrados⁹⁹¹.

Os salários foram convertidos para a nova unidade monetária com base no poder de compra médio dos 12 meses anteriores (entre janeiro e dezembro de 1988), sendo aplicado sobre esses a URP de janeiro (prefixada em 26,05%). Adicionalmente, como

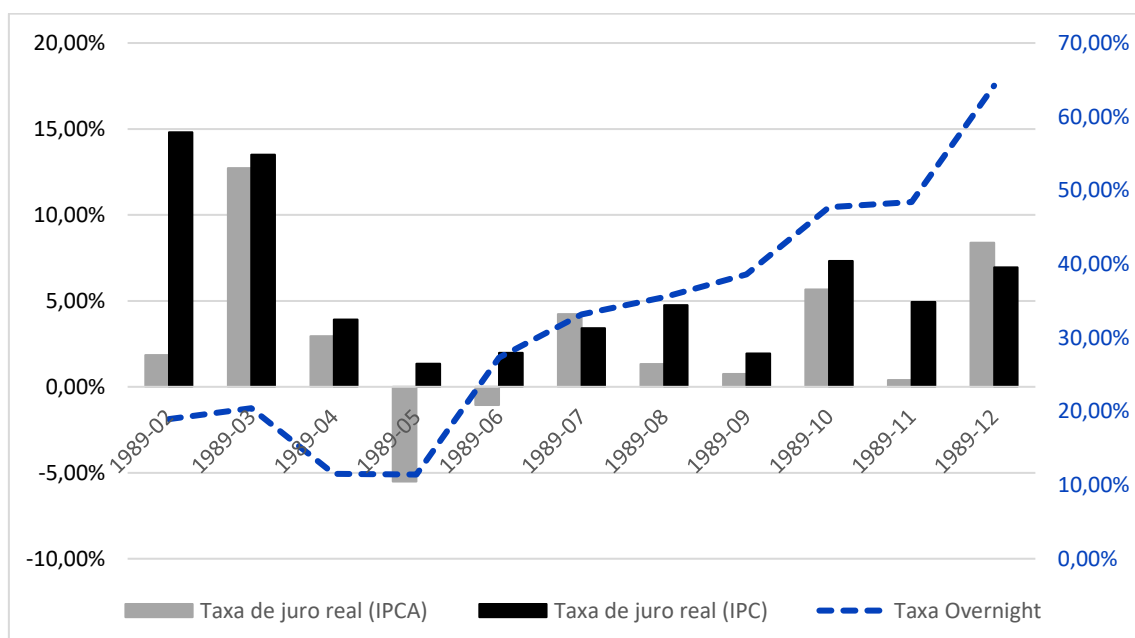
⁹⁹⁰ No patamar em que se encontravam em 15 de janeiro de 1989.

⁹⁹¹ Como os das tarifas postais e telefônicas, 63,5% e 35%, respectivamente, e da energia elétrica, 14,82%.

não foi estabelecida uma política para os reajustes salariais, o presidente fixou um prazo de 90 dias para que os ministros do Planejamento, da Fazenda, do Trabalho e da Casa Civil submetessem ao Congresso um projeto de lei que estabelecesse os critérios e a periodicidade da atualização dos vencimentos dos trabalhadores. Ao longo desse período prevaleceria a livre negociação nas datas base das categorias.

O IPC foi preservado como o índice oficial de inflação. Porém, tal como ocorrera nos planos anteriores, seu período de apuração foi alterado para evitar o impacto dos reajustes anteriores à nova moeda no resultado de fevereiro.

Figura 27- Taxas de juros mensais em 1989



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil.

No âmbito fiscal, o programa previa uma série de estratégias para promover a contenção dos gastos, que incluíam, entre outros, (i) a extinção de órgãos, autarquias e fundações, (ii) a demissão de servidores não estáveis, (iii) a privatização de empresas públicas, e (iv) a limitação dos dispêndios à disponibilidade de caixa. O objetivo era reduzir drasticamente o déficit público, criando as condições para a sustentabilidade da redução da inflação.

No tocante à política monetária, a principal estratégia do Plano era manter as taxas de juros elevadas em um período inicial⁹⁹², restringindo a demanda, inibindo a especulação (com estoques e moedas estrangeiras), e garantindo o sucesso do congelamento de preços. Tal política seria complementada com a adoção de medidas de restrição à oferta de crédito e às emissões maciças de moeda (como as ocorridas em 1988). Nesse sentido, foram suspensas por um ano as operações de *relending* (reempréstimos dos recursos depositados no BCB a título de pagamento dos credores)⁹⁹³ e, por tempo indeterminado, as ofertas públicas (leilões) de conversão da dívida.

O anúncio do Plano também foi sucedido por uma série de deliberações do CMN.

Em relação ao crédito, o Conselho limitou o total das operações realizadas pelas instituições financeiras⁹⁹⁴ com pessoas físicas e com pessoas jurídicas de natureza privada⁹⁹⁵ aos saldos existentes em 31 de dezembro de 1988 (atualizados pela variação de janeiro das OTN)⁹⁹⁶. Adicionalmente, o colegiado reduziu os prazos máximos das operações de financiamento de crédito ao consumidor (a um terço dos então em vigor) e determinou a amortização mínima de 50% dos saldos devedores das faturas mensais dos cartões de crédito (bens e serviços adquiridos após 16 de janeiro)⁹⁹⁷. Finalmente, o Banco Central limitou as operações de concessão de crédito em conta realizadas por bancos comerciais e caixas econômicas às pessoas físicas, impondo como tetos os patamares contratuais vigentes em 15 de janeiro para os clientes pré-existentes (inclusive «cheque especial») e o valor de NCz\$ 1.000,00 para os clientes novos⁹⁹⁸.

⁹⁹² De acordo com (ABBOTT, 1989), os autores do Plano Verão haviam estimado que as taxas permaneceriam elevadas por um período de 45 dias.

⁹⁹³ O acordo da dívida externa assinado em 1988 previa a realização de US\$ 1,4 bilhão em operações de reempréstimo interno.

⁹⁹⁴ Bancos comerciais, bancos de desenvolvimento, bancos de investimento, sociedades de crédito, financiamento e investimento, sociedades de arrendamento mercantil, sociedades de crédito imobiliário, associações de poupança e empréstimo e caixas econômicas.

⁹⁹⁵ Descartadas aquelas caracterizadas como de crédito rural, as do Sistema Financeiro da Habitação e as de crédito à exportação.

⁹⁹⁶ Resolução nº 1.566 de 16 de janeiro de 1989.

⁹⁹⁷ Resolução nº 1.567 de 16 de janeiro de 1989.

⁹⁹⁸ Circular nº 1.418 de 16 de janeiro de 1989. Cerca de um mês mais tarde, o BCB autorizaria as instituições a realizarem operações de crédito de até NCz\$ 1.000,00 com tomadores cujos limites contratuais em 15 de janeiro fossem inferiores a esse valor – desde que a instituição obedecesse aos

O BCB tornou a elevar o recolhimento compulsório sobre os depósitos à vista, obrigando as instituições a depositarem, além do montante correspondente à exigência do período entre 19 de dezembro e 13 de janeiro⁹⁹⁹, 80% de todo o aumento dos depósitos (sobre a base deste período) nos períodos subsequentes¹⁰⁰⁰. Além disso, ele alterou por duas vezes as regras incidentes sobre o benefício instituído pela Resolução nº 1455 (cumprimento da exigibilidade com títulos, em troca de subscrição de debêntures de empresas). A primeira mudança limitou a utilização de OTN para fins do benefício ao valor nominal dos ativos utilizados no primeiro período de movimentação de janeiro¹⁰⁰¹. A segunda autorizou a utilização das LFT¹⁰⁰² (pelo valor nominal atualizado na data da vinculação) para os fins previstos na mesma Resolução¹⁰⁰³.

O BCB também modificou diversas vezes as regras dos Empréstimos de Liquidez para os bancos comerciais (e caixas econômicas), financeiras e bancos de investimento.

A primeira se deu dois dias após o anúncio do Plano e compreendeu a redução dos custos das operações de assistência de liquidez¹⁰⁰⁴. De acordo com o jornal Tribuna da Imprensa¹⁰⁰⁵, a medida favoreceu as instituições que carregavam CDB em suas carteiras e que, em função do congelamento da OTN e do aumento do custo para financiar as posições, sofreriam prejuízos importantes. A segunda ocorreu um mês mais tarde, e

limites globais impostos pela Resolução nº 1.566. Isso se deu por meio da Circular nº 1.442, de 15 de fevereiro de 1989.

⁹⁹⁹ O recolhimento se restringiria aos percentuais vigentes caso a média do período seguinte fosse igual ou inferior ao da média mencionada.

¹⁰⁰⁰ Circular nº 1.419, de 16 de janeiro de 1989. O percentual de 80% acabou por ser reduzido para 60% no caso das instituições pertencentes às áreas incentivadas. Isso ocorreu dez dias após a medida original e se deu por meio da Circular nº 1.432, de 26 de janeiro de 1989.

¹⁰⁰¹ Circular nº 1.421, de 16 de janeiro de 1989.

¹⁰⁰² As LFT eram atualizadas de acordo com a taxa dos empréstimos por um dia no mercado aberto (overnight), que entre 18/01/1989 e 17/05/1989 oscilaram entre 218,96% a.a. e 1.209,65% a.a. (os patamares mais elevados ocorreram no mês de fevereiro).

¹⁰⁰³ Circular nº 1.424, de 18 de janeiro de 1989.

¹⁰⁰⁴ Circulares nºs 1.425, 1.426 e 1.427, todas de 18 de janeiro de 1989. No caso dos bancos comerciais, as operações até os limites dos contratos passaram a ser remuneradas de acordo com a taxa da LFT na data do saque dos recursos, mas caso o limite fosse ultrapassado, tal valor seria acrescido de juros de 3% a.a. ou de 6% a.a. (operações entre uma e duas vezes o limite e acima desse patamar, respectivamente). O custo para os demais tipos de instituição foi fixado como equivalente à remuneração das LFT ao longo do período correspondente, acrescido de 3% a.a.. Caso os bancos comerciais viessem a utilizar os recursos por mais de 21 dias úteis, consecutivos ou não, no período compreendido nos 60 dias imediatamente anteriores à data do saque, as taxas tornar-se-iam LFT + 3% a.a., nas operações até o limite do contrato e LFT + 6% a.a. nas operações acima desse limite.

¹⁰⁰⁵ Ver matéria («Governo cede à pressão de banqueiros», 1989).

teve por objetivo ampliar o custo das operações¹⁰⁰⁶. Finalmente, o CMN aprovou em março uma mudança global das regras de concessão de assistência às instituições financeiras¹⁰⁰⁷. O novo regulamento¹⁰⁰⁸, entre outras modificações, ampliou os limites contratuais¹⁰⁰⁹ e promoveu alterações pontuais do custo das operações¹⁰¹⁰.

O resultado da adoção do conjunto de iniciativas previstas no novo Plano foi uma forte contração da inflação entre janeiro e março, mas em magnitude inferior à esperada pelo governo. O IPCA mensal recuou de 37,5% para 6,8%, o IGP-DI de 36,6% para 4,2%, e o IPC de 70,3% para 6,1%.

A mudança de critério para o cálculo do IPC de janeiro¹⁰¹¹ tornara o resultado do índice muito superior ao dos demais indicadores, e a expectativa oficial era que ela contribuísse para uma inflação próxima a zero em fevereiro. Entretanto, isso não ocorreu (3,6%), e o número de março (6,1%) aumentou a preocupação do governo, pois

¹⁰⁰⁶ Circulares nºs 1.445, 1.446 e 1.447, todas de 16 de fevereiro de 1989. O custo das operações de empréstimo de liquidez oferecidas aos bancos comerciais ou às caixas econômicas foi fixado em LFT + 8% a.a., LFT + 10% a.a. e LFT + 13% a.a., para as operações até o limite contratual, entre uma e duas vezes esse limite e acima desses patamares, respectivamente¹⁰⁰⁶, já as direcionadas aos bancos de investimento e às financeiras tiveram seus custos elevados para LFT + 10% a.a. Caso os bancos comerciais ou as caixas econômicas viessem a utilizar os recursos por mais de 21 dias úteis, consecutivos ou não, no período compreendido nos 60 dias imediatamente anteriores à data do saque, as taxas tornavam-se LFT + 10% a.a., nas operações até o limite do contrato e LFT + 13% a.a. nas operações acima desse limite.

¹⁰⁰⁷ Revogando, entre outros normativos, a Resolução nº 1.008, de 2 de maio de 1985.

¹⁰⁰⁸ Anexado à Resolução nº 1.598, de 29 de março de 1989.

¹⁰⁰⁹ O limite contratual dos bancos comerciais e das caixas econômicas passou a corresponder a 15% dos saldos das rubricas depósitos à vista, depósitos a prazo, captações no mercado aberto, depósitos interfinanceiros, acrescido de 50% dos depósitos de poupança rural das instituições. Tal valor seria reajustado semestralmente, de acordo com o valor médio das rubricas apurados nos doze balancetes/balanços dos períodos maio/abril e novembro/outubro anteriores. O limite contratual dos bancos de investimento e das financeiras foi fixado em uma vez o patrimônio líquido da instituição (apurado com base no último balancete/balanço apresentado ao BCB), sendo possível a concessão de uma assistência suplementar em valor equivalente a até a metade desse mesmo patrimônio líquido.

¹⁰¹⁰ As alterações pontuais foram a fixação em LFT + 12% a.a. do custo das seguintes operações: (i) superiores a duas vezes o limite contratual realizadas por bancos comerciais ou caixas econômicas, e (ii) superiores ao limite contratual realizadas por bancos de investimento ou financeiras.

¹⁰¹¹ Pelo sistema vigente, o IBGE calcularia o IPC de janeiro a partir da divisão da média dos preços entre 16 de dezembro e 15 de janeiro (período A) pela média dos preços entre 16 de novembro e 15 de dezembro (período B). Contudo, para evitar contaminar o indicador de inflação de fevereiro, dado o realinhamento de preços promovido pelo governo e os reajustes ocorridos no comércio às vésperas do Plano (sabia-se que um plano seria anunciado), o IBGE substituiu nos cálculos do IPC a média do período A pelo valor correspondente aos preços praticados em 15 de janeiro, ou seja, pelo patamar mais elevado do período. Com isso, a inflação medida pelo indicador foi majorada em janeiro e reduzida em fevereiro.

além de refletir a inflação real do mês, ele se dera a despeito da manutenção de taxas de juro bastante elevadas no bimestre fevereiro-março¹⁰¹².

Os ganhos proporcionados pelas elevadas taxas de juros reais, aliados à redução do recolhimento na fonte do imposto de renda para as pessoas físicas aumentaram a renda disponível dos consumidores, neutralizando os efeitos contracionistas dos aumentos de preços na véspera do anúncio do plano, da elevação do custo do crédito e da desvalorização do estoque de riqueza não financeira sobre a demanda. Além disso, a falta de credibilidade no programa também impulsionou o consumo, pois a aposta na fragilidade e na transitoriedade do congelamento começou mais cedo do que se esperava.

In (MODIANO, 2014), p. 308.

Paralelamente, as perdas salariais impostas pelo Plano tornaram-se um foco crescente de dissenso entre governo, entidades sindicais e representações patronais. O Congresso chegou a aprovar uma fórmula para atualizar os vencimentos dos trabalhadores (fevereiro), prevendo a reposição da diferença entre o INPC e a URP de janeiro (35,48% e 26,05%, respectivamente) em três parcelas, mas a medida foi considerada insuficiente pelas entidades sindicais, que defendiam que as perdas haviam sido maiores e incluíam o *carry over* da inflação de janeiro (visível apenas no indicador de fevereiro).

A evolução do descontentamento e a falta de um entendimento levaram duas das principais centrais sindicais (CUT e CGT) a convocarem uma greve geral para março (dias 14 e 15), elevando a pressão sobre Brasília. Diante disso, o governo começou a trabalhar com a possibilidade de uma segunda reposição, e algumas empresas passaram a conceder aumentos ou adiantamentos a seus empregados.

Em março o Plano começou a dar sinais de fragilidade. Por um lado, a arrecadação fora superestimada no Orçamento, encontrando-se em revisão pela Receita Federal. Por outro, a manutenção de uma política de juros elevados por um período prolongado impactara o custo da dívida interna, ampliando o desequilíbrio das contas públicas (além

¹⁰¹² As taxas de juros praticadas no mercado aberto (overnight) haviam acumulado variações mensais de 18,95% e 20,41%, nos meses de fevereiro e março, respectivamente, valores correspondentes a taxas reais de juros de 14,81% e 13,50%, tomando por base o IPC.

de incentivar a migração de recursos do setor produtivo para o financeiro). Por fim, o congelamento de preços trouxera de volta problemas antigos, como a escassez de produtos e a cobrança de ágios.

Assim, com os pilares do Plano debilitados, o governo deu início em abril às políticas de redução gradual dos juros e de descongelamento de preços, entre outras medidas. A paridade entre o novo cruzado e o dólar dos EUA foi encerrada no dia 14 (com a atualização cambial da moeda brasileira)¹⁰¹³, uma ampla gama de produtos foi autorizada a ter os preços reajustados no dia 15, e, finalmente, no dia 19, o governo fixou¹⁰¹⁴ os índices de reposição das perdas salariais, estabeleceu novas regras para os aumentos de preços, e instituiu o Bônus do Tesouro Nacional (BTN) – transformando-o no novo indexador oficial dos contratos¹⁰¹⁵.

De volta à questão dos salários, cabe registrar a ocorrência de dois eventos. Em abril o governo ofereceu uma segunda reposição das perdas referentes ao Plano, fechando a questão com um reajuste de até 13,14%¹⁰¹⁶ e com a antecipação para abril do pagamento da última parcela da primeira reposição (aprovada em fevereiro), prevista para maio. No mês seguinte, o Congresso alterou a lei salarial¹⁰¹⁷, instituindo um sistema de aumentos em cascata semelhante ao do período militar. Com a mudança, a parcela dos vencimentos até três salários mínimos passou a sofrer reajustes mensais (de acordo com a variação do IPC), a porção correspondente ao intervalo entre três e vinte salários mínimos ficou sujeita à atualização trimestral (sendo previsto um «gatilho» que dispararia o reajuste sempre que a inflação superasse os 5%), e a fração superior a vinte salários mínimos tornou-se objeto de livre negociação entre patrões e empregados.

¹⁰¹³ Dois registros: (i) o mercado paralelo da moeda norte-americana já a negociava acima de NCz\$ 2,00 desde o início de abril: (ii) em 14 de junho, após outra desvalorização do novo cruzado (1,96%), o governo anunciaria o retorno à política de minidesvalorizações diárias da moeda nacional, em linha com a variação do IPC, e em 30 de junho levaria adiante outra mididesvalorização de 12% da moeda nacional.

¹⁰¹⁴ Por meio da Medida Provisória nº 48, de 19 de abril de 1989.

¹⁰¹⁵ O BTN seria atualizado pela variação do IPC, podendo ser utilizado para corrigir os contratos com prazo mínimo de 90 dias (em substituição à extinta OTN). No mês de junho o governo criaria o BTN Fiscal, que, como a extinta OTN Fiscal, teria reajustes diários.

¹⁰¹⁶ Que variava de acordo com a data-base da categoria.

¹⁰¹⁷ Vetada pelo presidente Sarney, a alteração aprovada pelo Congresso acabaria por ser mantida pelo Poder Legislativo, sendo promulgada pelo presidente do Senado e transformada na Lei nº 7.788, de 3 de julho de 1989.

Em junho, com os pilares do Plano a ruir, a variação dos preços tornou a acelerar e o titular da Fazenda admitiu não ter mais condições de reverter o quadro inflacionário. O governo passou a apostar no retorno da correção monetária diária e na reinstituição de mecanismos extintos para preservar a variação dos preços próxima aos 20% a.m.. A BTN Fiscal foi instituída como indexador de tributos, tendo o seu uso sido autorizado como «referencial para a atualização monetária de contratos ou obrigações expressos em moeda nacional» – medida¹⁰¹⁸ considerada o fim do Plano Verão (pois trouxe de volta a reindexação diária da economia).

A aproximar-se a primeira eleição direta para presidente desde 1960, e com o governo a mostrar-se incapaz de propor ações substantivas, o combate à inflação rapidamente perdeu protagonismo para as movimentações eleitorais. A solução para o problema teria que vir do governo seguinte. O atual já não tinha mais tempo nem credibilidade para fazê-lo.

As preocupações da política econômica passaram a concentrar-se no balanço de pagamentos e na manutenção da atratividade dos instrumentos da dívida pública.

Apesar dos resultados positivos do comércio exterior, a situação das contas externas permanecera frágil. Para honrar seus compromissos sem comprometer as reservas, o país necessitava obter um saldo de US\$ 16 bilhões na balança comercial e fechar um novo acordo com o FMI.

Diante das dificuldades de entendimento com o Fundo e buscando evitar a fragilização excessiva da posição do país à mesa de negociações (que ocorreria caso as reservas atingissem um nível muito baixo), o Brasil retomou a política de desvalorizações diárias da moeda¹⁰¹⁹ (junho), promoveu uma mididesvalorização¹⁰²⁰ (julho), e deu início a uma moratória não declarada da dívida externa (julho).

¹⁰¹⁸ Medida Provisória nº 68, de 22, de junho de 1989, posteriormente convertida na Lei nº 7.799, de 10 de julho de 1989.

¹⁰¹⁹ Em 14 de junho o governo promoveu uma desvalorização de 1,96% do cruzado novo e reinstituíu a atualização diária do valor do câmbio (que se daria em linha com a variação do IPC).

¹⁰²⁰ De cerca de 12%.

A moratória teve por base a adoção de uma nova centralização do câmbio no Banco Central¹⁰²¹, justificada pelo aumento da saída de capitais do país¹⁰²². A autoridade monetária passou a indicar as transferências a serem realizadas e aquelas a serem postergadas, viabilizando a retenção dos pagamentos de compromissos de dívida. Os devedores depositariam os valores devidos normalmente no BCB, cabendo à autoridade monetária determinar quando os recursos seriam enviados aos respectivos credores.

Paralelamente (junho), o BCB tornou a elevar as taxas de juro real do mercado aberto (após os recuos de abril e maio), buscando assegurar a demanda por títulos públicos e inibir a evasão de divisas. Tal política pouco influenciaria o comportamento da inflação, que assumiu uma trajetória francamente ascendente em agosto, alcançando os 51,5% a.m. em dezembro.

O Banco Central também voltou a promover mudanças residuais nas condições das operações de Empréstimo de Liquidez em novembro¹⁰²³, mas sem maiores consequências para a política monetária.

O restante do ano foi marcado pela disputa eleitoral pela presidência da República e pela vitória, em segundo turno¹⁰²⁴, do ex-governador de Alagoas Fernando Collor de Mello. Além da consolidação da democracia, o país ansiava por ações efetivas, capazes de evitar o processo hiperinflacionário (cada vez mais próximo) e de oferecer condições de vida dignas à população.

A economia voltara a crescer (3,16%), após o leve recuo do ano anterior, a balança comercial registrara um superávit importante (US\$ 16,12 bilhões) e as transações correntes haviam alcançado o último resultado positivo da década (US\$ 1,03 bilhão). Entretanto, a situação das contas externas permanecera delicada e a inflação acumulara

¹⁰²¹ Circular nº 1.504, de 30 de junho de 1989, com base na Resolução nº 1.564, de 16 de janeiro de 1989.

¹⁰²² Cerca de US\$ 2 bilhões haviam deixado o país no primeiro semestre de 1989 sob a forma de remessas de lucros, dividendos e repatriação pelas multinacionais, contra US\$ 1,8 bilhão em todo o ano anterior.

¹⁰²³ Resolução nº 1.664, de 29 de novembro.

¹⁰²⁴ O segundo turno das eleições foi realizado em 17 de dezembro de 1989.

uma variação anual de 1.972,91% (IPCA), número que no mês da posse do novo presidente atingiria os 82,39% a.m..

6.3.6. 1990

Fernando Collor assumiu a Presidência em meio a um processo de aceleração contínua da inflação, de deterioração das contas do governo e de grande apreensão quanto às contas externas. As reservas encontravam-se próximas a US\$ 9,7 bilhões, em função de atrasos no pagamento dos credores externos, estando, na prática, tecnicamente zeradas (ABREU; WERNECK, 2014).

Diante da urgência de impedir um quadro de hiperinflação, a equipe econômica de Collor trabalhara na elaboração de um programa de estabilização para aplicação imediata, contando com a colaboração do governo Sarney no fornecimento de dados e, posteriormente, na decretação de um feriado bancário à véspera da posse do novo presidente¹⁰²⁵. Denominado «Plano Brasil Novo», o programa foi anunciado em 16 de março e ficou conhecido como «Plano Collor».

O Plano apoiava-se na premissa de que o processo inflacionário tinha como causa principal o desequilíbrio financeiro do Estado, sendo necessária a realização de reformas simultâneas para promover a reversão do quadro. Segundo Zélia Cardoso de Mello, ministra da Economia¹⁰²⁶, as ações deveriam concentrar-se em três grupos principais: (i) a reforma fiscal; (ii) a reforma monetária; e (iii) a política de rendas.

A primeira tinha por foco o resultado das contas públicas em 1990, buscando transformar o imenso déficit operacional de 1989¹⁰²⁷ em um superávit de 2%. Para isso, o governo adotaria medidas como o aumento da tributação, a suspensão de benefícios e de incentivos fiscais, a demissão de funcionários, a dissolução ou extinção de

¹⁰²⁵ Por meio da Circular nº 1.595, de 13 de março de 1990, o Banco Central decretou feriado bancário entre os dias 14 e 16 de março de 1990 “tendo em conta as medidas de natureza econômica a serem adotadas”.

¹⁰²⁶ Collor fundira as pastas da Fazenda e do Planejamento em um único Ministério da Economia.

¹⁰²⁷ O déficit operacional do setor público, com desvalorização cambial, atingira 7,09% do PIB em 1989.

entidades da administração pública federal, e a criação de um Programa Nacional de Desestatização, entre outras.

A segunda, e mais ousada de todas, teria como ação mais emblemática a imposição de um grande choque de oferta de liquidez, com a retenção (em um primeiro momento) de cerca de 80%¹⁰²⁸ dos ativos financeiros. Suas principais medidas foram: (i) a reintrodução do cruzeiro como padrão monetário, à cotação de um para um com o cruzado novo; e (ii) o bloqueio dos recursos financeiros de pessoas físicas e jurídicas¹⁰²⁹. Além disso, o programa buscava promover uma desindexação parcial da economia, tendo por alvo a chamada «moeda indexada».

Entendia-se por «moeda indexada» qualquer ativo com altíssima liquidez e cujo valor de face fosse atualizado por um índice (como de inflação ou de juros) em intervalos curtos e regulares. Esse era o caso, por exemplo, dos títulos públicos federais, instrumentos facilmente conversíveis em moeda em função da política de «zeragem automática» praticada pelo BCB, e dos depósitos remunerados (amparados pelos primeiros).

A terceira tinha por objetivo o realinhamento de preços e salários, sendo a principal medida a introdução de um congelamento temporário, sucedido por um modelo de prefixação de reajustes¹⁰³⁰. Os valores de diversos produtos e serviços seriam forçados

¹⁰²⁸ Ver (ABREU; WERNECK, 2014), p. 314.

¹⁰²⁹ De acordo com a Medida Provisória (MP) nº 168, de 15 de março de 1990: (i) os saldos dos depósitos à vista e das cadernetas de poupança seriam convertidos em cruzeiros até o limite de NCz\$ 50 mil (aproximadamente US\$ 1.300,00). Os valores excedentes ficariam retidos no BCB, sendo atualizados monetariamente pela variação da BTN Fiscal e receberiam remuneração de 6% a.a., sendo devolvidos 18 meses mais tarde em 12 parcelas mensais iguais; (ii) Os depósitos a prazo fixo, as letras de câmbio, os depósitos interfinanceiros, as debêntures e os demais ativos financeiros, bem como os recursos captados pelas instituições financeiras por meio de operações compromissadas, seriam convertidos na data de vencimento do prazo original dos instrumentos, ficando retida no BCB uma parcela correspondente a 80% do valor de resgate (nos mesmos termos aplicados aos depósitos à vista) e sendo disponibilizada a parcela correspondente aos outros 20%; e (iii) as quotas dos fundos de renda fixa e as quotas de fundos de curto prazo seriam retidas de acordo com o mesmo critério aplicado aos depósitos a prazo fixo (80% retidos e 20% disponibilizados), porém a MP previa que o percentual liberado fosse inferior a 20%, caso o fundo não dispusesse de liquidez suficiente. Vale acrescentar que no caso das operações compromissadas a MP previa a disponibilização (na data do vencimento) de 20% do valor de resgate ou o equivalente a NCz\$ 25 mil, prevalecendo o que fosse maior.

¹⁰³⁰ Os índices de prefixação dos reajustes de preços e salários seriam estabelecidos em datas diferentes. O primeiro seria divulgado no primeiro dia útil de cada mês (a partir de maio), já o segundo seria anunciado no dia 15 (também a partir de maio).

a retroagir aos patamares de 12 de fevereiro, permanecendo congelados por 45 dias e, posteriormente, sendo adequados ao novo sistema de reajustes. Já os vencimentos dos trabalhadores seriam atualizados de acordo com a variação do IPC de fevereiro (72,78%), passando a ficar congelados até o modelo de atualizações entrar em vigor.

Tal como nos planos Bresser e Verão, a equipe econômica promoveu uma recomposição prévia de preços, atualizando os valores de produtos e serviços como os combustíveis (58%), a energia elétrica (32,1%), as passagens aéreas (50,2%), os serviços postais (83,5%) e as tarifas telefônicas (32,10%). Os aumentos entraram em vigor juntamente com o anúncio do Plano.

A aposta do governo era a de que a contração de demanda agregada, que adviria da combinação de ajuste fiscal de tais proporções com a drástica retenção de ativos financeiros, criaria condições adequadas para que o terceiro componente do plano de estabilização – o congelamento de preços e salários – quebrasse de forma efetiva e duradoura a inércia da alta inflação. O que se almejava era uma rápida mudança do processo inflacionário, já no segundo trimestre de 1990, para regime muito mais benigno, de taxa anual de um dígito.

In (ABREU; WERNECK, 2014), p. 315.

O programa também previa a redução da participação do Estado na economia, a abertura do mercado interno para os produtos estrangeiros e a livre flutuação do câmbio. Collor defendia o rompimento com o modelo de desenvolvimento das últimas décadas, sustentando que o Estado não podia ser o motor da atividade econômica e que o estímulo à concorrência (externa) era fundamental para atualizar e dinamizar a produção¹⁰³¹. Alinhado com as teses neoliberais dominantes, seu discurso decretava o fim do modelo substitutivo de importações.

A retenção dos recursos financeiros rapidamente tornou-se a medida mais polêmica do Plano. De um dia para o outro as reservas de pessoas físicas e jurídicas foram bloqueadas, permanecendo disponíveis, no caso dos depósitos à vista e das cadernetas de poupança, um valor máximo de até Cr\$ 50 mil (aproximadamente US\$ 1.300,00).

¹⁰³¹ Ver («Plano Collor», 1990).

Compromissos, investimentos e urgências de toda ordem tiveram que ser adaptados ou abandonados, com reflexos importantes, por vezes drásticos, para empresas e famílias.

Chegamos aos NCz\$ 50 mil porque quase 90% das cadernetas de poupança estavam abaixo desse limite. Debatemos bastante sobre isso, se deveríamos colocar o limite em NCz\$ 50 mil, ou mais, ou menos, do que isso. No processo de elaboração do plano, essa foi a última decisão a ser tomada. Não houve uma conversa diretamente com o presidente em relação a esse assunto, mas, entre os membros da equipe, foi intensamente discutido. Optamos por um valor que protegia mais de 90% das contas, afinal, sabíamos que era algo muito delicado.

Declaração do ex-presidente do BCB Ibrahim Eris in (BCB, 2019e), p. 40.

A forte contração da liquidez no sistema bancário obrigou o Banco Central a reduzir as alíquotas do recolhimento compulsório sobre os depósitos à vista¹⁰³², ampliando a margem de manobra das instituições. Paralelamente, e alinhado com uma política restritiva, o BCB acrescentou que o recolhimento fosse realizado em espécie, reduzindo a quantidade de moeda em circulação¹⁰³³.

O aperto seria ampliado semanas mais tarde, com a autoridade monetária a elevar o percentual mínimo da exigência sobre os depósitos à vista a ser mantido na conta Reservas Bancárias (de 80% para 90%)¹⁰³⁴. A medida, contudo, trouxe alguma flexibilidade às instituições, admitindo que no encerramento de cada período de ajustamento, a média dos saldos diários (considerados somente os dias úteis) pudesse ser inferior ao exigível em até 2%, desde que o desvio fosse compensado por excesso de igual magnitude no período seguinte.

Por um lado, a atuação do BCB visava conter a oferta monetária. Por outro, ela precisava enfrentar as falhas de um bloqueio (quase) universal de recursos, que exigia a

¹⁰³² Por meio da Circular nº 1.601, de 18 de março de 1990, atualizada pelas Circulares nº 1.627, de 27 de março de 1990, e nº 1.658, de 9 de abril de 1990. As alíquotas das instituições localizadas em áreas não incentivadas foram fixadas em 20%, 30% e 40%, de acordo com o porte das mesmas (pequeno, médio e grande, respectivamente). As alíquotas das áreas incentivadas foram fixadas em 16%, 24% e 32%, respectivamente.

¹⁰³³ A medida ainda alterou as sistemáticas de cálculo da média dos depósitos sujeitos ao recolhimento e do período de ajustamento, que passaram a contemplar apenas uma semana.

¹⁰³⁴ Circular nº 1.658, de 9 de abril de 1990.

administração das situações de ilegalidade (como o bloqueio de recursos financeiros de embaixadas) e do leque de exceções estabelecido (que devolvia parte da liquidez retida de volta ao sistema).

Para assegurar o pagamento dos trabalhadores de empresas que tiveram seus recursos bloqueados, o Executivo tomou duas medidas principais: (i) autorizou a liberação de até Cr\$ 500 mil das aplicações das mesmas (cerca de US\$ 13 mil); e, por meio do CMN, (ii) aprovou a instituição de uma linha de crédito do BCB para refinarciar as folhas de pagamentos cujos valores, incluídos os encargos sociais, fossem iguais ou inferiores a Cr\$ 3 milhões¹⁰³⁵ (cerca de US\$ 72 mil)¹⁰³⁶.

Inicialmente as empresas maiores foram deixadas à própria sorte, tendo que negociar os termos dos financiamentos das folhas de pagamento com as instituições financeiras. Contudo, sob forte pressão dos empresários e de lideranças sindicais, o governo acabou por ceder e, ao final de março, o Banco Central estabeleceu uma segunda linha de refinanciamento para o mesmo fim, dessa vez limitada a Cr\$ 15 milhões¹⁰³⁷ (cerca de US\$ 391 mil)¹⁰³⁸.

Apesar do otimismo do governo, alguns setores começaram a preocupar-se com os efeitos da intensidade das medidas na economia e no emprego – receio que em pouco tempo se justificaria. Entre janeiro e abril a utilização da capacidade instalada na indústria despencou de 79% para 61%, e a taxa de desemprego aberto (regiões metropolitanas) aumentou de 3,43% (fevereiro) para 5,27% (maio).

A contração do consumo e a suspensão da produção de diversos produtos levou o BCB a publicar em abril um conjunto de medidas para promover o reaquecimento da

¹⁰³⁵ Estabelecida pela Resolução nº 1.692, de 18 de março de 1990 e pela Circular nº 1.605, de 19 de março de 1990. O financiamento, uma vez comprovado o destino dos recursos, seria concedido pelos bancos por um prazo de 30 dias a uma taxa de 7% a.a. mais correção monetária (BTN Fiscal). O BCB refinanciaria a operação por meio de uma linha de crédito oferecida aos bancos cuja remuneração era de 6% a.a. mais correção monetária. Todas as operações seriam garantidas pelos recursos (da empresa tomadora) bloqueados pelo Plano no BCB.

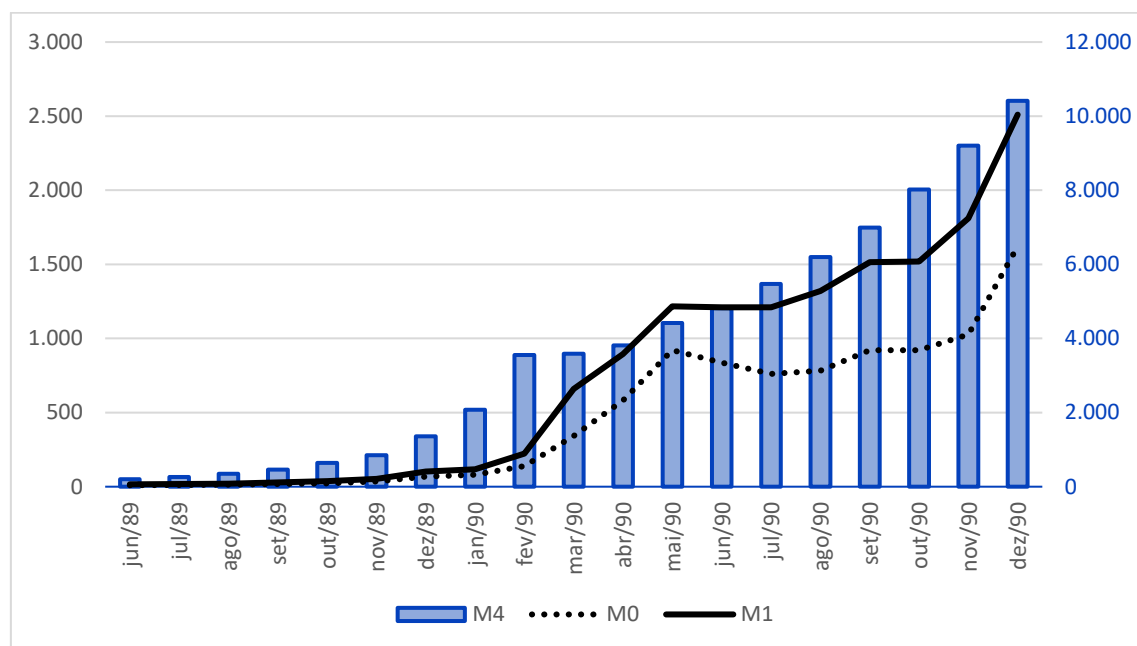
¹⁰³⁶ Sendo deduzidos do total financiado os Cr\$ 500 mil liberados pelo governo.

¹⁰³⁷ Por meio da Circular nº 1.636, de 29 de março de 1990. Embora o custo de refinanciamento para os bancos fosse o mesmo da primeira linha, o normativo condicionava as condições à cobrança (do tomador final) de uma taxa de 10% a.a. mais correção monetária.

¹⁰³⁸ Todos os valores tiveram por base a cotação do dólar dos EUA 13/03/1990.

economia. O prazo máximo dos financiamentos de máquinas e equipamentos pesados, ônibus, caminhões, tratores, automóveis e motocicletas novos foi ampliado para 30 meses¹⁰³⁹; o financiamento da compra de carros usados teve o seu limite ampliado para dezoito meses¹⁰⁴⁰; e, finalmente, a autoridade monetária pôs fim ao contingenciamento do crédito imposto em janeiro de 1989¹⁰⁴¹, medida que extinguiu a limitação das operações de crédito das instituições financeiras ao total atualizado dos saldos existentes em 31 de dezembro de 1988.

Figura 28 - Agregados Monetários – Saldos ao final do mês (bilhões de unidades monetárias)



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil.

Paralelamente, as constantes pressões pela liberação dos recursos retidos (convertendo cruzados novos em cruzeiros) deram origem a uma crescente flexibilização do bloqueio (não prevista na MP 168¹⁰⁴²). Em pouco tempo, a apreensão com a redução excessiva da oferta de liquidez se converteu em outro tipo de preocupação: a com o ritmo do retorno dos recursos ao sistema financeiro (ABREU; WERNECK, 2014).

¹⁰³⁹ Circular nº 1.652, de 5 de abril de 1990.

¹⁰⁴⁰ Circular nº 1.674, de 18 de abril de 1990.

¹⁰⁴¹ Circular nº 1.685, de 20 de abril de 1990.

¹⁰⁴² Medida Provisória nº 168, de 15 de março de 1990 – o instrumento legal que estabeleceu o «confisco». A MP 168 previa uma série de cenários nos quais os recursos retidos poderiam ser liberados, como, p. ex.: (i) pessoas físicas cuja única fonte de rendimentos fosse pensões e aposentadorias; (ii) pagamentos de tributos; e (iii) leilões de conversão antecipada.

Na realidade, foi-se criando um sistema de incentivo em que, ao aceitar o pleito de alguns, encorajava-se que outros também fizessem reivindicações. Acabamos por criar um sistema que, após a liberação de cruzados, gerava liquidez, e os bancos tinham que recolher novamente os recursos ao Banco Central. Brincávamos que estávamos abrindo torneirinhas e fechando o registro. Os bancos tinham que depositar de volta tudo que recebiam. Para isso, aumentamos a alíquota do compulsório.

Declaração de Gustavo Loyola, então diretor de Normas do BCB in (BCB, 2019e), p. 84.

O aumento da oferta de moeda e o seu potencial efeito sobre a inflação levaram o BCB a atuar em maio no sentido inverso das intervenções de abril, impondo limites às ofertas de crédito pessoal e de crédito ao consumidor¹⁰⁴³. Adicionalmente, e em linha com as políticas de desindexação e de redução da oferta de moeda, o governo determinou a extinção das contas remuneradas, mudança que sujeitou os depósitos correspondentes à incidência do recolhimento compulsório (caso os recursos não fossem aplicados em outro instrumento).

O governo também deu passos rumo à reforma administrativa. No início de maio, Collor prometeu acelerar o processo de privatizações e determinou a demissão de 360 mil funcionários das administrações direta e indireta. Além do alegado «aumento da eficiência e da produtividade da máquina pública», o objetivo da medida era reduzir as despesas do governo em cerca de US\$ 5 bilhões (valor próximo a 1,5% do PIB estimado para o ano).

O programa de privatizações veio a contar com a criação de um novo título do Tesouro, o Certificado de Privatização¹⁰⁴⁴. Instrumento não negociável e de aquisição compulsória por parte das instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central¹⁰⁴⁵, o certificado conferia ao detentor o poder de utilizá-lo como pagamento na aquisição de empresas privatizadas, sendo, de acordo com a ministra da Economia, a fórmula encontrada pelo

¹⁰⁴³ Por meio da Resolução nº 1.708, de 14 de maio de 1990, modificada parcialmente pela Resolução nº 1.715, de 25 de maio de 1990. Esta última estabeleceu os limites com base nos saldos existentes em 15 de maio de 1990 (atualizados pela BTN fiscal), fixando os seguintes tetos: 80% da base a partir de 30 de junho de 1990; e 60% da base a partir de 31 de agosto de 1990.

¹⁰⁴⁴ Pela Lei 8.018, de 11 de abril de 1990.

¹⁰⁴⁵ Resoluções nºs 1.709 e 1.710 de 14 de maio de 1990 e Circular nº 1.730, de 15 de maio de 1990.

governo para «estimular» os bancos a participar do programa. Cabe registrar que a legislação estabelecera uma correção monetária decrescente do valor de face do instrumento¹⁰⁴⁶, induzindo as instituições a utilizá-lo tão logo quanto possível. Além disso, a imposição dos certificados passou a contribuir como um recolhimento compulsório adicional, produzindo algum efeito sobre a oferta monetária¹⁰⁴⁷.

O CMN ainda aprovou três novas medidas ao final de maio, duas de cunho monetário e outra de cunho fiscal. As duas primeiras tiveram por alvo o mecanismo de «zeragem automática», praticado pelo BCB desde o início das operações de mercado aberto e considerado uma peça chave na sustentação da «moeda indexada».

A chamada «zeragem automática» correspondia a um compromisso informal do BCB que assegurava às instituições financeiras o financiamento de suas posições ativas em títulos públicos ao final do expediente bancário. Ela se dava por meio de operações compromissadas¹⁰⁴⁸, nas quais o Banco Central oferecia os recursos monetários à uma taxa de juros real positiva (mas não superior à do mercado interbancário), evitando que as instituições necessitassem captar recursos a um custo mais elevado.

Apesar de benéfica para as instituições e de facilitar a emissão primária da dívida pública¹⁰⁴⁹ (em função da redução dos riscos de juros e de liquidez), a visão prevalecente era que a «zeragem automática» tornava endógena a oferta de moeda no país, devendo ser extinta para a retomada do controle monetário¹⁰⁵⁰.

¹⁰⁴⁶ A correção monetária dos Certificados de Privatização foi fixada inicialmente em 100% da variação da BTN fiscal, permanecendo nesse patamar até a realização do primeiro leilão de privatização. A partir de então passaria a recuar 1% ao mês, por um período de até 40 meses, limitando-se, ao final do período, a 60% da variação do BTN fiscal.

¹⁰⁴⁷ O montante mínimo da aquisição compulsória foi fixado em 3% do somatório do ativo circulante e do realizável a curto e longo prazos do balanço patrimonial da instituição em 31 de dezembro de 1989, limitado a 18% do patrimônio líquido na mesma data. A aquisição teria início em 15 de junho podendo ser efetuada em até seis meses.

¹⁰⁴⁸ As compromissadas compreendem operações de compra de ativos (a um preço P) combinadas com o compromisso de revenda dos mesmos em uma data futura (a um preço P + remuneração). Na prática, correspondem a empréstimos garantidos pelos ativos em questão (no caso, títulos públicos federais).

¹⁰⁴⁹ Ao comprar um título público a instituição podia financiar a operação com recursos do próprio BCB. Cabe registrar que tanto a LBC quanto a LFT eram instrumentos cujos valores eram atualizados pela taxa *overnight* e, portanto, não possuíam risco de taxa.

¹⁰⁵⁰ Para uma discussão sobre o tema ver (PASTORE, 1991), (RAMALHO, 1995) e (PAULA, 1996).

A suspensão da «zeragem» foi acompanhada por duas medidas de auxílio às instituições. A primeira foi o estabelecimento no BCB de um novo mecanismo de assistência: a linha especial de redesconto¹⁰⁵¹. Com características fixadas pelo Banco Central¹⁰⁵², o financiamento das posições ativas em títulos públicos passou a ter um custo punitivo¹⁰⁵³, sendo limitado (inicialmente) a 50% da posição em títulos públicos da carteira do demandante (excluídos os BTN com opção de resgate cambial)¹⁰⁵⁴. A segunda foi a reversão temporária¹⁰⁵⁵ da elevação (de abril) do percentual do exigível a ser mantido na conta Reservas Bancárias ao final do dia (compulsório sobre depósitos à vista), fixando-o em 80%¹⁰⁵⁶ – o que reduziu a necessidade das instituições de recorrerem à linha especial de redesconto no primeiro momento.

Em sintonia com a política de desindexação, o Tesouro passou a oferecer títulos prefixados (LTN) em troca de instrumentos atualizados pela taxa *overnight* (LFT) ao final de maio. A operação, realizada por meio de ofertas públicas competitivas (realizadas pela mesa de operações do mercado aberto do BCB), tinha a intenção declarada de substituir o instrumento com risco zero por outro, com possibilidade de ganhos ou perdas em função da variação das taxas de juros – ampliando o impacto das mudanças nas taxas de juros sobre a oferta monetária.

A terceira medida, de cunho fiscal, restringiu as operações ativas¹⁰⁵⁷ praticadas por instituições financeiras e sociedades de arrendamento mercantil com as esferas de poder ou suas respectivas empresas¹⁰⁵⁸. Com ela, o CMN limitou as operações aos saldos existentes em 31 de dezembro de 1989 atualizados pela BTN Fiscal, e restringiu o

¹⁰⁵¹ Resolução nº 1.717, de 29 de maio de 1990. A nova linha, cujas características seriam fixadas pelo BCB poderia chegar a até 100% da posição própria da instituição em títulos públicos federais (excetuados os BTN com cláusula de opção de resgate pela correção cambial).

¹⁰⁵² Circular nº 1.741, de 29 de maio de 1990.

¹⁰⁵³ Fixado inicialmente como sendo a taxa média de desconto das LTN de 28 dias (apurada na última oferta pública dos títulos), descapitalizada por dia útil, acrescida de 20% a.a.. Posteriormente o acréscimo foi reduzido para 15% a.a. pela Circular nº 1.763, de 20 de junho de 1990.

¹⁰⁵⁴ Esse limite seria ampliado para 100% da posição em títulos públicos da carteira do demandante (excluídos os BTN com opção de resgate cambial) pela Circular nº 1.789, de 2 de agosto de 1990.

¹⁰⁵⁵ Entre 4 de junho e 3 de agosto de 1990.

¹⁰⁵⁶ Circular nº 1.740, de 29 de maio de 1990.

¹⁰⁵⁷ Empréstimos, financiamentos, títulos descontados, adiantamentos, arrendamento mercantil e garantias de qualquer natureza.

¹⁰⁵⁸ Resolução nº 1.718, de 29 de maio de 1990.

refinanciamento das parcelas vincendas (nos respectivos vencimentos) a 80% do montante correspondente ao principal. O objetivo era forçar as esferas de poder a colaborarem com o esforço fiscal capitaneado pelo governo federal, viabilizando a perseguição do superávit de 2% do PIB previsto no Plano.

O conjunto de medidas adotado pelo governo levou a variação mensal do IPCA a recuar de 82,39% (março) para 7,59% (maio), mas o movimento teve vida curta. Em junho a inflação retornou ao patamar dos dois dígitos e, ao contrário do que prometera Collor, os indicadores jamais se aproximaram do zero.

Tendo constatado que a aposta numa estratégia de combate à inflação de resultados rápidos se revelara irrealista, o governo tentou refazer o jogo, concentrando suas fichas em estratégia de resultados mais lentos, respaldada por forte contração de demanda. Mas se, pelo lado dos preços, os efeitos da contração de demanda prometiam ser lentos, pelo da produção, logo se mostraram rápidos e intensos, levando à queda de 4,4% do PIB em 1990. O que reforçou em muito as pressões políticas contra o programa de estabilização, colocando sob tensão crescente o já precário apoio ao governo no Congresso.

In (ABREU; WERNECK, 2014), p. 316.

A resistência às iniciativas do governo aumentou. Além das dificuldades encontradas na aprovação de medidas, como a MP nº 185¹⁰⁵⁹, o Executivo passou a sofrer revezes importantes em pontos centrais de sua política de econômica. Entre outros, sua proposta de demitir ou afastar cerca de 360 mil funcionários foi frustrada, produzindo números aquém dos pretendidos¹⁰⁶⁰, e os termos das emissões de Certificados de Privatização foram alterados¹⁰⁶¹ (devido à pressão dos bancos).

¹⁰⁵⁹ A MP 185 autorizava o Tribunal Superior do Trabalho a suspender, por cento e cinquenta dias, os reajustes concedidos em dissídios coletivos. A medida foi derrubada pelo Congresso, mas o Executivo a reeditou sob a forma da MP 190. O Supremo Tribunal Federal, contudo, acabou por suspender seus efeitos em função de se tratar de uma reedição, quase na íntegra, de um texto rejeitado pelo Legislativo.

¹⁰⁶⁰ De acordo com o Sindicato dos Servidores Públicos do Distrito Federal (Sindsep-DF), o total de servidores públicos demitidos entre os anos 1990 e 1992 pelo governo do presidente Fernando Collor de Mello foi de cerca de 120 mil.

¹⁰⁶¹ No início de junho o CMN já prorrogara (por meio da Resolução nº 1.720, de 12 de junho de 1990) a data de vencimento da primeira parcela relativa à aquisição dos Certificados de Privatização para 16 de julho. Contudo, sob forte pressão dos bancos, o governo elevou o número de parcelas (de 6 para 12),

O fracasso da estratégia original de combate à inflação produziu uma mudança na política econômica do governo, que optou por alinhar suas ações com uma abordagem mais ortodoxa de gestão da demanda.

No fim de junho o BCB elevou o custo dos empréstimos de liquidez e as alíquotas dos recolhimentos compulsórios sobre os depósitos à vista. A primeira medida¹⁰⁶² praticamente dobrou as taxas de juros reais da facilidade, além de substituir o indexador de correção monetária a ser utilizado¹⁰⁶³. A segunda¹⁰⁶⁴ alterou as alíquotas incidentes sobre os depósitos de ambas as áreas (incentivadas e não incentivadas) promovendo majorações entre 20% e 34% no percentual da exigência¹⁰⁶⁵.

O Banco Central tornou a intervir sobre a oferta de liquidez em agosto, ao ampliar a base de cálculo dos recolhimentos compulsórios sobre os depósitos à vista. Em uma primeira medida, a autoridade monetária acrescentou à base os recursos considerados «em trânsito», como as cobranças, arrecadações de tributos e os cheques administrativos¹⁰⁶⁶. Uma semana mais tarde, entretanto, optou por excluir os recursos das concessionárias de serviços públicos (energia, água, telefonia etc.) desse total¹⁰⁶⁷. Mesmo assim, as autoridades previam retirar cerca de Cr\$ 80 bilhões do sistema (aproximadamente US\$ 1,18 bilhão)¹⁰⁶⁸.

permitiu que as instituições pudessem usar dívidas do governo em atraso na compra compulsória e desobrigou as instituições 100% pertencentes a uma das esferas do Poder da aquisição dos instrumentos, entre outras mudanças (Resolução nº 1.721, de 27 de junho de 1990). Na prática, a mudança representou uma redução do total arrecadado e o adiamento do ingresso dos recursos nos cofres públicos.

¹⁰⁶² Circular nº 1.762, de 20 de junho de 1990.

¹⁰⁶³ A medida substituiu o uso da LFT pelo da taxa média de desconto das LTN de 28 dias (apurada na última oferta pública dos títulos) como indexador. Adicionalmente, fixou os seguintes custos para as operações até o contrato, entre um e duas vezes o valor do contrato e acima de duas vezes o limite contratual: LTN + 15% a.a., LTN + 18% a.a. e LTN + 21% a.a., respectivamente.

¹⁰⁶⁴ Circular nº 1.764, de 21 de junho de 1990.

¹⁰⁶⁵ A mudança promoveu as seguintes majorações: (i) área incentivada, instituições pequenas, médias e grandes: de 16% para 21,3%, de 24% para 28,6%, e de 32% para 38,4%, respectivamente; e (ii) área não incentivada, instituições pequenas, médias e grandes: de 20% para 26,7%, de 30% para 35,8%, e de 40% para 48%, respectivamente.

¹⁰⁶⁶ Circular nº 1.805, de 20 de agosto de 1990.

¹⁰⁶⁷ Circular nº 1.806, de 27 de agosto de 1990. A medida foi tomada porque o governo receava que os bancos compensassem os valores perdidos com a imposição de tarifas ao consumidor.

¹⁰⁶⁸ A medida entrou em vigor em 10 de setembro de 1990. O valor em dólares utiliza a cotação da moeda norte-americana nesta mesma data: Cr\$ 67,917.

As preocupações do mercado com a oferta de liquidez atingiram o ápice na primeira quinzena de setembro, levando à disparada das taxas de juros. Embora a política restritiva do BCB e as mudanças no compulsório tenham influenciado essa dinâmica, o receio dos agentes foi fruto, principalmente, dos temores relacionados ao fim da política de financiamento das deficiências em cruzados novos das instituições¹⁰⁶⁹, que projetava a imposição de um recolhimento aos cofres do BCB de uma quantia superior a Cr\$ 900 bilhões (aproximadamente US\$ 12 bilhões¹⁰⁷⁰).

Diante da escassez de recursos, diversas instituições ampliaram seus esforços para captar liquidez, inclusive por meio da venda da moeda dos EUA – que chegou a registrar uma depreciação de 6,5% ante o cruzeiro¹⁰⁷¹, apesar da atuação do BCB. As taxas de juros acompanharam o movimento, saltando de 1,32% a.d. para 1,56% a.d.. O Banco Central acabou por estabelecer novas regras para o financiamento das deficiências em cruzados novos, distribuindo o recolhimento dos valores por um período de até 12 meses e reduzindo a pressão sobre os mercados.

Mesmo assim, a elevação dos juros criara mais um problema para o BCB. Ela tornara atraentes as taxas dos Empréstimos de Liquidez, justificando o recurso das instituições à facilidade para financiar suas operações ativas (e desvirtuando a sua função). Diante disso, o Banco Central tornou a elevar os custos da facilidade¹⁰⁷² e da linha especial de

¹⁰⁶⁹ Ver (CARVALHO, 2003).

¹⁰⁷⁰ De acordo com a cotação do dólar dos EUA em 17 de setembro de 1990 (data prevista para o fim do financiamento): Cr\$ 75,213.

¹⁰⁷¹ Entre os dias 28 de agosto e 11 de setembro.

¹⁰⁷² Circular nº 1.817, de 19 de setembro de 1990. A medida fixou os custos das operações como sendo a taxa média de desconto das LTN de 28 dias (apurada na última oferta pública dos títulos), descapitalizada por dia útil, acrescida de distintos percentuais para as operações até o contrato, entre uma e duas vezes o valor do contrato e acima de duas vezes o limite contratual: LTN + 21% a.a., LTN + 23% a.a. e LTN + 25% a.a., respectivamente.

liquidez¹⁰⁷³ (segunda quinzena de setembro), vindo a acrescentar uma medida inibidora do acesso recorrente a esta última ao final do mês¹⁰⁷⁴.

Apesar dos esforços das políticas fiscal e monetária, o governo não foi capaz de reverter a trajetória ascendente da inflação no segundo semestre (embora tenha atenuado sua aceleração). A variação mensal do IPCA de dezembro atingiu os 18,4% e a inflação acumulada no ano superou os 1.620%. Um dos custos do processo foi a maior retração da economia desde que a FGV começara a medi-la¹⁰⁷⁵ (4,35%), capitaneada pelo fraco desempenho da produção industrial (-8,18%).

No tocante às contas externas, os destaques foram a ausência de soluções para o problema do endividamento e a redução do superávit da balança comercial. Segundo (CAMPOS, 1994), as posturas do presidente e de sua ministra da Economia ante os credores externos haviam sido «confrontacionista» e «de relativa displicência», respectivamente, dificultando a negociação de um acordo. Além disso, o país tornara a enfrentar um aumento substancial das despesas com as importações no segundo semestre (especialmente de petróleo, em função de uma nova crise no Golfo Pérsico¹⁰⁷⁶) – reduzindo o superávit comercial do ano para US\$ 10,8 bilhões.

6.3.7. 1991

O novo ano iniciou-se em meio à deterioração do cenário no Iraque e ao aumento das preocupações com a disponibilidade de petróleo para o mercado interno. Temia-se que um novo choque de oferta viesse a agravar a situação das contas externas e da atividade

¹⁰⁷³ Circular nº 1.818, de 19 de setembro de 1990. A medida fixou inicialmente os custos das operações como sendo a taxa média de desconto das LTN de 28 dias (apurada na última oferta pública dos títulos), descapitalizada por dia útil, acrescida de 21% a.a.. Adicionalmente, considerados períodos móveis de 10 dias, caso a instituição viesse a usar os recursos por mais de uma vez, os custos seriam acrescidos de 0,04% a cada utilização (a partir da segunda).

¹⁰⁷⁴ Por meio da Circular nº 1.823, de 27 de setembro de 1990, o BCB ampliou para 20 dias o período móvel no qual o uso reincidente da facilidade ampliaria o custo da operação em 0,04% (a cada utilização).

¹⁰⁷⁵ As medições foram iniciadas em 1947.

¹⁰⁷⁶ Tropas iraquianas invadiram o Kuwait em 2 de agosto de 1990, desencadeando eventos que levaram a uma forte elevação dos preços do barril de petróleo e a uma guerra entre o Iraque e uma coalizão de forças liderada pelos EUA.

econômica e, diante dessa realidade, o governo anunciou um programa de contingenciamento e racionalização do uso de combustíveis.

Porém, a atenção ao conflito no Golfo seria rapidamente desviada para o anúncio de um novo pacote econômico: o «Plano Collor II». O programa fora elaborado em sigilo pela equipe econômica, pegando a população, a imprensa e o mercado financeiros de surpresa com a sua divulgação, em 1º de fevereiro.

Suas principais medidas foram: (i) o congelamento de preços, salários e contratos por tempo indeterminado; (ii) a desindexação da economia, com a extinção da BTN e da BTN Fiscal; (iii) a proibição de pessoas físicas e jurídicas não financeiras de realizar operações no *overnight*¹⁰⁷⁷, sendo criados em substituição a estas os Fundos de Aplicação Financeira (FAF); e (iv) a instituição da Taxa Referencial de juros (TR) que, calculada pelo Banco Central a partir de uma amostra de CDB, passaria a remunerar as aplicações financeiras.

A ideia mais inovadora era a criação da TR como um indexador forward looking que se pretendia usar em larga escala como forma de “reduzir a inércia” ou elevar o componente de expectativa utilizado na prática de indexação. A tese estava baseada no pressuposto de que as taxas praticadas nos Certificados de Depósito Bancário (CDBs) prefixados refletiam uma expectativa de inflação para o período do depósito acrescida de uma taxa real. De tal modo que só era preciso “decompor” essa pequena “equação de Fischer” para revelar as verdadeiras expectativas de inflação. A TR era construída como uma média das taxas praticadas, ajustadas para prazos e riscos, na qual se aplicava um “redutor” fixado arbitrariamente, cujo propósito era expurgar a taxa de juro real praticada.

In (FRANCO, 2017), p. 534-535.

Em relação ao congelamento, o programa determinou que os preços de produtos e serviços deveriam retroagir aos patamares de 30 de janeiro. Porém, tal como ocorrera

¹⁰⁷⁷ Operações de financiamento por um dia realizadas no mercado aberto.

em planos anteriores, o governo autorizou uma série de aumentos prévios de produtos e tarifas públicas¹⁰⁷⁸.

No caso dos salários, o governo fixou os seus valores de acordo com a média real dos 12 meses anteriores, levando em conta as datas base de cada categoria. Com isso, os vencimentos que haviam sido objeto de reajustes recentes e cujos valores já se encontravam acima da média calculada não receberiam qualquer benefício, mas os demais seriam elevados para aquele valor. A mudança ainda previa a unificação das datas base das categorias nos meses de janeiro e de julho, nos quais os assalariados poderiam praticar a livre negociação de seus salários com os empregadores.

No tocante ao sistema financeiro, a ideia de restringir as aplicações no *overnight* às pessoas jurídicas financeiras era canalizar os recursos das demais para os FAF. Estes fundos, sujeitos à nova regulamentação, necessitavam direcionar grande parte das captações para grupos predefinidos de instrumentos, medida que garantia os financiamentos do Tesouro (pois ampliava a demanda por títulos públicos federais), de programas federais de investimento¹⁰⁷⁹, de estados, e de iniciativas privadas (por meio de CDB, letras de câmbio, debêntures e outros)¹⁰⁸⁰.

O programa também previa a contenção das despesas do governo e o aperfeiçoamento do sistema de combate à sonegação de impostos, ficando os focos da primeira voltados para (i) a execução do orçamento da União, ao estabelecer que as despesas só seriam autorizadas conforme o ingresso das receitas no caixa, e (ii) os gastos das estatais.

Cabe registrar que o contingenciamento do crédito permanecera em vigor¹⁰⁸¹, impactando a oferta de recursos às esferas do governo, às estatais, e ao consumidor.

¹⁰⁷⁸ Como os da gasolina e do álcool (46,78%), do óleo diesel e do querosene de aviação (50%), da energia elétrica (59,5%), dos serviços postais (71,46%), do gás de cozinha – GLP (60%), dos ônibus municipais e interestaduais (55%), entre outros.

¹⁰⁷⁹ O governo pretendia lançar uma série de novos títulos direcionados a projetos selecionados como prioritários no âmbito do Programa de Competitividade Industrial (PCI) que vinha sendo elaborado.

¹⁰⁸⁰ A autorização de constituição dos FAF e a primeira regulamentação dos mesmos foram dadas pela Resolução nº 1.787 e pela Circular nº 1.889, ambas de 1º de fevereiro de 1991. Posteriormente, em 26 de fevereiro, o BCB publicou a Circular nº 1.903, regulamentando os FAF e os Fundos de Investimento em quotas de FAF.

¹⁰⁸¹ Nos termos das Resoluções nºs 1.715 e 1.718, de 25 de maio de 1990.

Porém, o fim da BTN Fiscal trouxera um problema, tornando necessária a adoção de um mecanismo alternativo para a atualização dos valores limites da medida. O programa superou esse obstáculo por meio da instituição de uma divulgação periódica de percentuais de atualização por parte do BCB¹⁰⁸².

No âmbito monetário, foram promovidas mudanças nas regras da assistência financeira (inclusive empréstimos de liquidez) e dos recolhimentos compulsórios. A primeira¹⁰⁸³ teve por objetivos dificultar e desestimular o uso da facilidade¹⁰⁸⁴, compreendendo: (i) a extinção da linha especial de liquidez¹⁰⁸⁵; (ii) a substituição do uso da taxa da média da LTN de 28 dias pela TR na composição do custo das operações; e (iii) o estabelecimento de um amplo conjunto de punições às instituições financeiras, caso utilizassem em demasia a facilidade ou mantivessem saldos inferiores a 90% do exigível na conta Reservas Bancárias. A segunda¹⁰⁸⁶ reestabeleceu a divisão das instituições financeiras em dois grupos para fins de recolhimento compulsório¹⁰⁸⁷, e determinou o uso da taxa referencial dos títulos federais¹⁰⁸⁸ como base para as punições pecuniárias decorrentes do incumprimento das obrigações definidas.

O congelamento mostrou-se flexível já em seus primeiros dias, com o governo a autorizar o reajuste de uma série de produtos e serviços¹⁰⁸⁹. Mesmo assim, a inflação cedeu a partir de março e atingiu o seu menor patamar em abril, quando registrou uma variação mensal de (4,99%).

¹⁰⁸² Os primeiros normativos nesse sentido foram as Circulares nºs 1.917, de 21 de março de 1991, e 1.919, de 25 de março de 1991. Os documentos elevaram os limites sucessivamente em 10% e 7%, em referência aos meses de fevereiro e de março, respectivamente.

¹⁰⁸³ Resolução nº 1.786, de 1 de fevereiro de 1991.

¹⁰⁸⁴ Ao explicar as medidas adotadas no âmbito do Plano Collor II, o Ministério de Economia divulgara uma nota na qual anunciara a «adoção de nova disciplina para as linhas de redesconto e empréstimos de liquidez do Banco Central», sendo impostas «sanções administrativas e financeiras crescentes no sentido de dificultar e desestimular a utilização dessas linhas pelo sistema bancário». Ver («O texto que o Ministério da Economia distribuiu explicando as medidas», 1991).

¹⁰⁸⁵ Instituída pela Resolução nº 1.717, de 25 de maio de 1990.

¹⁰⁸⁶ Circular nº 1.888, de 1 de fevereiro de 1991.

¹⁰⁸⁷ A divisão havia sido suspensa pela Circular nº 1.601, de 19 de março de 1990.

¹⁰⁸⁸ Disponibilizada por meio da transação PTAX880 do Sistema de Informações do Banco Central (Sisbacen).

¹⁰⁸⁹ Como dos cigarros, das passagens aéreas do pão e do leite, entre outros.

Com a demanda ainda fraca e sujeita à contenção da oferta de crédito, o BCB decidiu flexibilizar o pagamento das faturas dos cartões de crédito, pondo fim à exigência da liquidação integral da dívida a cada período¹⁰⁹⁰ (imposta pelo Plano Collor). A mudança reduziu a obrigação para 50% do valor devido e, de acordo com as previsões oficiais, elevaria em cerca de 10% a disponibilidade do crédito ao consumidor.

Paralelamente, o BCB tornou a alterar o indexador de referência na formação do custo dos empréstimos de liquidez¹⁰⁹¹. A TR, que acabara de ser adotada, foi substituída pela Taxa Selic¹⁰⁹², calculada a partir da média ajustada de todas as taxas de financiamento registradas no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic), do Banco Central¹⁰⁹³. Com isso, o custo das operações tornou a flutuar em linha com a variação das taxas praticadas no mercado aberto.

Desgastada politicamente e com questões pertinentes à sua vida privada sendo utilizadas por adversários, a ministra da Economia acabou por pedir demissão no início de maio, sendo substituída pelo embaixador do Brasil nos EUA, Marcílio Marques Moreira. A saída de Zélia foi sucedida pela renúncia de praticamente toda a equipe econômica, permanecendo no cargo apenas o presidente do BNDES e presidente da Comissão Diretora do Programa Nacional de Desestatização, Eduardo Modiano.

A nomeação de Marcílio não provocou maiores alterações na política de combate à inflação, mas promoveu uma mudança importante na atitude do país ante os credores e os organismos internacionais. O ex-embaixador buscava «costurar» acordos e recuperar a credibilidade perdida pelo país, adotando uma postura mais flexível na negociação da dívida e na busca por um acordo «*stand by*» com o FMI.

No curto prazo, porém, Marcílio tinha três processos de grande importância para levar adiante: (i) a abertura da economia; (ii) o descongelamento de preços; e (iii) a devolução

¹⁰⁹⁰ Circular nº 1.931, de 9 de abril de 1991.

¹⁰⁹¹ Circular nº 1.932, de 10 de abril de 1991.

¹⁰⁹² Anos mais tarde, a Selic tornar-se-ia a taxa básica de juros da economia brasileira, sendo a fixação de sua meta a principal decisão do Comitê de Política Monetária (Copom) no controle da inflação.

¹⁰⁹³ O Selic era o sistema informatizado responsável pela custódia dos títulos públicos escriturais federais e estaduais, e pela liquidação das operações financeiras que envolvessem os mesmos. Atualmente, somente títulos públicos federais são movimentados no Selic.

dos cruzados novos – uma «bomba relógio» de liquidez cujo estouro estava programado para ter início em 15 de setembro.

Os primeiros passos rumo à privatização e à abertura da economia foram dados em maio, com o governo a: (i) autorizar os investidores institucionais estrangeiros¹⁰⁹⁴ a investir em ações negociadas em bolsas brasileiras¹⁰⁹⁵; e (ii) agendar¹⁰⁹⁶ o leilão da Usina Siderúrgica de Minas Gerais (Usiminas), o primeiro de uma série de privatizações programadas.

No mês seguinte iniciou-se o processo de liberação dos preços, tendo o Ministério da Economia autorizado um amplo conjunto de reajustes e instituído uma coleção de regras¹⁰⁹⁷ para a atualização dos valores praticados na produção, no atacado e no varejo.

Finalmente, ao final de julho¹⁰⁹⁸, o governo anunciou a antecipação do início da devolução dos cruzados novos retidos pelo Plano Collor (convertidos em cruzeiros). A operação começaria em agosto (15), alcançaria os cerca de NCz\$ 8,3 trilhões bloqueados (aproximadamente US\$ 22,5 bilhões¹⁰⁹⁹) e previa uma liberação inicial de NCz\$ 581 bilhões (aproximadamente US\$ 1,57 bilhão).

De acordo com as regras da antecipação, cada conta correspondente a recursos bloqueados estaria sujeita a uma devolução de até NCz\$ 200 mil em agosto (cerca de US\$ 540). Os recursos excedentes seriam devolvidos nos doze meses seguintes, sempre no dia 15, de acordo com o saldo atualizado restante dividido pelo número de parcelas vincendas.

¹⁰⁹⁴ Fundos de pensão, fundos mútuos de investimento, seguradoras e carteiras próprias de instituições financeiras.

¹⁰⁹⁵ Resolução nº 1.832, de 31 de maio de 1991.

¹⁰⁹⁶ Para 24 de setembro de 1991.

¹⁰⁹⁷ As novas medidas determinaram que os preços da produção de produtos e serviços fossem classificados como controlados, monitorados ou liberados. Já aqueles praticados no atacado e no varejo foram organizados em três outros grupos: (i) tabelados; (ii) sujeitos a uma margem máxima de comercialização; e (iii) livres. Adicionalmente, o Ministério da Economia deu início ao descongelamento de alguns contratos (como obras e serviços em geral) autorizando a utilização dos índices de preços constantes nos documentos originais.

¹⁰⁹⁸ Portaria nº 729, de 31 de julho de 1991 do MEFP.

¹⁰⁹⁹ Com base na cotação de 15 de agosto de 1991 do dólar dos EUA (Cr\$ 370,09).

Porém, para amortecer o impacto da liquidez adicional sobre o sistema, o BCB elaborou uma solução engenhosa, cujo objetivo era preservar a maior quantidade possível de recursos devolvidos fora de circulação.

A estratégia apoiou-se em um novo tipo de «poupança»: os Depósitos Especiais Remunerados (DER)¹¹⁰⁰. Os DER foram contas criadas exclusivamente para o acolhimento dos recursos devolvidos, não permitindo outros tipos de depósito nem movimentação por cheques. Seu titular podia sacar os valores a qualquer momento, porém a retirada implicava em renunciar a uma remuneração superior à da poupança¹¹⁰¹ (Taxa Referencial Diária – TRD¹¹⁰² – acrescida de 8% a.a.¹¹⁰³), o que buscava desestimular a operação.

Adicionalmente, o regulamento dos DER também determinou como os recursos mantidos nas contas deveriam ser utilizados pela instituição financeira. No caso dos bancos, 20% do total ficaria sujeito a um recolhimento compulsório remunerado (TRD + 8,5% a.a.¹¹⁰⁴), entre 10% e 20% necessitaria ser destinado ao financiamento agrícola e o restante deveria ser aplicado em títulos públicos (federais, estaduais e emitidos pelo BCB).

Juntamente com a liberação de agosto, o BCB determinou o recolhimento compulsório de toda a captação de depósitos a prazo que excedesse a posição das instituições financeiras em 31 de julho ou de 60% do saldo total da posição de cálculo, prevalecendo o que fosse menor¹¹⁰⁵. Esse recolhimento deveria ser realizado em espécie¹¹⁰⁶ e os recursos seriam remunerados pelo BCB à mesma taxa dos DER (TRD + 8,5% a.a.).

¹¹⁰⁰ Circular nº 2.001, de 6 de agosto de 1991.

¹¹⁰¹ O rendimento real da caderneta de poupança era de 6% a.a..

¹¹⁰² A TRD havia sido criada juntamente com a TR pela Medida Provisória nº 294, de 31 de janeiro de 1991, e o seu valor correspondia à distribuição, pro rata dia, da TR fixada para o mês corrente.

¹¹⁰³ Esse percentual seria reduzido em 0,5% a cada 6 meses, até atingir 6% a.a. em 15 de agosto de 1994.

¹¹⁰⁴ Tal como o percentual da remuneração ao titular do DER, esse percentual seria reduzido em 0,5% a cada seis meses, mantendo-se 0,5% superior ao da remuneração do DER.

¹¹⁰⁵ Circular nº 2.015, de 15 de agosto de 1991.

¹¹⁰⁶ Dias mais tarde, por meio da Circular nº 2.020, de 19 de agosto de 1991, o BCB autorizou o uso de títulos públicos (do Tesouro ou do BCB) para o cumprimento da exigência.

Ao oferecer uma remuneração idêntica à do DER, o BCB «obrigou» as instituições financeiras a captarem recursos a taxas inferiores às do depósito especial, tornando os últimos mais atraentes que as alternativas (como os CDB). A medida inibiu a utilização dos valores para a abertura de novos créditos, além de contribuir para assegurar o financiamento das despesas do governo.

Como medida complementar de contenção de crédito, o BCB ainda enquadrou os financiamentos¹¹⁰⁷ às empresas de *factoring* e às administradoras de cartões de crédito no limite global das operações de crédito pessoal e de crédito ao consumidor¹¹⁰⁸, sujeitando-os ao teto de 60% do valor atualizado das operações existentes em 15 de maio de 1990.

Ao final de agosto a política de combate à inflação passou a ter por bases a elevação das taxas de juros e o esforço do Ministério da Economia para aprovar um pacote de emendas à Constituição – que recebeu a alcunha de «Emenda». Com grande parte dos preços descongelados e iniciada a devolução dos cruzados novos, o diagnóstico oficial era que a aceleração da inflação¹¹⁰⁹ resultava das expectativas pessimistas dos agentes para o comportamento dos preços. Por isso, enquanto não fossem realizadas as reformas consideradas necessárias para uma estabilidade de longo prazo, a «reversão das expectativas» ficaria a cargo do aperto monetário promovido pelo BCB.

Além da mudança na política de taxa de juros, o BCB voltou a promover uma mididesvalorização da moeda brasileira ao final de setembro (14%), com o objetivo de reequilibrar o fluxo de caixa das reservas internacionais. A situação das reservas se deteriorara (principalmente) em função do recuo dos saldos da balança comercial¹¹¹⁰, aproximando-se perigosamente do limite mínimo fixado pelo Senado¹¹¹¹. Caso este

¹¹⁰⁷ Realizados por bancos ou caixas econômicas.

¹¹⁰⁸ Fixados pela Resolução nº 1.715, de 25 de maio de 1990.

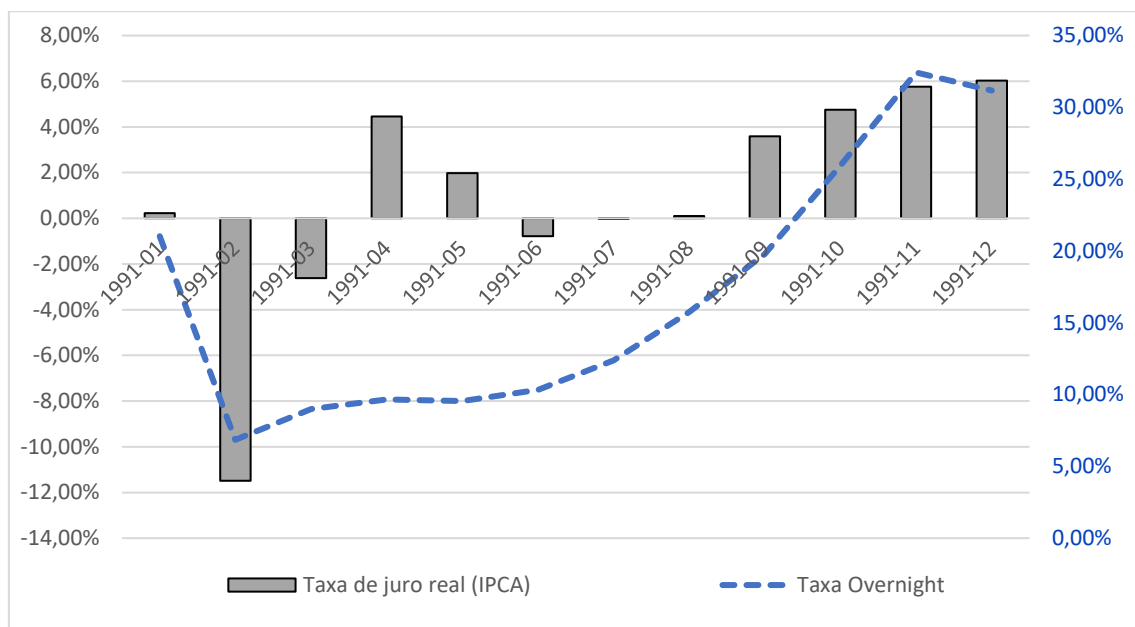
¹¹⁰⁹ A inflação tornara a acelerar em maio e ao final de agosto a variação mensal do IPCA já superara os 15%.

¹¹¹⁰ Que haviam recuado de US\$ 1,33 bilhão (maio) para US\$ 397 milhões (setembro).

¹¹¹¹ A Resolução do Senado nº 82, de 18 de dezembro de 1990, determinava que o desembolso de divisas destinado à satisfação de compromissos externos não deveria comprometer a manutenção de um nível de reservas compatível com as necessidades mínimas de importação, definindo este último como «aquele que assegura recursos suficientes para manter a média das importações dos últimos doze meses, contados a partir da publicação desta resolução, durante o período mínimo de quatro meses».

patamar fosse atingido (cerca de US\$ 6,5 bilhões), o governo necessitaria suspender o pagamento de seus compromissos com o exterior, colocando em risco, entre outros, as negociações em curso com o FMI.

Figura 29 - Taxas de juros mensais



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil.

Ainda assim a situação das reservas permaneceu delicada¹¹¹², motivando um aumento da especulação com o câmbio e a depreciação acentuada do cruzeiro. Diante disso, o BCB optou por dar sequência à política de elevação das taxas de juros e, ao final de outubro, retirou-se do mercado de ouro (que mantinha uma ligação estreita com o da moeda dos EUA). Seu objetivo era ampliar o custo da manutenção de posições especulativas, buscando desincentivá-las.

A melhora da situação só teve início ao final do ano, com a ampliação dos resultados da balança comercial e com a perspectiva da concessão de um empréstimo-ponte do FMI.

Cabe registrar que, em meio ao agravamento da situação das reservas, o governo optara pelo adiamento *sine die* do leilão da Usiminas (em função de ações judiciais¹¹¹³). Os

¹¹¹² As reservas internacionais totais brasileiras encerraram os meses de setembro, outubro e novembro abaixo dos US\$ 8 bilhões.

¹¹¹³ Segundo a Comissão Diretora do Programa Nacional de Desestatização, as ações judiciais contra a venda da empresa haviam criado um clima desfavorável e de insegurança entre os investidores, criando o risco da siderúrgica ser vendida a um preço demasiado baixo.

obstáculos à privatização seriam logo superados e a companhia acabaria leiloada ao final de outubro, dando início a uma sucessão de vendas de estatais ainda em 1991¹¹¹⁴.

No tocante à inflação, a política monetária não foi capaz de reverter a trajetória ascendente dos indicadores, mas conseguiu preservar a alta dos preços em um patamar inferior aos 26% a.m. (IPCA) – teto jamais superado até a renúncia de Collor (ao final de 1992). Já as reformas constitucionais teriam sua apreciação adiada, sem promover quaisquer efeitos sobre as expectativas e os preços.

De todo modo, os esforços fiscais do governo – com base na administração de caixa exercida pelo Tesouro Nacional – levaram as necessidades de financiamento do setor público¹¹¹⁵ a registrar um resultado de 0,19% do PIB (número que foi prejudicado pela desindexação dos impostos, que levava à perda de arrecadação).

Mesmo com as medidas recessivas a economia tornou a registrar alguma expansão (1,03%), puxada pelos setores de serviços (1,96%) e agropecuário (1,37%). Contudo, o setor industrial permaneceu estagnado (0,26%), apesar da forte contração da atividade no ano anterior.

6.3.8. 1992

Os esforços do ministro Marcílio ante os credores e organismos internacionais produziram frutos ao final de janeiro, com a aprovação do FMI do programa de estabilização do governo. O acordo compreendeu a abertura de um crédito *stand by* de US\$ 2 bilhões cujos recursos seriam liberados em parcelas condicionadas ao cumprimento de metas¹¹¹⁶. Entre outros, o governo se comprometera com uma política de manutenção de juros reais positivos, com a reversão dos déficits fiscais, e com o esforço de trazer a inflação para um patamar mensal inferior a 10% (em dezembro), estando previsto um crescimento zero para a economia no primeiro ano.

¹¹¹⁴ Até o final do ano foram privatizadas empresas como a Companhia Eletromecânica (Celma), a Material Ferroviário S.A. (Mafersa) e a Companhia Siderúrgica do Nordeste (Cosinor).

¹¹¹⁵ Critério operacional, com desvalorização cambial.

¹¹¹⁶ Seis parcelas trimestrais.

Segundo o comunicado divulgado pelo Fundo, o plano de ajuste econômico brasileiro para 1992-93 apoiado pela instituição contempla a criação de “uma política de crédito muito apertada, um progressivo fortalecimento da política fiscal e ambiciosas reformas estruturais, que incluem uma reforma tributária em duas etapas e mais privatizações de empresas públicas”.

In (BRAGA, 1992)

Interpretado como um voto de confiança na política de ajustamento do país, e um reconhecimento de seus esforços para normalizar as relações com os credores externos, o acordo foi sucedido por outro no mês seguinte, com o Clube de Paris. Neste último foram acertados os termos dos pagamentos de cerca de US\$ 11 bilhões em dívidas, que foram reescalados em um período de 14 anos (com três de carência).

Paralelamente, a situação das contas externas registrara uma melhora importante. O aumento dos superávits da balança comercial e a expansão das inversões estrangeiras haviam permitido o BCB reverter a trajetória descendente das reservas internacionais, fazendo-a saltar de US\$ 7,86 bilhões para US\$ 11,86 bilhões¹¹¹⁷ entre novembro de 1991 e janeiro de 1992. A mudança não seria pontual. O acúmulo de reservas continuaria ao longo de grande parte do ano, com estas vindo a superar os US\$ 24 bilhões ao final de outubro.

Tal como encerrou 1991, o combate à inflação permaneceu apoiado em uma política de taxas de juros elevadas e na restrição à oferta de crédito. Entretanto, ao elevar o custo do dinheiro no mercado doméstico o BCB tornara lucrativa a captação de recursos no exterior para aplicação no Brasil, estimulando o crescimento dessas operações.

Ao final do primeiro trimestre a entrada de recursos tornou-se excessiva, dificultando as gestões da oferta monetária e do endividamento público. A manutenção da política cambial exigia que o BCB retirasse do mercado o excesso de dólares, obrigando-o a emitir moeda nova para adquirir o excesso de divisas dos EUA, e a ampliar o endividamento interno para retirar os mesmos cruzeiros de circulação. O crescimento

¹¹¹⁷ Reservas totais. No conceito caixa a elevação foi mais modesta: de US\$ 7,03 bilhões para US\$ 9,68 bilhões.

acelerado das reservas internacionais (que em março já superavam os US\$ 17 bilhões¹¹¹⁸) passou a impor uma ampliação indesejada da dívida pública, e a um custo elevado.

Em linha com as políticas vigentes, o BCB decidiu adotar medidas «de ajuste fino», buscando reduzir o volume dos ingressos. Em meados de março elevou o prazo médio mínimo de amortização da dívida¹¹¹⁹ para que as captações externas (mediante a emissão de títulos) gozassem de benefícios fiscais (de 24 para 30 meses)¹¹²⁰. No início de abril reduziu os limites de exposição das instituições financeiras em suas posições vendidas em moeda estrangeira¹¹²¹. Finalmente, ao final de abril e com as reservas a ultrapassarem os 18,5 bilhões¹¹²², tornou a ampliar o prazo médio mínimo de amortização da dívida para que as captações externas (mediante a emissão de títulos) gozassem de benefícios fiscais (de 30 para 60 meses)¹¹²³.

Como a inflação recuara ao longo do primeiro quadrimestre¹¹²⁴, o BCB iniciou uma política de redução das taxas de juros em abril. Sua proposta não era pôr fim à prática de juros reais positivos, mas fazer o custo do dinheiro acompanhar o comportamento da variação dos preços. Adicionalmente, a redução dos juros nominais contribuía para desestimular o ingresso de recursos externos, para estimular a atividade econômica e para reduzir o custo da dívida.

Tal política, entretanto, precisou ser interrompida em junho. A inflação de maio superaria largamente as previsões do início do mês, tornando negativos o juro real e a remuneração da TR, o que comprometeu o rendimento dos DER.

Cabe pontuar que a fixação da TR era um elemento chave na gestão da liquidez. Dado que os principais fatores de expansão da moeda eram os ingressos de recursos estrangeiros e a devolução dos cruzados novos, e dado que a remuneração dos DER era

¹¹¹⁸ US\$ 13,74 bilhões no conceito caixa.

¹¹¹⁹ Média ponderada (por valor) dos prazos dos termos de pagamento previstos nos títulos da dívida.

¹¹²⁰ Comunicado nº 2.747, de 12 de março de 1992.

¹¹²¹ Por meio da Circular nº 2.149, de 1º de abril de 1992.

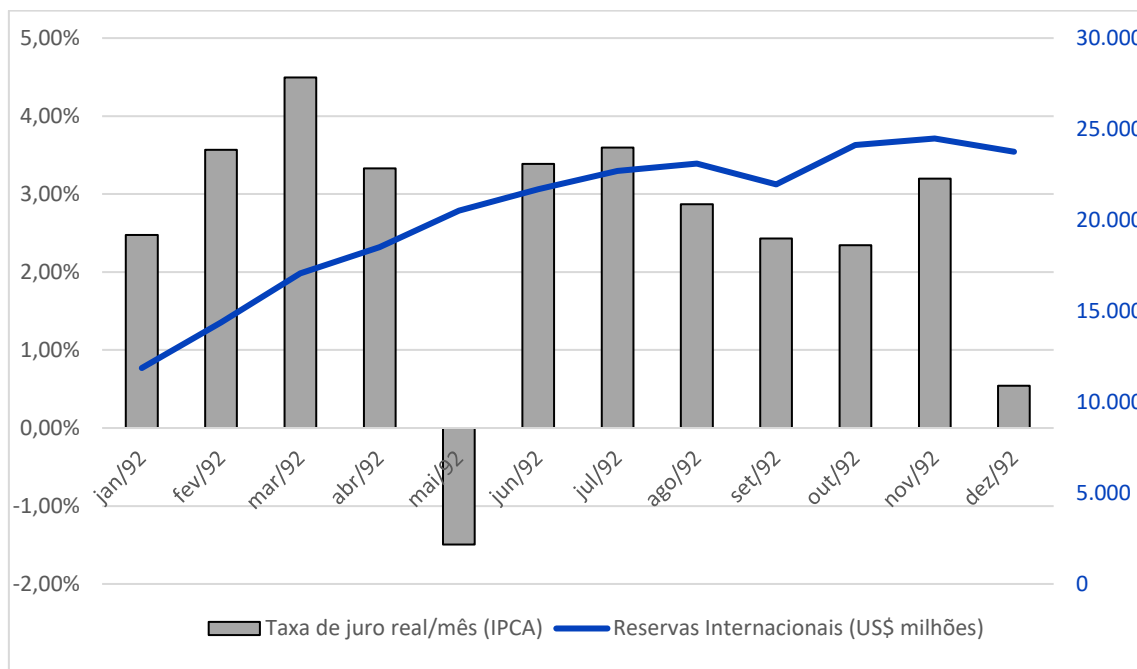
¹¹²² US\$ 15,16 bilhões no conceito caixa.

¹¹²³ Por meio da Carta Circular 2.269, de 24 de abril de 1992.

¹¹²⁴ Entre janeiro e abril de 1992 a inflação mensal medida pelo IPCA recuou gradualmente de 25,94% para 19,93%.

balizada pela Taxa Referencial, a expectativa quanto ao rendimento real desses últimos tornara-se uma peça fundamental para manter o dinheiro devolvido fora de circulação.

Figura 30 - Taxa de juro real e evolução das reservas internacionais



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil.

Mas as surpresas em maio foram além da alta da inflação. A escalada de um conflito entre Pedro Collor (irmão caçula do presidente) e o empresário Paulo César Farias (PC Farias) deu origem a uma série de denúncias graves, que envolveram Fernando Collor, e que acabaram por motivar a instalação de Comissão Parlamentar de Inquérito (CPI) para apurar os fatos.

Apesar de desacreditada em seu início, a CPI passou a colher depoimentos e a encontrar evidências da ligação entre as atividades ilegais do empresário e o governo, debilitando pouco a pouco a situação do presidente. Sem suporte no Congresso e sem apoio popular, Fernando Collor acabou por ser alvo de um pedido oficial de *impeachment* em

1º de setembro, dando início ao processo que o afastaria temporariamente no início de outubro¹¹²⁵ e definitivamente ao final de dezembro¹¹²⁶.

Cabe registrar a adoção de duas medidas do BCB ao longo do período da CPI. A primeira¹¹²⁷, ainda em junho, pôs fim ao contingenciamento do crédito ao consumidor e do crédito pessoal¹¹²⁸. Seu objetivo era promover algum incentivo ao consumo em meio a um contexto de demanda reduzida, mas acabou por se mostrar inócua. A segunda¹¹²⁹, no início de setembro, extinguiu o recolhimento compulsório sobre recursos oriundos de pagamentos de tributos federais, e sujeitou os montantes correspondentes aos recursos em trânsito, aos tributos de outras esferas de governo, aos cheques administrativos e aos recursos de garantias realizadas à alíquota máxima de 48%, independentemente do porte e da condição geográfica da instituição financeira. A mudança tinha dois objetivos principais: (i) ajustar a exigência às mudanças no sistema de remuneração dos bancos; e (ii) pôr fim ao privilégio de instituições menores e daquelas instaladas em áreas favorecidas por incentivos fiscais.

Com o afastamento de Fernando Collor, a presidência foi assumida interinamente pelo vice-presidente, Itamar Franco, que reinstituiu as pastas do Planejamento e da Fazenda (desmembrando o Ministério da Economia). Para a primeira, Itamar nomeou o economista Paulo Haddad, já a segunda foi entregue ao deputado federal Gustavo Krause.

O diagnóstico de Haddad era que Itamar recebera «uma economia estagnada, em profunda recessão, com inflação muito elevada e ascendente, além de um setor público carecendo de total reorganização e com a situação financeira do Tesouro Nacional bastante precária»¹¹³⁰. Diante disso, propunha a adoção de uma série de medidas fiscais

¹¹²⁵ A votação na Câmara dos Deputados que autorizou o Senado a julgar o presidente por crime de responsabilidade e afastou temporariamente Fernando Collor ocorreu no dia 30 de setembro de 1992.

¹¹²⁶ Fernando Collor renunciou em 29 de dezembro de 1992, numa tentativa de evitar a votação do seu impedimento. A manobra, contudo, não logrou êxito. O Senado realizou a votação, aprovando o afastamento definitivo do presidente e a perda de seus direitos políticos.

¹¹²⁷ Circular nº 2.197, de 30 de junho de 1992.

¹¹²⁸ Instituído pela Resolução nº 1.715, de 29 de maio de 1990.

¹¹²⁹ Circular nº 2.225, de 9 de setembro de 1992.

¹¹³⁰ Trecho retirado de («A íntegra do plano de emergência de Itamar», 1992).

que incluíam, entre outros, um ajuste tributário de emergência (para vigorar em 1993), o controle rígido dos gastos públicos e o combate à sonegação.

O novo governo também se comprometeu a manter os compromissos firmados com instituições internacionais e multilaterais, a dar sequência ao processo de abertura da economia, a preservar e aperfeiçoar o programa de privatização (embora mencionando uma maior atenção aos setores considerados estratégicos) e a dar continuidade ao programa de desregulamentação. Adicionalmente, assegurou que não adotaria políticas extremadas como a dolarização, o congelamento de preços ou o confisco de recursos.

Receoso de enfrentar dificuldades no ano seguinte, em função da queda da arrecadação¹¹³¹, o governo elegeu a realização de uma reforma fiscal como prioridade. Seu objetivo principal era identificar e viabilizar uma fórmula capaz de produzir efeitos em 1993, mesmo que isso implicasse em renunciar a um projeto mais ambicioso. Para fazê-lo, os ministros da área econômica estreitaram o relacionamento com o Congresso e acabaram por decidir concentrar seus esforços na criação de um novo imposto: o Imposto Provisório sobre Movimentações Financeiras (IPMF).

A proposta de criação de um tributo como o IPMF não era nova, tendo sido objeto de discussões desde 1991. O imposto teria como fato gerador a movimentação financeira na rede bancária (transferência ou saque de recursos) e incidiria sobre o valor transacionado, ficando o recolhimento e o repasse ao governo a cargo dos bancos. Suas principais vantagens eram a agilidade na arrecadação e a dificuldade de sonegação.

Contudo, apesar dos esforços do governo, a reforma fiscal acabou por não ser votada antes do fim do ano, dificultando a entrada em vigor do IPMF em 1993 (em função do princípio da anterioridade tributária¹¹³²).

No tocante à política monetária, Itamar elegeu como prioridade a redução das taxas de juros, sendo alertado (e finalmente «convencido») do risco que uma mudança no curto prazo traria para o controle da inflação. Seu entendimento era que a política restritiva

¹¹³¹ Fruto da recessão, mas também influenciada pela sonegação.

¹¹³² Previsto no artigo 150, III, “b”, da Constituição Federal, esse princípio veda a cobrança de tributos no mesmo exercício financeiro em que haja sido publicada a lei que os instituiu ou aumentou.

inviabilizava a retomada do crescimento econômico e o aumento do emprego, sendo necessário viabilizar a sua mudança o quanto antes.

A pressão de Itamar em relação à questão dos juros acabaria por desgastar seu relacionamento com o titular da Fazenda, levando o último a pedir demissão em dezembro¹¹³³.

Apesar da crise política que derrubara Collor, a inflação manteve-se abaixo dos 26% a.m. até o final do ano, com o IPCA de dezembro a registrar uma variação mensal de 25,14% (1.119,09% no acumulado anual). Porém, a política de juros altos tornara a cobrar seu preço sobre o crescimento e a produção de empregos, com o PIB a registrar uma retração de 0,54% (encabeçada por mais uma redução da atividade industrial, -4,22%) e a taxa de desemprego aberto a manter-se no entorno dos 6%.

6.3.9. 1993

O quinto ano após a promulgação da Constituição foi palco de dois eventos singulares, previstos no Ato das Disposições Constitucionais Transitórias de 1988: (i) a realização de um plebiscito sobre a forma e o sistema de governo do país¹¹³⁴; e (ii) a promoção de uma revisão constitucional¹¹³⁵.

Pouco mais de 103 anos após a derrubada da monarquia, e da subsequente Proclamação da República, os eleitores foram convocados a escolher a forma e o sistema de governo, optando entre a república e a monarquia constitucional, e entre o parlamentarismo e o

¹¹³³ Com sua saída, Haddad passou a comandar temporariamente as duas pastas.

¹¹³⁴ O plebiscito de 1993 teve origem na Assembleia Nacional Constituinte (1987-1988), sendo fruto de uma emenda do deputado Cunha Bueno (PDS-SP), que propunha a sua realização para a escolha da forma de governo no país (república ou monarquia). O apoio de um conjunto de deputados favoráveis à adoção do parlamentarismo contribuiu para a aprovação da emenda, que acrescentou à consulta a escolha entre os sistemas presidencialista e parlamentarista. Dessa forma, o segundo artigo do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias passou a conter a seguinte redação: «No dia 7 de setembro de 1993 o eleitorado definirá, através de plebiscito, a forma (república ou monarquia constitucional) e o sistema de governo (parlamentarismo ou presidencialismo) que devem vigorar no País».

¹¹³⁵ Tal como o plebiscito sobre a forma e o sistema de governo, a revisão constitucional estava prevista no Ato das Disposições Constitucionais Transitórias, em seu artigo terceiro, cuja redação era a seguinte: «A revisão constitucional será realizada após cinco anos, contados da promulgação da Constituição, pelo voto da maioria absoluta dos membros do Congresso Nacional, em sessão unicameral».

presidencialismo. Inicialmente prevista para 7 de setembro (Dia da Independência), a votação acabou por ser antecipada para 21 de abril (Dia da Inconfidência / de Tiradentes) e seus resultados deveriam produzir efeitos a partir de 1º de janeiro de 1995¹¹³⁶.

Na mesma linha, o deputado constituinte também aprovara a revisão da Carta Magna após cinco anos de sua promulgação. Seu objetivo fora criar uma janela de oportunidade para, transcorrido esse período, fortalecer as instituições democráticas e estabelecer melhores condições de governabilidade. Este processo começaria em outubro de 1993.

O início do ano foi marcado pelo empenho do governo na aprovação de seu projeto de ajuste fiscal. A proposta, enviada ao Congresso sob a forma de PEC, tinha como principal destaque a criação do IPMF, e baseava-se na tese de que não fazia sentido promover um programa de estabilização sem que fossem criadas as condições necessárias para o seu sucesso.

Os esforços do Executivo junto ao Legislativo tiveram êxito e a PEC foi aprovada ainda no primeiro trimestre¹¹³⁷, criando a possibilidade de o novo tributo ser cobrado ainda em 1993.

Enquanto permanecia à espera de condições fiscais mais favoráveis, o BCB deu continuidade à política restritiva, preservando os juros reais em patamares positivos¹¹³⁸ (a despeito das críticas do presidente). Adicionalmente, promoveu duas mudanças importantes no sistema financeiro em meados de fevereiro: (i) autorizou as operações de depósitos interfinanceiros (operações de DI) mediante liquidação com reservas imediatamente disponíveis¹¹³⁹; e (ii) alterou a política de recolhimentos compulsórios sobre os depósitos à vista¹¹⁴⁰.

¹¹³⁶ A república e o presidencialismo venceram o plebiscito por ampla maioria, preservando a forma e o sistema de governo vigentes.

¹¹³⁷ Aprovada na Câmara dos Deputados em 20 de janeiro (1º turno) e em 2 de fevereiro (2º turno), e no Senado em 18 de fevereiro (1º turno) e em 10 de março (2º turno).

¹¹³⁸ Somente em janeiro de 1993 seria registrado um resultado negativo, em função da elevação expressiva da taxa de inflação medida pelo IPCA (30,35%).

¹¹³⁹ Circular nº 2.279, de 16 de fevereiro de 1993.

¹¹⁴⁰ Circular nº 2.280, de 16 de fevereiro de 1993.

A primeira permitiu que os bancos sem reservas em dinheiro e em títulos públicos pudessem recorrer a empréstimos de outras instituições, evitando a exigência da entrega de títulos públicos como garantia da operação e o custo punitivo impostos pelo BCB. A segunda aumentou a alíquota da exigência (para 50%), pôs fim à diferenciação de alíquota em função do porte da instituição¹¹⁴¹, e reduziu o saldo médio diário mínimo a ser mantido na conta Reservas Bancárias (para 70% da exigibilidade apurada para o período).

Apesar dos bons resultados alcançados no Congresso (ajuste fiscal), as baixas no primeiro escalão da economia se intensificaram a partir do final do segundo bimestre.

Haddad deixara de acumular os ministérios da Fazenda e do Planejamento em janeiro, sendo efetivado no primeiro e substituído no segundo pela economista Yeda Crusius. Contudo, a situação não duraria muito tempo. Sentindo-se desprestigiado no governo¹¹⁴², o ministro acabou por pedir demissão no mês seguinte, sendo substituído pelo engenheiro, deputado e ex-ministro dos Transportes Eliseu Resende.

A chegada de Resende deu início a uma série de atritos entre a Fazenda e o Planejamento, culminando com o afastamento de Yeda Crusius da elaboração de um novo plano econômico do governo. Inconformada, a ministra pediu demissão no início de maio, sendo substituída pelo sociólogo Alexis Stepanenko. Finalmente, o titular da Fazenda acabaria por ser obrigado a deixar o cargo poucos dias mais tarde (ao final de maio), após ser acusado de agir de forma irregular em um processo de concessão de empréstimo¹¹⁴³ e de ficar em situação política delicada.

Com a saída de Resende, Itamar nomeou para a Fazenda o senador e ministro das Relações Exteriores, Fernando Henrique Cardoso. Prestigiado nos círculos político e econômico, o novo titular da Fazenda foi muito bem recebido pelo mercado e pela imprensa. Adicionalmente, seu bom trânsito no meio acadêmico favoreceu as vindas

¹¹⁴¹ A alíquota da área incentivada foi fixada em 40%.

¹¹⁴² Haddad havia se sentido desprestigiado em função da forma como haviam sido nomeados membros das diretorias do BCB e do Banco do Brasil.

¹¹⁴³ Eliseu Resende foi acusado de ter exercido pressão sobre o Comitê de Financiamento às Exportações para que este concedesse um empréstimo a uma empreiteira nacional (que disputava um projeto de irrigação no Peru).

(formal e informal) de diversos economistas da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio) para a nova equipe econômica, entre eles André Lara Resende e Pêrsio Arida, os idealizadores da proposta Larida.

O novo ministro demonstrou o enorme talento de vislumbrar os atalhos para os consensos, as possibilidades de execução, e também para conter e administrar as divergências internas e externas, fazendo acontecer um plano de estabilização bem-sucedido, um pequeno milagre que o levaria, com todos os méritos, à Presidência da República.

In (FRANCO, 2017), p. 537.

Em meados de junho, Fernando Henrique anunciou seu Programa de Ação Imediata (PAI), com o qual pretendia criar as pré-condições para combater a inflação. O PAI dividia-se em seis pontos básicos: (i) a realização de um corte de US\$ 6 bilhões nas despesas previstas de todos os ministérios no orçamento de 1993; (ii) a recuperação das receitas tributárias da União, que incluía a aprovação da regulamentação do IPMF até junho; (iii) a adoção de medidas para pôr fim à inadimplência de estados e municípios e para concluir a rolagem das dívidas estaduais; (iv) a imposição de controles e fiscalização mais rigorosos sobre os bancos estaduais, sujeitando seus dirigentes à chamada Lei do Colarinho Branco¹¹⁴⁴; (v) o saneamento dos bancos federais; e (vi) a aceleração do programa de privatização.

Dias mais tarde, e por meio de uma série de medidas, o CMN deu vida à instituição de controles mais rigorosos sobre os bancos estaduais e o endividamento das unidades da federação.

A primeira¹¹⁴⁵ extinguiu o programa de recuperação de instituições do sistema financeiro nacional¹¹⁴⁶ e o empréstimo especial¹¹⁴⁷ (bastante utilizados por esses bancos), obrigando as instituições com problemas de caixa a recorrerem ao mercado

¹¹⁴⁴ A chamada «Lei do Colarinho Branco», Lei nº 7.492, de 16 de junho de 1986, definiu os crimes contra o sistema financeiro nacional, suas respectivas penas e deu outras providências.

¹¹⁴⁵ Resolução nº 1.995, de 30 de junho de 1993.

¹¹⁴⁶ Instituído pela Resolução nº 1.735, de 31 de julho de 1990.

¹¹⁴⁷ Instituído originalmente pela Resolução nº 1.008, de 2 de maio de 1985.

interbancário ou ao redesconto (Empréstimo de Liquidez). A segunda¹¹⁴⁸ determinou que o BCB denunciasse ao Ministério Público Federal (MPF) os administradores que concedessem empréstimos ou adiantamentos aos controladores das instituições (como os governos aos quais os bancos estavam subordinados), expondo esses gestores à Lei do Colarinho Branco. Por fim, o colegiado ampliou a restrição vigente sobre a oferta de crédito às esferas de governo¹¹⁴⁹, ao acrescentar aos limites a serem observados um conjunto de operações antes ignoradas (como as antecipações de receitas orçamentárias).

Cabe mencionar que a moeda brasileira tornou a perder três zeros e a mudar de nome no início de agosto¹¹⁵⁰, passando a chamar-se cruzeiro real. Embora não constituísse parte do plano econômico em curso, a alteração foi realizada por uma mera questão técnica: o excesso de zeros (à direita) do cruzeiro em uso.

A principal derrota do PAI ocorreu em setembro, com o Supremo Tribunal Federal a deferir uma liminar contra a cobrança do IPMF. Apesar do Congresso ter aprovado a regulamentação do imposto em julho¹¹⁵¹, viabilizando sua cobrança ainda no terceiro trimestre, o tributo tornara-se alvo de múltiplos questionamentos na justiça e um deles prosperaria rapidamente no judiciário, baseando-se no princípio da anterioridade tributária¹¹⁵². O IPMF chegou a ser recolhido por um período de pouco mais de quinze dias a partir do fim de agosto, mas a cobrança foi interrompida até o fim de 1993.

Em pouco tempo o ajuste fiscal do PAI convertera-se na primeira etapa de um novo programa de estabilização. Interessado na elaboração desse tipo de plano, Fernando Henrique estimulava sua equipe a trabalhar na ideia desde que assumira a Fazenda e, passados alguns meses, o time de economistas chegara a uma proposta bastante semelhante à elaborada originalmente por André Lara Resende e Pêrsio Arida: a Larida.

¹¹⁴⁸ Resolução nº 1.996, de 30 de junho de 1993.

¹¹⁴⁹ Incluídas as suas empresas, autarquias e fundações (controladas direta ou indiretamente) e demais órgãos.

¹¹⁵⁰ A mudança foi feita por meio da Medida Provisória nº 336, de 28 de julho de 1993, tendo o cruzeiro real entrado em circulação em 2 de agosto de 1993.

¹¹⁵¹ Em 22 de junho na Câmara dos Deputados e em 8 de julho no Senado.

¹¹⁵² Segundo o qual o novo imposto só poderia ser cobrado no ano seguinte à sua instituição.

De acordo com um texto que passou a circular entre os membros da equipe econômica ao final de agosto, o plano previa o seguinte cronograma (PRADO, 2020): (i) de setembro a dezembro de 1993 – encaminhamento para o Congresso Nacional de um forte ajuste fiscal e patrimonial do governo, aproveitando a revisão constitucional prevista para iniciar em outubro; (ii) de janeiro a julho de 1994 – adoção de uma nova unidade de conta e de reserva de valor, destinada a conviver com o cruzeiro real enquanto os ajustes fiscal e patrimonial estivessem a ser implementados; e (iii) de julho de 1994 em diante – a unidade de conta, já denominada Real, assumiria o papel de nova moeda estável do país.

A equipe concluíra ser necessária uma revisão das contas do governo, de forma a fortalecer sua capacidade de contingenciar despesas. Seus cálculos indicavam que cerca de 90% das receitas da União estavam sujeitas a vinculações estabelecidas pela Constituição (não havendo margem de manobra para esses recursos). Adicionalmente, e tomando por base o que ocorrera em planos anteriores, previa-se que o percentual restante fosse negativamente impactado pela redução da inflação¹¹⁵³ – quando a mesma viesse a ocorrer.

A solução imaginada para contornar tal restrição foi instituir um mecanismo capaz de desvincular parte das receitas da União, mas isso exigia a alteração do texto constitucional e, conseqüentemente, de um forte apoio do Congresso. Em outras palavras, além de economicamente adequada, a proposta precisava ser politicamente viável. Só assim seria possível ter esperança de vê-la aprovada na revisão constitucional de 1993. Curiosamente, a fórmula encontrada recebeu o nome de Fundo Social de Emergência (FSE)¹¹⁵⁴.

A rigor, o que se estava criando ali era algo muito mais simples de entender. Não havia de fato fundo nenhum. Todo o dinheiro represado pelo Fundo teve um só destino: a famosa rubrica 199 do orçamento. Ou seja, foi usado para cobrir o

¹¹⁵³ Em função do lapso temporal entre a arrecadação e o desembolso em um ambiente de inflação elevada o governo obtinha uma «receita extra», correspondente à diferença entre o valor real de ambos.

¹¹⁵⁴ Que posteriormente assumiria outras formas e denominações, como Fundo de Estabilização Fiscal (FEF) e Desvinculação das Receitas da União (DRU).

pagamento dos juros da dívida interna federal. André Lara Resende costuma dizer que o FSE nunca foi um fundo e muito menos social. Era apenas um arranjo fiscal de emergência.

In (PRADO, 2020), p. 2897/9726.

Fernando Henrique anunciou o plano no início de dezembro e, tal como previsto no cronograma de agosto, ele foi organizado em três fases: (i) o ajuste fiscal; (ii) a introdução de um segundo padrão monetário, dotado de curso legal para uso exclusivo como unidade de conta, a Unidade Real de Valor (URV); e, finalmente, (iii) a dotação de poder liberatório à URV, que passaria a denominar-se Real (juntamente com a extinção do cruzeiro real).

A realização do ajuste fiscal era essencial para viabilizar as duas fases seguintes, dependia da aprovação do Congresso, e consistia no que Fernando Henrique denominou de «ajuste-ponte», formado pelas seguintes medidas: (i) a criação do FSE; (ii) a retenção de 15% do total das receitas vinculadas pela Constituição, incluindo as transferências para estados e municípios; (iii) a elevação em 5% das alíquotas de todos os impostos e contribuições federais; e (iv) o corte de aproximadamente US\$ 22,1 bilhões das despesas previstas no orçamento de 1994. A ideia era combinar a redução dos gastos públicos com o aumento da flexibilidade oferecida pelo FSE, que seria alimentado com os recursos provenientes das desvinculações de receitas e do acréscimo dos tributos.

A emenda tem três coisas – o adicional de 5%, os 15% das transferências e as desvinculações de receitas – que tornam o orçamento equilibrado. Sem elas, o Orçamento não só é furado como inconstitucional, e o plano não existe.

Declaração de Gustavo Franco, diretor do Banco Central e membro da equipe idealizadora do Plano Real em dezembro de 1993 in (BORGES; LEO, 1993).

Além do impacto da revisão constitucional, as contas do governo também seriam influenciadas pela decisão do STF quanto à constitucionalidade do IPMF, em meados de dezembro. Ao decidir favoravelmente ao imposto, o Supremo viabilizou o reinício de sua cobrança (a partir de 2 de janeiro), permitindo o Executivo projetar uma arrecadação adicional de cerca de US\$ 5 bilhões.

As grandes transformações na economia foram «agendadas» para 1994, mas após três anos consecutivos de resultados sofríveis da produção, o Produto tornou a apresentar um crescimento robusto (4,92%), impulsionado pela indústria (8,06%) e pelo bom comportamento do setor de serviços (3,16%). Na mesma linha, a taxa de desemprego aberto das regiões metropolitanas recuou, encerrando o ano em 4,4%.

O destaque negativo foi o retorno da aceleração da inflação, apesar do BCB ter sustentado sua política de taxas de juros reais positivas. O IPCA encerrou dezembro com uma variação mensal de 36,84%, acumulando 2.477,15% em um período de doze meses.

6.3.10. 1994

O início de 1994 seria decisivo para a continuidade do plano econômico. Por um lado era preciso aprovar os aumentos dos tributos¹¹⁵⁵ e assegurar que tanto a criação do FSE como a retenção das receitas vinculadas pela Constituição fossem referendadas pelo Congresso. Por outro, as eleições gerais estavam marcadas para 3 de outubro, o que naturalmente ampliava a resistência dos parlamentares a medidas como a elevação da carga tributária. Apesar de alguns percalços¹¹⁵⁶, os esforços da Fazenda foram premiados com a aprovação¹¹⁵⁷ do FSE, principal pré-condição para a continuidade do programa de estabilização.

Viabilizado o Fundo, o governo deu início à segunda fase do Plano: a introdução da URV¹¹⁵⁸. A nova unidade de conta foi introduzida em 1º de março. Seu valor inicial foi fixado em CR\$ 647,50 e passou a ser atualizado diariamente pelo BCB com base na perda do poder aquisitivo do cruzeiro real¹¹⁵⁹. Os preços continuaram a ser apresentados na

¹¹⁵⁵ Instituídos por MP ao final de 1993.

¹¹⁵⁶ A Medida Provisória nº 407, de 30 de dezembro de 1993, que ampliava a alíquota do Imposto de Renda das Pessoas Jurídicas (IRPJ) jamais foi votada, acabando por caducar.

¹¹⁵⁷ Em primeiro turno em 8 de fevereiro de 1994 e em segundo turno em 23 de fevereiro de 1994.

¹¹⁵⁸ Medida Provisória nº 434, de 27 de fevereiro de 1994.

¹¹⁵⁹ «Para que a URV não acompanhasse apenas um índice, optou-se por vinculá-la à variação média de três índices de preços – o IGP-M, o IPCA e o IPC da Fipe. Criou-se na prática, um novo indexador só que com ares de moeda. Como não circulava e não tinha reserva de valor, sua cotação dependia apenas da definição que 1 URV valeria sempre a quantidade de cruzeiros reais contaminada nominalmente pela inflação diária, apurada pela variação média daqueles três índices» (PRADO, 2020).

moeda vigente, sendo facultada a expressão concomitante em URV. Já os salários foram convertidos na nova unidade de conta (também em 1º de março) de acordo com a média aritmética dos vencimentos em URV dos últimos quatro meses¹¹⁶⁰, ficando estabelecido que caso o resultado fosse inferior ao salário de fevereiro este último prevaleceria.

No tocante ao câmbio, o BCB comprometeu-se a vender os dólares dos EUA à cotação máxima de US\$ 1,00 / 1 URV. A ideia era estabelecer um nexo entre a nova unidade de conta e um lastro importante, fortalecendo a posição da primeira. Entretanto, e embora a situação das reservas internacionais fosse confortável, a medida amarrou a política cambial à perda do poder de compra do cruzeiro real.

Com a segunda fase do plano em curso e com o apoio de Itamar Franco, Fernando Henrique deixou a pasta da Fazenda ao final de março. Ao contrário do que ocorrera com os ministros anteriores, sua saída devia-se exclusivamente às suas pretensões eleitorais e à necessidade de cumprir com a legislação vigente (necessitava se desincompatibilizar, pois concorreria à Presidência da República). Em seu lugar foi nomeado o diplomata e ministro do Meio Ambiente e da Amazônia Legal, Rubens Ricupero, ficando sob sua responsabilidade a condução das fases dois e três do programa.

Ricupero tomou posse no dia 5 de abril sem ter condições de anunciar grandes novidades. A amarração de detalhes do plano carecia de consenso. Não havia nem mesmo entendimento com relação a questões de ordem prática relacionadas ao uso da URV.

In (PRADO, 2020), p. 3789/9726.

Apesar de integrada ao sistema monetário há pouco mais de um mês, a URV combinava uma fragilidade normativa com uma série de indefinições que precisavam ser administradas pelo novo ministro. Por um lado, a nova unidade de conta apoiava-se em uma MP que, sem a aprovação do Congresso, precisava ser renovada a cada 30 dias (sob o risco de ser derrubada a qualquer momento). Por outro, a equipe econômica não

¹¹⁶⁰ A instituição da URV foi acompanhada pela publicação de uma tabela contendo a cotação diária da nova unidade de conta (em cruzeiros reais) de 1º de janeiro de 1993 a 28 de fevereiro de 1994.

conseguiu chegar a um consenso sobre questões elementares, como o montante de tempo em que URV ficaria em vigor (até sua substituição pelo Real) e como se daria sua adoção pelo mercado financeiro.

O impacto inicial do programa também fora pouco significativo, com a inflação a preservar uma trajetória de alta e com os resultados das pesquisas de opinião pública a sugerirem um apoio decrescente da população. Cabia a Ricupero assumir as rédeas da comunicação e «vender» o plano para a sociedade.

No tocante à questão legal, o novo ministro decidiu estabelecer uma ponte com o Legislativo para garantir a aprovação da MP da URV¹¹⁶¹, o que acabou por ocorrer em maio. Já em relação ao mercado financeiro, o CMN tomou uma série de decisões que ampliaram gradualmente a adoção da nova unidade de conta nas operações das instituições financeiras. Foi assim com a normatização do uso da URV em operações ativas e passivas realizadas no mercado financeiro¹¹⁶², com a autorização da emissão e da negociação de valores mobiliários na nova unidade de conta¹¹⁶³, e do uso da mesma nos depósitos interfinanceiros¹¹⁶⁴.

(PRADO, 2020) registra que a ausência de consenso quanto à data de lançamento do Real foi resolvida sob a influência da motivação político-eleitoral. Em 10 de maio, pouco mais de dois meses após o início da adoção da URV, a equipe finalmente estabeleceu o dia 1º de julho como a data em que a nova moeda entraria em circulação.

Fato é que, acima das avaliações técnicas da equipe, havia o tempo político e esse era implacável. As eleições ocorreriam dali a cinco meses e naquela altura a nova moeda já deveria estar na rua e, de preferência, ser um retumbante sucesso. Clovis Carvalho e Eduardo Jorge eram os portadores da mensagem política da premência quanto à

¹¹⁶¹ A Medida Provisória nº 434, de 27 de fevereiro de 1994, que instituiu a URV, seria reeditada outras duas vezes – por meio das Medidas Provisórias nºs 457, de 29 de março de 1994, e 482, de 28 de abril de 1994, antes de ser aprovada e convertida na Lei nº 8.880, de 27 de maio de 1994.

¹¹⁶² Um primeiro normativo, a Resolução nº 2.057, de 18 de março de 1994, ainda sob o ministério de Fernando Henrique, havia facultado às instituições financeiras utilizar a URV em um conjunto limitado de operações ativas de crédito. A ampliação do leque de operações se daria por meio das Resoluções nºs 2.061, de 8 de abril de 1994, e 2.066, de 25 de abril de 1994.

¹¹⁶³ Resolução nº 2.070 de 6 de maio de 1994.

¹¹⁶⁴ Resolução nº 2.071 de 6 de maio de 1994.

definição da data de lançamento da nova moeda. Não dava para esperar muito mais. Eles contavam com o apoio do ministro Ricupero que tinha noção clara da importância do Plano Real para o projeto político do PSDB.

In (PRADO, 2020), p. 3679/9726.

Cabe registrar que a inflação permanecera acima dos 40% a.m. ao longo de todo o primeiro semestre, superando os 47% a.m. ao final de junho (IPCA), e que isso se dera a despeito da manutenção de uma política monetária restritiva. O receio de perder o controle após a adoção do Real (sobre a alta dos preços) levou a equipe a preocupar-se em evitar os erros cometidos em outros planos, adotando medidas para, entre outros: (i) conter o aumento do consumo; (ii) garantir a oferta de produtos; e (iii) evitar que o fluxo de recursos estrangeiros comprometesse a oferta de moeda.

A experiência do Cruzado mostrara que a queda da inflação poderia ser sucedida por um aumento expressivo da demanda e que, tal como ocorrera em 1986, o excesso desta última sobre a capacidade de oferta tinha o potencial de pôr o Plano em risco. Para evitar essa situação foram adotadas medidas para ampliar a oferta e para conter a demanda. As primeiras facilitariam o ingresso de produtos importados, por meio da redução de tributos. As segundas tiveram por base medidas recessivas, como a manutenção das taxas de juros em patamares elevados.

A equipe ainda optou por fixar limites para a emissão de moeda¹¹⁶⁵ e preservar (por tempo indeterminado) a paridade de um para um com o dólar dos EUA na posição vendedora da moeda estrangeira do BCB. A primeira opção baseou-se na premissa de que a medida conferia maior credibilidade ao Plano, apesar da complexidade de se estimar a expansão da demanda por moeda em um momento de forte recuo da inflação. Já a segunda exercia um efeito psicológico importante, não pretendendo estabelecer a conversibilidade da moeda brasileira – como ocorrera na Argentina.

¹¹⁶⁵ De acordo com o artigo 4º da MP 542, de 30 de junho de 1994, o Banco Central do Brasil ficava autorizado a emitir entre 1º de julho de 1994 e 31 de março de 1995, inclusive, até R\$ 9,5 bilhões, não podendo ultrapassar: (i) R\$ 7,5 bilhões até 30 de setembro de 1994, inclusive; e (ii) R\$ 8,5 bilhões até 31 de dezembro de 1994, inclusive. O parágrafo primeiro do mesmo artigo, contudo, previa a possibilidade do CMN ampliar os valores em até 20% para atender uma eventual situação extraordinária.

Vale sublinhar que metas para taxas de juros, agregados monetários e taxas de câmbio são mutuamente excludentes em uma economia suficientemente aberta, pois a fixação de uma das variáveis implica em tornar as demais endógenas. Ainda assim, a equipe econômica assumira o compromisso de cumprir metas para a emissão de moeda e para a cotação do dólar dos EUA, além de assegurar a manutenção de uma taxa de juro real positiva ótima – de forma a conter a demanda.

No tocante ao câmbio, a equipe acreditava que a combinação de uma cotação fixa para a venda (por parte do BCB) com a livre flutuação na compra fosse capaz de limitar os ingressos de recursos estrangeiros orientados pelo lucro fácil com os juros. A ideia baseava-se no fato de que as entradas depreciariam a cotação de compra da moeda estrangeira, ampliando a diferença entre as cotações (compra e venda) e tornando as operações menos atraentes (mais arriscadas)¹¹⁶⁶.

Também cabe destacar o fato do Brasil ter acabado de encerrar um longo ciclo de negociações de sua dívida externa em meados de abril, com a assinatura de um novo acordo¹¹⁶⁷ nos moldes do Plano *Brady*¹¹⁶⁸. Entre outros benefícios, o país conseguira abater uma fração do principal devido, reduzir o montante da dívida sujeito a taxas de juros flutuantes, e alongar os prazos de pagamento. Além dos benéficos para as contas externas, a concretização do acordo e a (consequente) normalização das relações com

¹¹⁶⁶ Isso ocorreria porque o investidor pagaria mais caro pelos dólares a serem repatriados (em relação à cotação que recebera ao ingressar os recursos), necessitando que a rentabilidade do investimento compensasse essa diferença, as taxas de juros externas e os riscos da operação.

¹¹⁶⁷ «O acordo de 1994 representa o desfecho de uma longa negociação, que teve início durante a gestão de Zélia Cardoso de Mello, quando se definiram as condições do reescalonamento dos juros atrasados referentes a 1989 e 1990, e que prosseguiu durante a gestão de Marcílio Marques Moreira, momento em que se estabeleceram as principais características do acordo que viria a ser assinado no Governo Itamar» (BATISTA JUNIOR; RANGEL, 1995), p. 40.

¹¹⁶⁸ O Plano Brady fora lançado em 1989 pelo então Secretário do Tesouro dos EUA, Nicholas Brady. Tinha por objetivo oferecer uma solução para os problemas decorrentes da dificuldade de recuperação dos valores emprestados a países superendividados e buscava fazê-lo por meio da reestruturação de suas dívidas externas. O processo exigia que os bancos credores abrissem mão voluntariamente de parte das regras pactuadas nos contratos existentes e incluía, entre outros: (i) a redução do valor presente da dívida em questão, fosse por meio de um desconto sobre o principal ou da redução das taxas de juros; (ii) a extensão dos prazos de pagamento; e (iii) a substituição de instrumentos de dívida remunerados com taxas de juros flutuantes por outros com taxa fixa.

os credores internacionais criaram a expectativa por um aumento do ingresso de capitais estrangeiros – o que ampliaria a pressão sobre o câmbio.

Em 30 de junho, o presidente Itamar Franco assinou a Medida Provisória nº 542, que instituiu o Real como a unidade do sistema monetário nacional (a partir de 1º de julho). Os cruzeiros reais foram convertidos à taxa de CR\$ 2.750,00 por R\$ 1,00 e uma ampla operação do Banco Central garantiu a circulação das novas cédulas em todo o território nacional.

Àquela altura não era possível assegurar o fim do descontrole inflacionário e do laboratório de programas de estabilização. Contudo, e tal como ocorrera em 1986, o sucesso inicial do Plano definiria o resultado das eleições, levando Fernando Henrique Cardoso à presidência da República.

Capítulo VII - Real – Parte I (1994–99)

7.1. Introdução

Após os sucessivos fracassos dos planos anteriores, o Real inaugurou um período de relativa estabilidade do poder de compra da moeda, promovendo mudanças importantes no relacionamento da sociedade com o dinheiro e expondo fragilidades escondidas em meio à dinâmica da espiral dos preços.

Por um lado, o recuo abrupto da inflação e o acesso a uma moeda forte elevaram a percepção de riqueza do consumidor. O salário deixou de perder valor no curto prazo, o planejamento tornou-se possível, e as famílias com acesso limitado (ou nulo) aos instrumentos de proteção financeira passaram a poder adquirir bens e serviços antes inalcançáveis. Por outro, a estabilização pôs fim à chamada receita inflacionária¹¹⁶⁹, comprometendo as finanças de empresas e de esferas de governo que haviam se habituado a contar com tais recursos para fechar suas contas.

Este capítulo abrange o primeiro quinquênio do real, período caracterizado pelo sucesso da implementação do plano, pela adoção de uma política monetária baseada em metas cambiais (e que teve início após um breve interstício de ambiguidade), pela expansão do endividamento público e pelo crescente desequilíbrio das contas externas – o que ao fim e ao cabo acabou por impor a revisão do modelo.

A sobrevalorização do real, a fixação de metas cambiais e a manutenção de taxas de juros elevadas foram decisivas para o controle da inflação. No tocante ao equilíbrio do mercado, tal política permitiu que as importações expandissem a oferta em meio ao aumento súbito da demanda, ampliando a concorrência e inibindo potenciais atualizações de preços. Em relação aos fluxos externos, a previsibilidade do comportamento do real reduziu sobremaneira o componente de risco cambial,

¹¹⁶⁹ Valor correspondente à diferença entre o valor real arrecadado e o valor real despendido, em função do lapso temporal entre os dois eventos em um ambiente de inflação elevada.

tornando ainda mais atraentes os elevados retornos oferecidos pelas taxas de juros brasileiras.

É verdade que tal política teve efeitos colaterais. Como o aumento das importações superou em muito o das exportações¹¹⁷⁰, o Brasil passou a conviver com resultados deficitários em sua balança comercial. Além disso, a sustentação de um câmbio previsível amparada na manutenção de taxas de juros elevadas teve um impacto decisivo na expansão do endividamento público¹¹⁷¹.

O modelo apoiava-se na oferta de liquidez global e na credibilidade do país quanto as suas capacidades de pagamento e de manutenção da política cambial. Abalados esses pilares, a estrutura viria abaixo, como acabou por ocorrer após a crise da Rússia. Ao todo, o Brasil enfrentaria três grandes crises de fugas de capitais ao longo do período, tendo sido capaz de superar as duas primeiras com aumentos ainda mais agressivos das taxas de juros: (i) a crise do México, ao final de 1994; (ii) a crise asiática, de 1997; e finalmente (iii) a crise Russa, de 1998.

No âmbito político, os efeitos positivos da estabilização dos preços foram habilmente capitalizados pelo presidente Fernando Henrique Cardoso. Sua gestão trabalhou pela mudança da Constituição (para permitir a reeleição) e tornou a vencer a disputa pela chefia do Executivo federal ao final de 1998, a despeito dos sérios problemas com as contas externas e do aumento do desemprego¹¹⁷².

Seu governo também levou adiante uma política agressiva de redução da participação do Estado na economia, leiloando o controle de diversas empresas. Além das motivações originais, fixadas pelo governo Collor¹¹⁷³, o modelo vigente precisava dos

¹¹⁷⁰ As importações, que flutuavam no entorno dos US\$ 2,27 bilhões/mês nos 12 meses anteriores ao real, atingiriam um média de US\$ 4,75 bilhões/mês no terceiro ano do Plano, sem que as exportações reagissem à altura (de US\$ 3,36 bilhões para US\$ 4,14 bilhões, respectivamente).

¹¹⁷¹ Entre dezembro de 1994 e dezembro de 1998, a Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi) saltou de R\$ 59,5 bilhões (17,69% do PIB) para R\$ 323,8 bilhões (32,31% do PIB). No mesmo período a dívida externa registrada aumentou de US\$ 119,7 bilhões para US\$ 219,2 bilhões.

¹¹⁷² A taxa de desemprego aberto das regiões metropolitanas aumentara de 5,46% em julho de 1994 para 8,02%, em julho de 1998.

¹¹⁷³ O artigo 1º da Lei de Privatização (Lei nº 8.031, de 12 de abril de 1990) estabelecia como objetivos do Programa Nacional de Desestatização: «I - reordenar a posição estratégica do Estado na economia, transferindo à iniciativa privada atividades indevidamente exploradas pelo setor público; II - contribuir

recursos para compensar os déficits das contas públicas (permitindo que os mesmos não pressionassem ainda mais a expansão do endividamento interno) e para sustentar o financiamento dos desequilíbrios das transações correntes (via entrada de capitais estrangeiros).

No tocante à condução da política monetária, a introdução do real deu início a um processo de crescente centralidade do Banco Central na dinâmica decisória. Seu maior expoente foi a instituição do Comitê de Política Monetária (Copom), responsável pela fixação das taxas de juros que referenciariam a economia. Já no âmbito fiscal, a preocupação com os resultados das esferas de governo passou a ocupar um espaço de destaque, e viria a converter-se – após a adoção do Regime de Metas para Inflação – em uma Lei de Responsabilidade Fiscal.

Entre os erros e acertos, cabe sublinhar que o período foi de ajustes, de reconhecimento de «esqueletos no armário» e, principalmente, de pavimentação de um caminho para que as políticas fiscal e monetária se tornassem mais eficazes. Não obstante, a política de âncoras cambiais se mostraria insustentável, produzindo a derradeira crise do período – a brasileira – e levando à «segunda fase do Plano Real».

7.2. O período ano a ano

7.2.1. 1994

O real entrou em circulação no dia 1º de julho, ficando a sua emissão sujeita a dois tipos de restrição¹¹⁷⁴: (i) os tetos quantitativos trimestrais¹¹⁷⁵, valores que podiam vir a sofrer

para a redução da dívida pública, concorrendo para o saneamento das finanças do setor público; III - permitir a retomada de investimentos nas empresas e atividades que vierem a ser transferidas à iniciativa privada; IV - contribuir para modernização do parque industrial do País, ampliando sua competitividade e reforçando a capacidade empresarial nos diversos setores da economia; V - permitir que a administração pública concentre seus esforços nas atividades em que a presença do Estado seja fundamental para a consecução das prioridades nacionais; VI - contribuir para o fortalecimento do mercado de capitais, através do acréscimo da oferta de valores mobiliários e da democratização da propriedade do capital das empresas que integrem o Programa».

¹¹⁷⁴ Resolução nº 2.082, de 30 de junho de 1994.

¹¹⁷⁵ Os limites fixados na MP do Real foram de R\$ 7,5 bilhões, R\$ 8,5 bilhões e R\$ 9,5 bilhões, para 30 de setembro de 1994, 31 de dezembro de 1994 e 31 de março de 1995, respectivamente.

uma expansão de até 20% caso o CMN assim autorizasse; e (ii) o total das reservas internacionais disponíveis em moeda e em ouro, expresso em dólares dos EUA e à paridade de R\$ 1 por US\$ 1. Além disso, o BCB comprometeu-se a vender a divisa dos EUA à cotação de um para um¹¹⁷⁶, sem formalizar qualquer compromisso com um valor de compra – o que permitia a apreciação da divisa brasileira.

Era importante manter abertas as opções diante das incertezas no caminho do programa de estabilização. Por conta disso, a escolha dos movimentos de abertura do programa de estabilização acabou sendo bastante eclética, pois manteve a liberdade para a fixação da taxa de juros, tal qual houvesse uma meta de inflação, embora jamais declarada, o que resultou mais fácil num contexto de câmbio flutuante, que funcionou com “âncora cambial” ainda melhor que o fixo, em vista da apreciação cambial.

In (FRANCO, 2017), p. 751.

A equipe econômica sabia ser muito difícil, talvez impossível, estimar o ritmo de expansão da moeda decorrente da remonetização¹¹⁷⁷. A base monetária ao final de junho atingira os R\$ 3,18 bilhões (CR\$ 8,74 trilhões) e as medidas a serem adotadas buscariam reduzir a taxa de crescimento da mesma.

De fato, a remonetização se deu em ritmo acelerado e, buscando compensar o aumento da demanda por moeda, o BCB viu-se obrigado a injetar um grande volume de recursos no sistema – principalmente por meio da recompra de títulos públicos¹¹⁷⁸. O resultado foi uma forte expansão da base monetária, levando o estoque de reais emitidos a superar o limite trimestral já ao final do primeiro mês da moeda¹¹⁷⁹.

Antecipando-se à expansão do consumo e buscando conter a oferta de crédito, o BCB optou por atuar preventivamente sobre as regras dos compulsórios. Determinou o

¹¹⁷⁶ Resolução nº 2.087, de 30 de junho de 1994.

¹¹⁷⁷ Sabia-se que a confiança no valor da nova moeda promoveria a elevação da demanda pela mesma (p. ex.: as pessoas não mais necessitariam manter os recursos aplicados em uma instituição financeira para evitar a perda de valor real dos mesmos).

¹¹⁷⁸ De acordo com dados do Banco Central publicados em (FARIA, 1994), p. 16, as compras de títulos públicos foram o principal fator de expansão da base monetária, contribuindo para um aumento de R\$ 6,47 bilhões. Outros fatores, como a execução da política fiscal, contribuíram para reduzir o impacto dessas operações, tendo a base monetária superado os R\$ 7,53 bilhões ao final de julho.

¹¹⁷⁹ Não sendo considerada a potencial variação de 20% sobre o limite.

recolhimento de todo o recurso adicional que ingressasse nas contas de depósito à vista¹¹⁸⁰, de 20% dos depósitos a prazo que superassem os níveis de captação de junho¹¹⁸¹, e de 20% dos saldos das cadernetas de poupança¹¹⁸² (antes 15%).

O BCB também fixou taxas de juros elevadas, que superaram os 170% a.a.¹¹⁸³ na primeira semana da moeda. Além de inibir o consumo, a medida buscava dificultar a especulação com os estoques, tornando a operação demasiado custosa para justificá-la. O custo nominal do dinheiro seria progressivamente reduzido e estabilizaria (a partir de agosto) em um patamar próximo aos 60% a.a.. Entretanto, essa queda não se daria em termos reais, graças ao recuo da inflação.

Finalmente, as autoridades monetárias promoveram duas mudanças importantes na assistência financeira do BCB. A primeira foi a redução do custo do Empréstimo de Liquidez¹¹⁸⁴, medida que buscava compensar os desajustes de liquidez enfrentados pelos bancos em meio ao contexto da nova moeda. A segunda foi a autorização do CMN para criar a Linha de Crédito de Liquidez¹¹⁸⁵, mecanismo cujo propósito era auxiliar as instituições menores a se adaptarem ao ambiente de inflação baixa (perda da receita inflacionária) e que, ao contrário do Empréstimo de Liquidez, não teria custos punitivos¹¹⁸⁶.

¹¹⁸⁰ Circular nº 2.441, de 30 de junho de 1994. A medida previa o recolhimento de 100% do acréscimo dos depósitos à vista sobre a média do período anterior (o último de cada grupo no mês de junho). Com essa circular deixou de existir o conceito de «área incentivada» (regiões de menor desenvolvimento econômico) para fins de recolhimento compulsório diferenciado.

¹¹⁸¹ Circular nº 2.440, de 30 de junho de 1994.

¹¹⁸² Circular nº 2.435, de 30 de junho de 1994.

¹¹⁸³ A expressão anualizada da taxa diária, nesta e em outras referências, foi calculada com base em um ano de 252 dias úteis (modelo utilizado pelo BCB). É importante registrar que até o final de 1997 as taxas eram expressas ao mês.

¹¹⁸⁴ Circular nº 2.450, de 21 de julho de 1994. Os custos das operações até o limite do contrato, entre uma e duas vezes o limite, e acima de duas vezes o limite foram fixados em Selic + 10% a.a., Selic + 11% a.a. e Selic + 12% a.a., respectivamente.

¹¹⁸⁵ Resolução nº 2.098 e Circular nº 2.455, ambas de 27 de julho de 1994.

¹¹⁸⁶ Corresponderia à Selic acrescida de uma taxa periodicamente definida pelo diretor de política monetária do BCB – que ao longo de 1994 manteve-se em 6% a.a.. A operação teria prazo de 5 dias (renováveis pelo BCB) e o total de recursos a ser emprestado estava limitado a R\$ 10 milhões.

Cabe destacar que a MP que instituíra o Real promovera uma mudança importante no processo decisório da política econômica: a alteração da composição do CMN¹¹⁸⁷. O texto reduzira o número de membros do colegiado de vinte para três – permanecendo apenas o ministro da Fazenda (presidente do Conselho), o ministro do Planejamento e o presidente do Banco Central. Segundo (FRANCO, 2017), «é curioso que (...) apenas a alteração na composição do CMN, uma medida aparentemente inofensiva, viesse a ter importância tão crucial para o desenrolar do Plano Real; (...) Ao concentrar poderes na equipe, via redução do número de membros do CMN, bem como pela escolha dos dirigentes dos bancos federais, enviava-se uma clara mensagem ao público sobre a orientação das políticas monetária e fiscal a seguir».

A combinação entre a ancoragem cambial e taxas de juros elevadas garantiu os ingressos de recursos estrangeiros¹¹⁸⁸ que, aliados à ausência da atuação do BCB no mercado de câmbio, promoveram uma rápida apreciação do real. A moeda brasileira acabou por flutuar entre R\$ 0,94 e R\$ 0,91/US\$ 1,00 ao longo de julho, tornando a se apreciar nos meses seguintes.

Paralelamente, e a despeito das medidas preventivas, a introdução do real foi sucedida por uma grande expansão do consumo que, embora esperada, exigia que a oferta reagisse para impedir um desequilíbrio inflacionário. A solução foi ampliar a produção interna e recorrer às importações. No âmbito doméstico, a utilização da capacidade

¹¹⁸⁷ De acordo com a Lei no 8.646, de 7 de abril de 1993, o Conselho Monetário Nacional era formado por 20 integrantes, sendo eles: (i) Ministro da Fazenda, na qualidade de presidente do CMN; (ii) Ministro do Planejamento; (iii) Ministro da Agricultura, Abastecimento e Reforma Agrária; (iv) Ministro da Indústria, do Comércio e do Turismo; (v) Ministro do Trabalho; (vi) Ministro da Previdência Social; (vii) Presidente do Banco Central do Brasil; (viii) Presidente do Banco do Brasil; (ix) Presidente da Caixa Econômica Federal; (x) Presidente do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social; (xi) Presidente da Comissão de Valores Mobiliários; (xii) Presidente do Banco da Amazônia; (xiii) Presidente do Banco do Nordeste do Brasil; (xiv) um representante das classes trabalhadoras, ouvidas as centrais sindicais, nomeado pelo Presidente da República; e (xv) seis membros nomeados pelo Presidente da República entre brasileiros de ilibada reputação e notória capacidade em assuntos econômico-financeiros.

¹¹⁸⁸ Desde que o Brasil adotara uma política de taxas de juros mais elevada, ainda no governo Collor, o fluxo de entrada de moedas estrangeiras aumentara – com destaque para os investimentos estrangeiros em carteira. Porém, embora o movimento tenha continuado após a adoção do Real, houve um recuo importante dos investimentos estrangeiros (em decorrência da apreciação do Real – tal como antecipado pela equipe econômica), sendo boa parte do fluxo do primeiro trimestre do plano explicado pelos saldo da balança comercial – superior a US\$ 4,25 bilhões.

instalada da indústria encontrava-se relativamente baixa¹¹⁸⁹, o que tornava possível uma resposta relativamente rápida. Já no tocante às importações, a apreciação do real criara uma situação inusitada, e que prevaleceria no primeiro momento: a postergação do fechamento dos contratos de câmbio – adiando as importações – devido à percepção de que a moeda tendia a ganhar valor.

Apesar do forte recuo dos índices de inflação em julho, a atenção do governo ficou concentrada em um indicador específico: o recém-criado Índice de Preços ao Consumidor – série Real (IPC-R). Calculado pelo IBGE e destinado a apurar a variação dos preços sob a vigência da nova moeda, esse índice seria adotado no cálculo dos reajustes salariais – com um impacto potencial importante sobre a demanda.

A evolução do IPC-R rapidamente se tornou um foco de preocupação, dadas as inflações de 6,08% e 5,46% nos dois primeiros meses do real. Por um lado, os servidores pressionavam o governo por aumentos dos vencimentos. Por outro, os bons resultados do Plano haviam motivado a elevação das remunerações no setor privado. Finalmente, aproximava-se o 1º de setembro, data base que concentrava dissídios de uma grande parcela de trabalhadores.

O crédito ao consumidor, que representava cerca de 40% das vendas à vista, pulou em pouco tempo para 66%. O volume de vendas nos grandes magazines crescera 160% em apenas dois meses. Pequenos eletrodomésticos, como liquidificadores, batedeiras, aparelhos de TV, rádios e videocassetes vendiam feito água. Era preciso ser precavido.

In (PRADO, 2020), p. 5605.

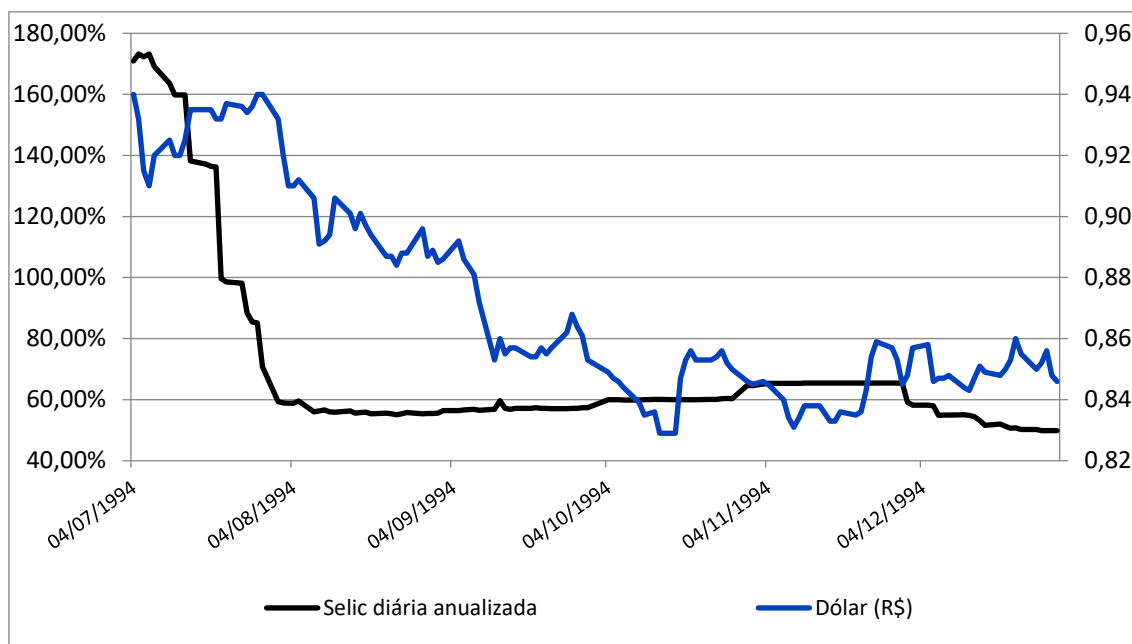
Como o consumo permaneceu elevado ao longo de agosto, o BCB decidiu restringir ainda mais a oferta de crédito ao final do mês. Para tal, anunciou duas mudanças nos recolhimentos compulsórios: (i) a fixação em 30% da alíquota da exigência sobre os depósitos a prazo¹¹⁹⁰; e (ii) a ampliação do encaixe obrigatório sobre os depósitos em

¹¹⁸⁹ Os dados da FGV apontam que a UCI era de 80% ao final de julho.

¹¹⁹⁰ Circular nº 2.474, de 31 de agosto de 1994. A medida previa uma elevação progressiva do percentual a recolher (a partir de setembro), prevendo o atingimento do novo patamar (30%) em 7 de outubro.

poupança¹¹⁹¹. Segundo (PRADO, 2020), a alíquota de 20% sobre os acréscimos na captação¹¹⁹² não produziu resultados significativos, sendo «contornada por alguns bancos por meio de emissões “artificiais” de CDB, com data anterior à da virada da moeda».

Figura 31- Evolução da taxa Selic diária (anualizada) e do dólar dos EUA



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil.

O aperto acabou por ser atenuado ao longo do mês seguinte, com o BCB a reduzir a pressão sobre as instituições pequenas e a adiar o início da incidência das novas alíquotas sobre os depósitos a prazo. No primeiro caso, a autoridade determinou que a exigência só incidisse sobre os valores superiores a R\$ 10 milhões¹¹⁹³, medida cujo impacto monetário era considerado nulo, mas que ajudava os bancos pequenos a dispor de alguma flexibilidade em meio à rigidez vigente¹¹⁹⁴. No segundo caso, o BCB alongou o cronograma da incidência dos percentuais de recolhimento, fazendo com que as instituições só precisassem recolher os 30% a partir de 28 de outubro¹¹⁹⁵. Segundo

¹¹⁹¹ Circular nº 2.475, de 31 de agosto de 1994. A exigibilidade passou a corresponder ao menor de um dos seguintes valores: (i) 30% da média dos saldos diários; ou (ii) a soma da exigibilidade apurada entre 22 e 26 de agosto com o total da captação líquida verificado a partir de 29 de agosto.

¹¹⁹² Circular nº 2.440, de 30 de junho de 1994.

¹¹⁹³ Circular nº 2.477, de 12 de setembro de 1994.

¹¹⁹⁴ Em função das dificuldades enfrentadas pelas instituições pequenas, o BCB acabaria por elevar o limite da isenção para R\$ 15 milhões. Isso se deu por meio da Circular nº 2.508, de 17 de novembro de 1994.

¹¹⁹⁵ Circular nº 2.482, de 15 de setembro de 1994.

(NOVO, 1994), a medida constituiu uma operação de socorro ao quarto maior banco do país, o Banespa, que deixaria de contar com o financiamento do principal banco privado do sistema, o Bradesco.

(...) você sabe, eu não digo isso, mas há inúmeras pessoas que me escrevem, que me procuram, que dizem que vão votar nele por causa minha. Aliás, ele sabe disso, né, que o grande eleitor dele hoje sou eu. Por exemplo, pra, pra, pra Rede Globo foi um achado, porque elas invés de terem que dar um apoio ostensivo a ele, botam a mim no ar e ninguém pode dizer nada. Agora o PT tá começando, mas não pode, porque eu tô o tempo todo no ar e ninguém pode dizer nada, não é verdade? Isso não ocorreu da outra vez. Essa é uma solução, digamos, indireta né? Eu ouço muita gente que não votaria nele por causa do PFL que vai votar por causa minha.

Transcrição da fala do ministro Rubens Ricupero no chamado «Escândalo da Parabólica».

Há cerca de um mês do primeiro turno das eleições, enquanto aguardava uma entrevista que concederia a partir de Brasília, o ministro Ricupero manteve uma conversa descontraída com um jornalista, sem que ambos soubessem que o sinal estava a ser transmitido via satélite para o Rio de Janeiro. Entre outras declarações inadequadas, o ministro afirmou ser o grande eleitor de Fernando Henrique e mencionou não ter escrúpulo, pontuando: «o que é bom a gente fatura, o que é ruim esconde». Captado por antenas parabólicas, o diálogo tornou-se público, criando imenso constrangimento para o governo. Ricupero acabou por deixar a pasta e foi substituído pelo ex-prefeito de Fortaleza e ex-governador do Ceará, Ciro Gomes.

Tão logo assumiu a Fazenda, Ciro deu início a uma série de reduções das tarifas de importação, buscando ampliar a oferta e inibir a manipulação de preços. As medidas contemplaram milhares de itens e tiveram como marcos mais relevantes: (i) a antecipação da entrada em vigor da Tarifa Externa Comum (TEC) do Mercosul; e (ii) a redução da alíquota do Imposto de Importação dos automóveis, de 35% para 20%.

A inflação tornou a ceder em setembro, com os indicadores (IPCA, IGP-DI e IPC-R) a registrar variações mensais entre 1,51% e 1,55%. Este sucesso inicial da estabilização

dos preços catapultou a candidatura de Fernando Henrique Cardoso que, diante do otimismo e do aumento da percepção de riqueza da população, não teve dificuldades em vencer em primeiro turno as eleições presidenciais (em 3 de outubro).

Entretanto, a vitória do ex-ministro e a expectativa pela manutenção do programa em nada reduziram as preocupações com a expansão do consumo. Entre outros fatores, pesavam as pressões por aumentos salariais e à aproximação do período de festas. Por isso, as autoridades monetárias decidiram promover uma terceira rodada de medidas de contenção poucos dias após o resultado das urnas.

Entre as providências adotadas destacaram-se: (i) a mudança das regras dos consórcios¹¹⁹⁶ – que suspendeu a formação de grupos para a aquisição de eletrodomésticos e eletroeletrônicos, fixou em doze meses a duração máxima dos grupos destinados à compra de veículos automotores, e vedou a contemplação por lance; (ii) a imposição de novas restrições à oferta de crédito de bancos e financeiras¹¹⁹⁷ – que incluíram a fixação de um prazo máximo de três meses para as operações de adiantamento, empréstimo e financiamento, e a vedação do financiamento tanto de compras mediante o uso de cartões de crédito quanto das empresas de compra de faturamento (*factoring*); e (iii) a instituição de um recolhimento compulsório de 15% sobre as operações de adiantamento, empréstimo, financiamento e de crédito de qualquer natureza (contratadas, renovadas ou prorrogadas)¹¹⁹⁸.

Paralelamente, e como o real mantivera sua trajetória de apreciação ante o dólar dos EUA¹¹⁹⁹, as autoridades monetárias promoveram uma mudança de atitude ante o comportamento do câmbio. Primeiramente, o BCB tornou a intervir no mercado de moedas, comprando a divisa norte-americana para sustentar seu valor. Em seguida, o CMN reuniu-se em caráter extraordinário, aprovando mudanças nas regras de câmbio

¹¹⁹⁶ Circular nº 2.496, de 19 de outubro de 1994.

¹¹⁹⁷ Resolução nº 2.118, de 19 de outubro de 1994.

¹¹⁹⁸ Circular nº 2.499, de 20 de outubro de 1994.

¹¹⁹⁹ As maiores cotações de fechamento do real ocorreram nos dias 14 e 17 de outubro, quando a moeda brasileira encerrou o dia a R\$ 0,829 / US\$ 1.

cujos objetivos eram dificultar o ingresso de divisas estrangeiras e facilitar a saída das mesmas.

Quanto à entrada dos recursos, foram adotadas as seguintes providências: (i) a redução dos prazos das operações de Antecipação de Contratos de Câmbio (ACC) dos exportadores junto aos bancos¹²⁰⁰; (ii) a ampliação do prazo mínimo do repasse dos recursos captados pelos bancos no exterior, de 90 para 540 dias¹²⁰¹; e (iii) a elevação da tributação incidente sobre o ingresso de recursos estrangeiros¹²⁰². Já no tocante à saída de divisas, foram estabelecidas: (i) a eliminação do limite para a aquisição de moeda estrangeira¹²⁰³; e (ii) a autorização para que as entidades de previdência privada, seguradoras e sociedades de capitalização pudessem aplicar até 10% de seus recursos garantidores de reservas em quotas de Fundos de Investimento no Exterior¹²⁰⁴.

A política de câmbio livre para baixo (ou seja, apenas com um teto para a cotação do dólar), adotada após a emissão do real, durou apenas três meses. Nestes, o Banco Central se absteve de intervir no mercado de câmbio, ao mesmo tempo em que procurava, em vão, cumprir metas monetárias rígidas. Em outubro de 1994, porém, devido, entre outras razões, ao insucesso das metas monetárias, o governo resolveu mudar de âncora, abandonando a monetária em prol da cambial, sem compromisso formal com o lastro.

In (CASTRO, 2011b), p. 152.

¹²⁰⁰ Circular nº 2.493, de 21 de outubro de 1994. De 180 para 90 dias no caso das operações de câmbio do exportador nos últimos 12 meses totalizassem mais de US\$ 10 milhões, e de 180 para 150 dias caso esse mesmo montante fosse inferior. Alguns exportadores (como os de aço, papel e celulose) tiveram o prazo ainda mais reduzido – para 30 dias.

¹²⁰¹ Circular nº 2.492, de 19 de outubro de 1994. Entre outros, a medida inviabilizou a utilização dos recursos no financiamento do consumo interno.

¹²⁰² O que se deu por meio dos aumentos das alíquotas do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) nas operações de renda fixa (de 5% para 9%), nas captações com emissões de títulos (de 3% para 7%) e com a imposição da tributação de 1% sobre os investimentos em bolsas de valores (antes isentos).

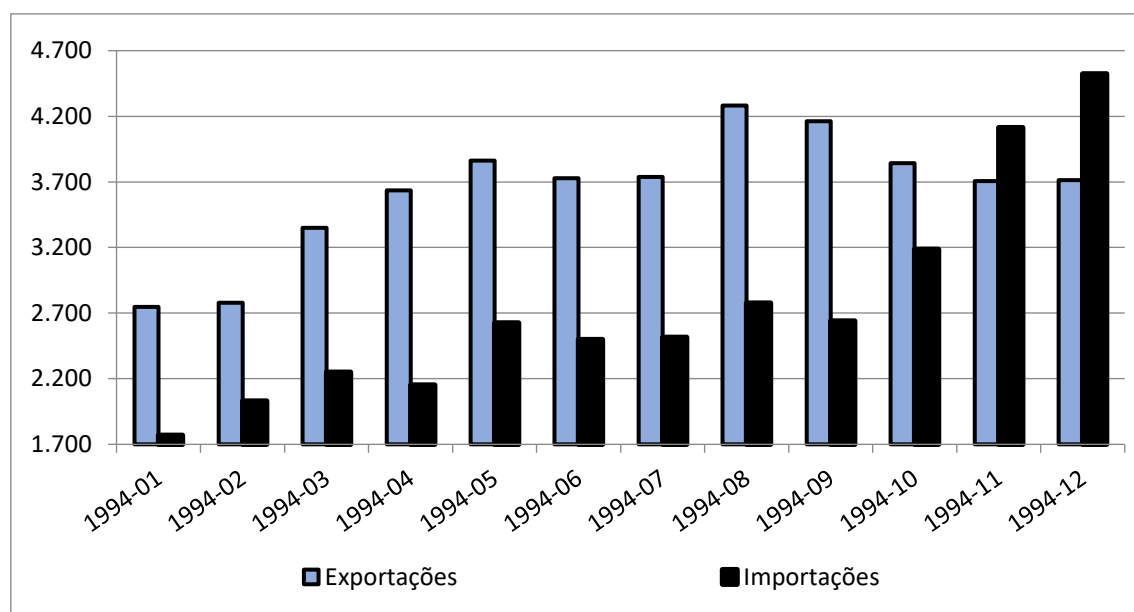
¹²⁰³ Circular nº 2.494, de 19 de outubro de 1994. Foram eliminados os limites estabelecidos no Regulamento do Mercado de Câmbio e Taxas Flutuantes das operações relativas a: turismo; fins educacionais, científicos e culturais; tratamento de saúde; transferências de patrimônio; heranças; aposentadorias e pensões; contribuições a entidades de classe; contribuições a entidades previdenciárias; manutenção de pessoas físicas; aquisição de software; vencimentos e ordenados; serviços de imprensa; e cartões de crédito internacionais.

¹²⁰⁴ Resolução 2.114, de 19 de outubro de 1994.

O governo editou uma MP ao final de outubro que promoveu uma mudança importante nas regras de emissão do real¹²⁰⁵. As metas quantitativas foram substituídas por percentuais de expansão trimestral, e a base monetária (então a base de cálculo das variações) foi substituída por um «conceito ampliado de emissão», cujos componentes deveriam ser definidos *a posteriori* pelo CMN.

A inflação também tornara a reagir em outubro¹²⁰⁶, obrigando o BCB a elevar o custo do dinheiro e, como efeito colateral, a piorar as condições de crédito do setor produtivo. Assim, preocupado com o financiamento à produção (e com a oferta futura), o governo decidiu instituir uma nova taxa de referência para esse fim: a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP)¹²⁰⁷.

Figura 32- Comércio exterior de bens (US\$ milhões) dólar dos EUA



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil.

Criada para substituir¹²⁰⁸ a taxa praticada nos contratos de financiamento do BNDES¹²⁰⁹, a TJLP seria calculada com base na rentabilidade nominal média, em reais, dos títulos da dívida pública (interna e externa) no período imediatamente anterior ao da sua vigência.

¹²⁰⁵ Medida Provisória nº 681, de 27 de outubro de 1994. Enquanto a MP que instituía o real não fosse aprovada pelo Congresso, transformando-se em Lei, o governo era obrigado a reeditá-la periodicamente.

¹²⁰⁶ Alcançara o 2,62% no mês (IPCA).

¹²⁰⁷ Medida Provisória nº 684, de 31 de outubro de 1994.

¹²⁰⁸ A substituição alcançaria apenas os novos contratos.

¹²⁰⁹ TR mais 6% a.a..

Sua fórmula reduzia o custo do dinheiro ofertado ao setor produtivo, ou, como afirmaria o ministro Ciro Gomes: «A grande vantagem é que a gente não vai mais obrigar a produção brasileira a se financiar com o ônus terrível dos juros internos»¹²¹⁰.

Enquanto o governo trabalhava para ampliar a oferta doméstica, a combinação entre pressão de demanda, redução de tarifas e taxa de câmbio favorável finalmente produziu resultados, dando início ao aumento da oferta estrangeira. As importações aumentaram em outubro, deram um grande salto em novembro e acabaram por se estabilizar em um patamar próximo aos US\$ 4 bilhões/mês, dando início a uma série de resultados deficitários na balança comercial.

O BCB tornou a alterar as regras do recolhimento compulsório em dezembro. No início do mês, ampliou o leque das operações alcançadas pela exigência¹²¹¹, buscando pôr fim a um conjunto de práticas alternativas adotadas pelos bancos para escapar à exigência. Semanas mais tarde, reduziu as alíquotas dos recolhimentos compulsórios sobre os depósitos à vista¹²¹² e a prazo¹²¹³, fixando-as em 90% (de 100%) e em 27% (de 30%), respectivamente. Ambas as medidas tinham por objetivo oferecer uma maior flexibilidade às instituições no início de 1995 e, segundo a autoridade monetária, não tinham por objetivo iniciar uma mudança na política de crédito.

O primeiro semestre do real encerrou-se em meio a uma sucessão de resultados positivos. A variação acumulada do IPCA limitou-se a 18,57%, o dólar dos EUA estabilizou-se na faixa dos R\$ 0,84 e a taxa de juros (mercado aberto) recuou para 49,86% a.a.. Isso em meio a um crescimento (anual) de 5,85% do PIB, ao aumento da percepção de riqueza e à queda do desemprego. Mesmo assim, havia sinais de tormenta no horizonte. Os últimos resultados da balança comercial sugeriam futuros desequilíbrios no comércio exterior, o ritmo de crescimento da economia no quarto

¹²¹⁰ Fala retirada do artigo («Crédito fica mais barato em dezembro», 1994).

¹²¹¹ Circular nº 2.511, de 2 de dezembro de 1994.

¹²¹² Circular nº 2.521, de 19 de dezembro de 1994.

¹²¹³ Circular nº 2.532, de 29 de dezembro de 1994.

trimestre era considerado excessivo¹²¹⁴ e uma nova crise acabara de eclodir no México – levando à fuga de capitais do país e à depreciação do peso¹²¹⁵.

As ondas do novo choque externo atingiriam em breve as economias da América Latina.

7.2.2. 1995

A posse de Fernando Henrique deu-se em meio ao aumento das preocupações com a nova moeda. Por um lado, o ritmo de expansão da economia suscitava temores de superaquecimento. Por outro, o início da crise no México começou a impactar o fluxo de recursos estrangeiros para o Brasil, contribuindo para a perda de cerca de US\$ 3 bilhões em reservas em dezembro.

Diante dos déficits da balança comercial e da deterioração dos ingressos de investimentos externos, tornou-se necessário fazer ajustes. A ideia era adaptar a política vigente às circunstâncias internacionais e à necessidade de equilibrar o nível da demanda interna com a oferta de produtos.

Deu-se início a um processo de reversão das medidas adotadas no ano anterior. O novo objetivo era estimular a entrada de recursos estrangeiros (tanto por meio da melhora dos resultados da balança comercial como da elevação do ingresso de investimentos) e conter a saída de dólares. Para isso, entre outros, o BCB tornaria a ampliar o custo do dinheiro.

Foram adotadas medidas para estimular as exportações, ampliar os ingressos de recursos e restringir as compras de produtos estrangeiros. Em janeiro, o BCB revogou o recolhimento compulsório sobre os ACC¹²¹⁶ e reestabeleceu o prazo mínimo de 360 dias para as operações de pagamento antecipado de exportação¹²¹⁷. No bimestre seguinte

¹²¹⁴ De acordo com (IBGE, 1995), a taxa de expansão da economia no 4º trimestre de 1994 foi de 9,21% ante o mesmo período do ano anterior e de 4,08% em relação ao trimestre anterior (com ajuste sazonal).

¹²¹⁵ Em 20 de dezembro de 1994.

¹²¹⁶ Circular nº 2.534, de 12 de janeiro de 1995.

¹²¹⁷ Circular nº 2.538, de 24 de janeiro de 1995. No ano anterior as Circulares nºs 2.438 e 2.490, de 30 de junho e 19 de outubro, respectivamente, haviam imposto restrições e até mesmo suspenso esse tipo de operação.

foram ampliados os custos dos importados, especialmente os dos veículos. A alíquota do Imposto de importação destes últimos foi elevada de 20% para 32% em fevereiro, sendo ampliada (para 70%) e estendida a mais de uma centena de produtos no mês seguinte – em um esforço para estancar a saída de dólares.

Também em março o BCB alterou sua política cambial, passando a adotar um regime de bandas.

O novo sistema previa a fixação de um intervalo (banda) no qual o dólar dos EUA poderia flutuar e o estabelecimento de intrabandas estreitas, nas quais a divisa estrangeira seria efetivamente negociada. Os reajustes da intrabanda ocorreriam periodicamente ao critério do BCB, permitindo a autoridade monetária gerir a depreciação do real e dar previsibilidade às operações com divisas estrangeiras.

Contudo, e sob os efeitos da crise mexicana, março se tornaria um mês crítico para a nova política. Adotado o sistema de bandas e fixado o intervalo para o dólar¹²¹⁸, o BCB seria duramente testado pelo mercado, necessitando realizar trinta e dois leilões da moeda estrangeira (em um único dia) para sustentar a sua cotação¹²¹⁹. O «teste», considerado um ataque especulativo, motivou um conjunto de ações e a adoção de um pacote de medidas que visaram controlar os agentes financeiros e conter a demanda pela divisa norte-americana.

No tocante às ações, os destaques foram: (i) o deslocamento para cima, e por tempo indeterminado, da banda cambial¹²²⁰; (ii) a elevação da taxa Selic¹²²¹; e (iii) a redução da tributação incidente sobre os investimentos externos¹²²².

Já os principais destaques do pacote foram: (i) a redução de US\$ 50 milhões para US\$ 5 milhões do limite de moeda estrangeira que os bancos poderiam carregar em carteira –

¹²¹⁸ Entre R\$ 0,86 e R\$ 0,90.

¹²¹⁹ Em 9 de março de 1995.

¹²²⁰ Para a faixa entre R\$ 0,88 e R\$ 0,93.

¹²²¹ De 3,23% a.m. para 4,26% a.m.. A iniciativa teve por objetivos estimular a permanência (e/ou o ingresso) dos recursos estrangeiros e elevar o custo da manutenção de posições compradas em dólares.

¹²²² O Ministério da Fazenda reduziu de 9% para 5% a alíquota do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) para investimentos externos nos fundos de renda fixa. Adicionalmente, foram isentados do IOF os investimentos estrangeiros em bolsas de valores e as operações de captação externas por meio da emissão de títulos.

obrigando-os a depositar o excedente no BCB, com remuneração irrisória¹²²³; (ii) a revogação da permissão para o pagamento antecipado de empréstimos em moeda e de financiamentos à importação¹²²⁴, (iii) a restituição do prazo mínimo de repasse dos recursos captados por bancos no exterior (90 dias)¹²²⁵, (iv) a redução do prazo médio mínimo para a captação no exterior (para 24 meses)¹²²⁶; e (v) a fixação, em 180 dias, do prazo médio mínimo para as renovações ou prorrogações de operações de créditos externos mediante o lançamento de títulos no exterior¹²²⁷.

Pode-se concluir que, nas difíceis circunstâncias de 1995, o Plano Real foi salvo por dois fatores: a política monetária, pois sem os juros altos daquela época dificilmente ele teria escapado de sofrer o mesmo destino que os planos que o antecederam; e a situação do mercado financeiro internacional, pois se este não tivesse retornado à ampla liquidez e busca pela atratividade dos mercados emergentes, a política monetária per se provavelmente teria sido incapaz de assegurar o êxito do Plano.

In (GIAMBIAGI, 2011), p. 168.

Tendo registrado a maior perda líquida mensal de dólares de até então¹²²⁸, o BCB voltou a adotar medidas em abril para conter a evasão de capitais. A primeira¹²²⁹ permitiu que as empresas que captassem recursos por meio da emissão de títulos no exterior substituíssem a instituição responsável pela colocação dos instrumentos ao aproximar-se o vencimento dos papéis (para fins de renovação)¹²³⁰. A segunda¹²³¹ pôs fim à obrigação do investidor estrangeiro de repatriar os recursos e pagar os impostos devidos

¹²²³ Circular nº 2.549, de 9 de março de 1995.

¹²²⁴ Resolução nº 2.147, de 9 de março de 1995.

¹²²⁵ Circular nº 2.545, de 9 de março de 1995. Esse prazo havia sido ampliado para 540 dias pela Circular nº 2.492, de 19 de outubro de 1994.

¹²²⁶ Circular nº 2.546, de 9 de março de 1995. O prazo médio anterior era de 36 meses e havia sido instituído pelas Cartas Circulares nºs 2.372 e 2.373, ambas de 16 de junho de 1993.

¹²²⁷ Circular nº 2.547, de 9 de março de 1995. O prazo médio anterior era de 36 meses e havia sido instituído pelas Cartas Circulares nºs 2.372 e 2.444, de 16 de junho de 1993 e de 14 de março de 1994, respectivamente.

¹²²⁸ Em março de 1995 a perda líquida de dólares dos EUA atingiu US\$ 4,04 bilhões, o maior patamar da série histórica até então.

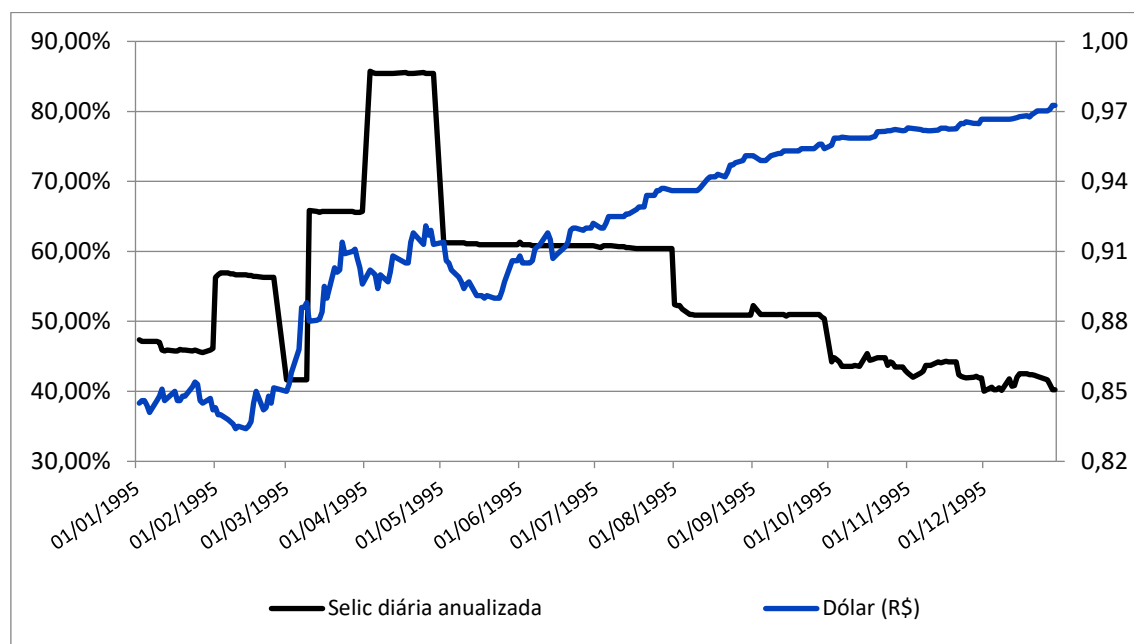
¹²²⁹ Circular nº 2.559, de 20 de abril de 1995.

¹²³⁰ A restrição vigente até então permitia que algumas instituições financeiras estrangeiras embutissem custos superiores aos do mercado para levar adiante a operação. O prazo médio mínimo para que as renovações ou prorrogações das operações de crédito fossem realizadas foi fixado em 180 dias.

¹²³¹ Circular nº 2.560, de 20 de abril de 1995.

no vencimento de sua aplicação, oferecendo a possibilidade de renovação (sem encargos) dos investimentos em instrumentos de renda fixa emitidos por empresas brasileiras. Finalmente, a terceira¹²³² restringiu o pagamento antecipado das importações¹²³³ a 20% do valor devido, obrigando os importadores a aguardar a chegada da mercadoria para completar o pagamento.

Figura 33 - Evolução da taxa Selic diária (anualizada¹²³⁴) e do dólar dos EUA



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil.

Mas a atenção não se restringia às reservas. A inflação tornara a aumentar¹²³⁵, apesar da Selic manter-se em um patamar elevado. Como a demanda mantinha-se aquecida, o BCB buscou arrefecê-la por meio da redução da oferta de crédito. Para isso, tornou a ampliar a exigência sobre os depósitos a prazo¹²³⁶ e instituiu um percentual adicional sobre estes últimos (a ser cobrado sempre que os depósitos superassem o patamar

¹²³² Circular nº 2.561, de 20 de abril de 1995.

¹²³³ Com prazo de até 360 dias.

¹²³⁴ Cabe sublinhar que até o final de 1997 as taxas de juros eram expressas ao mês. Por isso, os valores da Selic acumulados em março, abril e maio foram, respectivamente, de 4,26% a.m., 4,26% a.m. e 4,25% a.m.. Os números apresentados no gráfico devem-se à diferença de dias úteis dos meses mencionados (23, 17 e 22, respectivamente) e ao método posteriormente adotado pelo BCB para expressar a taxa anualizada, com base em um ano de 252 dias úteis.

¹²³⁵ A variação mensal do IPCA chegou a 2,43% em abril e alcançaria os 2,67% em maio.

¹²³⁶ Circular nº 2.562, de 20 de abril de 1995. A medida ampliou a alíquota de 27% para 30%, percentual que incidiria exclusivamente sobre os montantes que excedessem R\$ 15 milhões.

considerado conveniente pela autoridade monetária)¹²³⁷. Adicionalmente, a alíquota do IOF incidente sobre todas as operações de crédito ao consumidor foi triplicada, de 6% para 18%.

Porém, duas decisões do governo contribuíram para compensar, ao menos parcialmente, as providências adotadas pela autoridade monetária: (i) a redução do Imposto de Importação sobre muitos dos produtos afetados pela alíquota de 70%; e (ii) o aumento de 42,85% do salário mínimo – de R\$ 70 para R\$ 100. A primeira fora necessária porque o aumento da tributação (março) contrariava as regras da Organização Mundial do Comércio (OMC), expondo o país a uma eventual denúncia ou retaliação. A segunda fora fruto do cumprimento de uma promessa anterior, originada no governo Itamar Franco, mas que tinha imenso potencial inflacionário em meio à conjuntura vigente.

A variação média mensal do IPCA saltou dos 1,42% no primeiro trimestre para 2,45% no segundo. Mesmo assim o CMN decidiu reduzir a pressão sobre o crédito (recolhimentos compulsórios), como um passo «no sentido de diminuir o peso dos compulsórios na estrutura das taxas de juros»¹²³⁸. Tanto a alíquota como a base de incidência da exigência sobre as operações de adiantamento, empréstimo, financiamento e crédito (instituída em outubro de 1994) foram objeto de alteração no fim de maio¹²³⁹, e o BCB tornaria promover novas reduções da alíquota ao longo do ano, até zerá-la em novembro¹²⁴⁰.

As exigências sobre os depósitos a prazo também foram gradualmente afrouxadas. Primeiramente o BCB ampliou a remuneração dos percentuais recolhidos em espécie¹²⁴¹,

¹²³⁷ A porção correspondente aos 30% seria recolhida da seguinte forma: 90% em títulos e 10% em espécie. O percentual adicional seria recolhido sempre em espécie. Em ambos os casos, os recursos recolhidos em espécie seriam remunerados pelo BCB a 90% da variação da taxa Selic.

¹²³⁸ De acordo com o então presidente do BCB, Pêrsio Arida, após a reunião do CMN. Trecho retirado do artigo («CMN reduz o arrocho ao crédito», 1995).

¹²³⁹ Circular nº 2.576, de 31 de maio de 1995. A alíquota foi reduzida de 15% para 12%, e foi estabelecido que caso a base de incidência superasse a do período entre 15 e 19 de maio, prevaleceria esta última.

¹²⁴⁰ Circulares nºs: 2.579, de 7 de junho de 1995 (10%); 2.605, de 17 de agosto de 1995 (8%); 2.619, de 27 de setembro de 1995 (5%); e 2.643, de 29 de novembro de 1995 (0%).

¹²⁴¹ Circulares nºs: (i) 2.570, de 10 de maio de 1995 – ampliou a remuneração do percentual recolhido em espécie para 100% da variação da Selic; (ii) 2.573, de 18 de maio de 1995 – estabeleceu que o percentual adicional passasse a ser remunerado por um «fator de remuneração do recolhimento adicional», definido pelo BCB; e (iii) 2.647, de 20 de dezembro de 1995 – estabeleceu que o percentual recolhido em espécie fosse remunerado com base na TR acrescida de 6% a.a..

em seguida deu início a um processo de redução da alíquota em vigor¹²⁴² e, finalmente, determinou que a exigência só incidisse sobre os valores superiores a R\$ 30 milhões, beneficiando mais uma vez as instituições de menor porte¹²⁴³.

As mudanças sobre os depósitos à vista ocorreram nos meses de julho e de agosto, e seguiram o mesmo roteiro. Inicialmente a alíquota foi reduzida¹²⁴⁴ e, cerca de um mês mais tarde, tanto o percentual mínimo a ser mantido na conta Reservas Bancárias foi diminuído¹²⁴⁵, como a autoridade monetária determinou que a exigência só incidisse sobre os valores superiores a R\$ 2 milhões¹²⁴⁶.

Enquanto isso, e em função dos maus resultados na balança comercial, ao final de maio o BCB tornara a deslocar para cima a banda cambial¹²⁴⁷, medida que contribuiria para uma melhora temporária dos resultados do comércio exterior (entre julho e outubro).

Superada a fase aguda da crise mexicana, os ingressos de recursos estrangeiros voltaram a aumentar. Além da remuneração permanecer elevada no mercado doméstico¹²⁴⁸, pesavam a ampla oferta de liquidez no exterior e as medidas recém-adotadas pelo governo brasileiro. A expansão foi bem-vinda em um primeiro momento, mas a partir de julho passou a ser considerada excessiva, obrigando o BCB a adquirir grandes quantidades de dólares (para sustentar a cotação do real) e a colocar um volume crescente de títulos públicos (para «enxugar» o excesso de liquidez), o que ampliava endividamento interno – de custo elevado¹²⁴⁹.

¹²⁴² Circulares nºs: (i) 2.580, de 7 de junho de 1995 - eliminou o percentual adicional, restaurando a alíquota de 30%; e (ii) 2.604, de 17 de agosto de 1995 - reduziu a alíquota para 20%, dos quais seriam recolhidos 85% em títulos públicos e 15% em espécie.

¹²⁴³ Circular nº 2.612, de 4 de setembro de 1995. Ampliou o valor mínimo da média de depósitos a sobre o qual a alíquota incidiria sobre o excedente (de R\$ 15 milhões para R\$ 30 milhões).

¹²⁴⁴ Circular nº 2.593, de 20 de julho de 1995. A alíquota foi reduzida para 83%.

¹²⁴⁵ Circular nº 2.602, de 14 de agosto de 1995. O percentual foi reduzido de 70% para 60%.

¹²⁴⁶ Circular nº 2.603, de 17 de agosto de 1995.

¹²⁴⁷ Com a mudança o dólar dos EUA deixou de ser negociado na faixa entre R\$ 0,88 e R\$ 0,93 para passar a operar entre R\$ 0,91 e R\$ 0,99.

¹²⁴⁸ A taxa Selic manteve-se acima dos 4% a.a. ao longo do segundo trimestre. Ela recuaria progressivamente a partir de julho (4,02% a.m.) e encerraria dezembro em 2,78% a.m.

¹²⁴⁹ De acordo com dados do BCB divulgados em («Reservas Internacionais cresceram US\$ 6 bilhões», 1995), somente em agosto de 1995 as colocações líquidas de títulos realizadas pela autoridade monetária atingiram R\$ 7,5 bilhões (aproximadamente US\$ 8 bilhões, considerado o dólar médio do mês).

De forma a conter os excessos, o governo adotou quatro medidas na primeira quinzena de agosto: (i) ampliou a alíquota do IOF incidente sobre os investimentos externos em renda fixa¹²⁵⁰; (ii) impôs a cobrança do IOF sobre os depósitos em contas de não residentes¹²⁵¹; (iii) proibiu a utilização de recursos estrangeiros em operações com opções nas Bolsas de Valores; e (iv) impôs a cobrança do IOF sobre as captações no exterior mediante o lançamento de títulos¹²⁵². Além de restringir os ingressos, as medidas buscavam coibir as aplicações de curto prazo. O aumento da tributação exigia que o investimento permanecesse por mais tempo (para compensar o acréscimo do imposto). Já a proibição da operação com opções buscava impedir o uso dos derivativos como meio de sintetizar operações de renda fixa¹²⁵³ (normalmente de curto prazo).

O volume de recursos ingressados combinado com as compras do BCB elevou as reservas internacionais para US\$ 47,7 bilhões em agosto, tendo o ritmo das entradas arrefecido em setembro. As reservas encerrariam o ano em US\$ 51,8 bilhões

Ao final de julho e com a inflação ainda elevada, o BCB buscou incentivar a elevação dos prazos das aplicações financeiras, instituindo, entre outros, mudanças no sistema de recolhimentos compulsórios dos fundos de investimento. A alíquota da exigência passou a depender do intervalo de atualização do valor das quotas (para fins de resgate com rendimento)¹²⁵⁴.

Porém, e logo em seguida, a autoridade monetária deu início a um processo de afrouxamento de algumas das restrições ao consumo. No início de agosto, o prazo máximo de financiamento dos carros de passeio foi ampliado (de três para seis meses)¹²⁵⁵ e a contemplação por lance nos consórcios de veículos voltou a ser permitida¹²⁵⁶. Dois meses mais tarde, já com a inflação em um patamar mais reduzido,

¹²⁵⁰ De 5% para 7%.

¹²⁵¹ À alíquota de 7%.

¹²⁵² À alíquota de 5%.

¹²⁵³ O que era possível ser feito, por exemplo, por meio da combinação da compra de ações combinada com o lançamento de opções de compra em quantidade equivalente.

¹²⁵⁴ Resolução nº 2.183 e Circulares nºs 2.594, 2.595 e 2.596, todos de 21 de julho de 1995 e, posteriormente, Circular nº 2.611, de 31 de agosto de 1995.

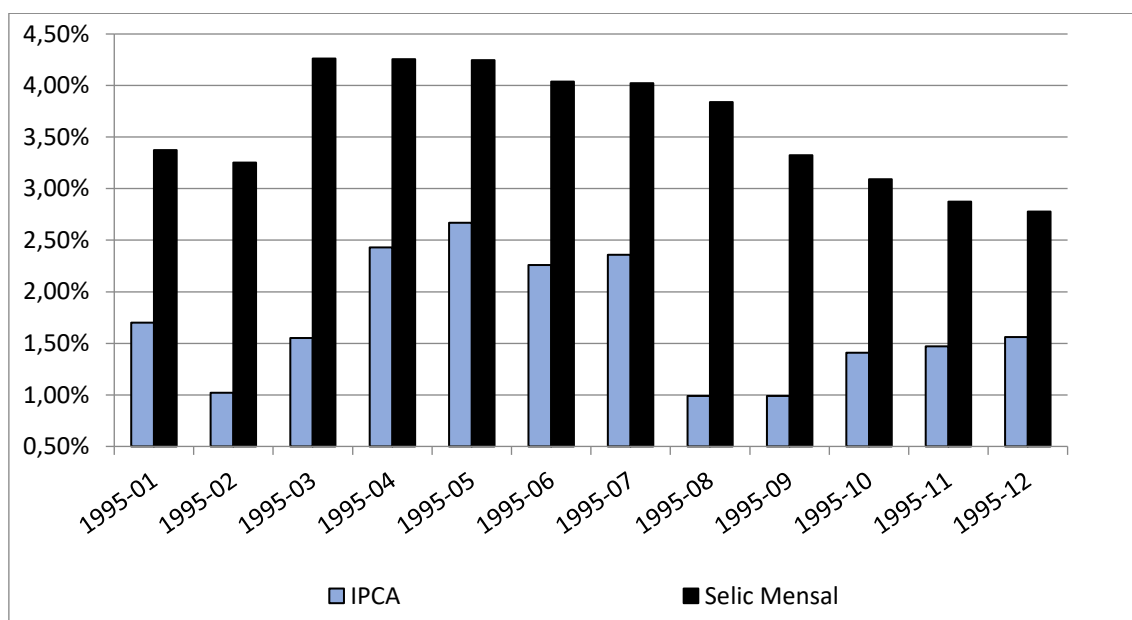
¹²⁵⁵ Circular nº 2.599, de 3 de agosto de 1995.

¹²⁵⁶ Circular nº 2.600, de 3 de agosto de 1995.

os prazos mínimo e máximo dos consórcios de veículos tornaram a ser elevados¹²⁵⁷, para 50 e 60 meses, respectivamente.

Apesar da superação de seu primeiro choque externo, o Plano Real necessitava lidar com um novo obstáculo: a vulnerabilidade do sistema financeiro. O fim da receita inflacionária e o aperto monetário (imposto pelo BCB) haviam exposto as fragilidades de diversas instituições e criado o risco de uma crise mais ampla, exigindo a atenção do governo. Entre julho de 1994 e novembro de 1995 a autoridade monetária fora obrigada a colocar sob intervenção/liquidação vinte e duas instituições distintas, entre elas alguns dos maiores bancos do país¹²⁵⁸

Figura 34 - Evolução da inflação medida pelo IPCA e da taxa Selic mensal



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil.

A preocupação com esse cenário motivou o lançamento do Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (Proer)¹²⁵⁹ e a instituição do Fundo Garantidor de Créditos (FGC)¹²⁶⁰, ambos em novembro. O Proer tinha por objetivo favorecer as operações de fusão e aquisição de instituições

¹²⁵⁷ Circular nº 2.627, de 5 de outubro de 1995.

¹²⁵⁸ Como o Banco Nacional (6º maior banco do país) e o Banco Econômico.

¹²⁵⁹ Medida Provisória nº 1.179 e Resolução nº 2.208, ambas de 3 de novembro de 1995, e Medida Provisória nº 1.182, de 17 de novembro de 1995

¹²⁶⁰ Resolução nº 2.211, de 16 de novembro de 1995.

financeiras em dificuldades, por meio de benefícios fiscais e de linhas de crédito subsidiado. Já a finalidade do FGC era garantir¹²⁶¹, até um determinado patamar, os créditos contra instituições financeiras e associações de poupança e empréstimo, nos casos de intervenção, liquidação extrajudicial, falência, ou quando o BCB reconhecesse o estado de insolvência das mesmas.

Todos os bancos que apresentaram problemas foram enquadrados no Proer, um programa de socorro às instituições financeiras privadas casado com operações de venda do controle. O BC adiantava os recursos para cobrir a diferença entre o passivo e os ativos aproveitáveis e estes eram então transferidos aos novos proprietários. Isso teve um custo expressivo para o Tesouro Nacional, mas evitou uma crise sistêmica no setor bancário brasileiro.

In (PRADO, 2020), p. 7434.

No âmbito fiscal, o governo obteve duas vitórias importantes no quarto trimestre do ano. A primeira foi a aprovação no Senado da Contribuição Provisória sobre Movimentações Financeiras (CPMF)¹²⁶². O tributo ainda necessitaria passar pela Câmara dos Deputados¹²⁶³ e acabaria por substituir o IPMF, que deixara de ser recolhido em 1º de janeiro de 1995. A segunda foi a prorrogação, pela Câmara dos Deputados e até junho de 1997, do Fundo Social de Emergência (FSE), que passou a ser denominado Fundo de Estabilização Fiscal (FEF). Tal como a CPMF, o FEF ainda necessitaria ser votado pela outra casa legislativa, o que só ocorreu em 1996.

A despeito do «Efeito Tequila», das medidas restritivas e da incipiente crise bancária, o primeiro ano do novo governo Fernando Henrique conseguiu que o produto crescesse 4,22%, com resultados satisfatórios tanto no setor agropecuário (5,74%) quanto no industrial (4,72%). Além disso, e apesar da inflação ter aumentado entre abril e julho, a expansão dos preços tornou a ser controlada e o IPCA encerrou 1995 a registrar uma variação anual de 22,41%. Por fim, o BCB também tivera sucesso no controle da cotação

¹²⁶¹ A Resolução que deu origem ao FGC estabeleceu que o custeio da garantia a ser prestada seria realizado com recursos provenientes de contribuições ordinárias das instituições participantes e de taxas de serviço decorrentes da emissão de cheques sem fundos, entre outros.

¹²⁶² A cobrança da CPMF se daria nos mesmos moldes da do IPMF, com a alíquota de 0,25%.

¹²⁶³ A aprovação na Câmara ocorreu em julho de 1996.

do dólar dos EUA, que encerraria o período a R\$ 0,9725/US\$ 1, em linha com a banda estabelecida em maio.

7.2.3. 1996

É verdade que nem todos os indicadores de 1995 haviam sido favoráveis. A balança comercial encerrara o ano negativa em cerca de US\$ 3,47 bilhões, contribuindo para um déficit em transações correntes superior a US\$ 18,3 bilhões. Além disso, um dos principais pilares do Plano apresentara fraturas: o equilíbrio fiscal. Ao contrário do bom resultado obtido no lançamento do real (-1,57% do PIB), a NFSP¹²⁶⁴ em 1995 atingira seu maior patamar desde o fim do governo Sarney, alcançando os 5% do PIB.

A situação exigiu a atenção do governo, que convocou o Congresso para apreciar e votar uma série de projetos prioritários. Entre estes, destacavam-se: (i) o Fundo de Estabilização Fiscal – que ainda necessitava ser aprovado pelo Senado; (ii) a CPMF – que precisava passar por uma comissão especial da Câmara dos Deputados e por duas aprovações no plenário; (iii) a Reforma da Previdência; (iv) a Reforma Administrativa; e (v) a Reforma Tributária.

Enquanto isso, o BCB manteve intactas as políticas praticadas, promovendo a apreciação gradual do dólar dos EUA e buscando reduzir a taxa de juros. Por um lado, era importante melhorar os resultados da balança comercial, por outro, era preciso manter as condições de atração do capital estrangeiro – sem perder de vista a necessidade de reduzir o impacto do custo do dinheiro nas contas do governo e na dinâmica da economia.

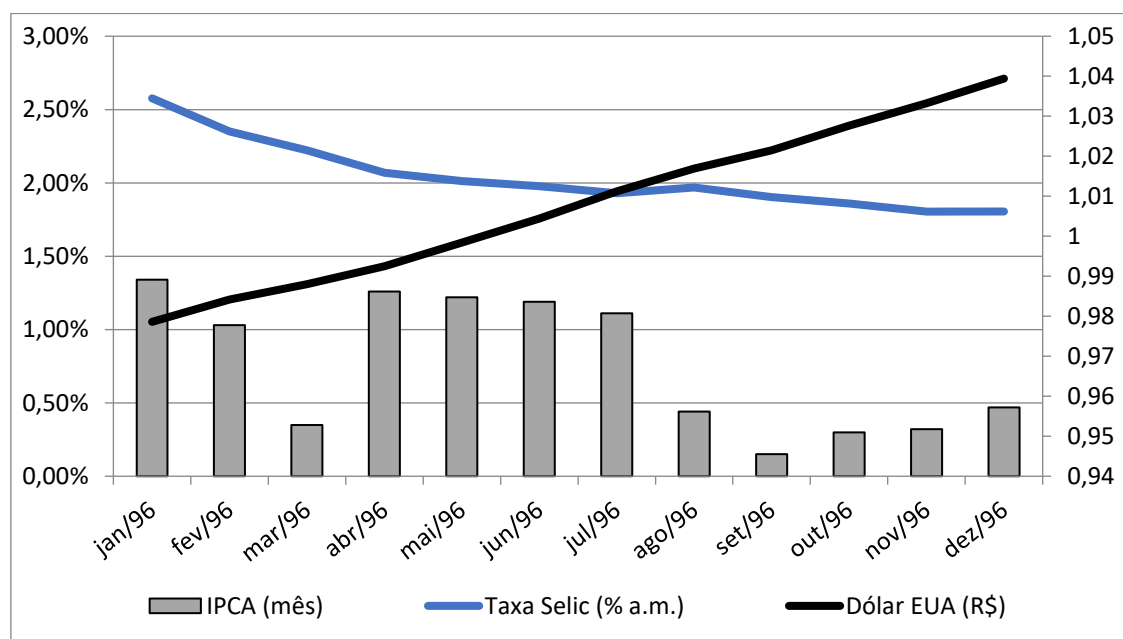
Cabe registrar que a manutenção do regime de bandas cambiais (com a fixação periódica e ascendente de intrabandas) exigiu que o CMN pusesse fim à limitação autoimposta à política cambial: a obrigação do BCB a vender o dólar dos EUA a um valor não superior

¹²⁶⁴ Conceito operacional com correção cambial.

a R\$ 1,00¹²⁶⁵. Isso foi feito em janeiro¹²⁶⁶, juntamente com a fixação de uma nova banda para a divisa norte-americana¹²⁶⁷.

Todavia, os recursos estrangeiros voltaram a ingressar em grandes vagas no início do ano, obrigando as autoridades monetárias a intervirem. Parte importante fora direcionada à aplicação em fundos de privatização¹²⁶⁸ ou às aplicações em portfólio (carteiras de com diversas aplicações, especialmente em ações).

Figura 35 - Evolução do Câmbio, da taxa Selic e do IPCA



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil.

As principais medidas de contenção anunciadas pelo CMN foram: (i) a imposição de uma alíquota de 5% do IOF sobre os recursos externos aplicados em fundos de privatização; (ii) a proibição da compra de moedas de privatização por meio do chamado «Anexo IV»¹²⁶⁹; (iii) a ampliação do prazo médio mínimo de amortização, de dois para três anos,

¹²⁶⁵ A Resolução nº 2.110, de 20 de setembro de 1994, revogara a Resolução nº 2.087, de 30 de junho de 1994, autorizando o BCB a vender a moeda dos EUA a menos de R\$ 1.

¹²⁶⁶ Resolução nº 2.234, de 30 de janeiro de 1996.

¹²⁶⁷ O Comunicado nº 4.987, de 30 de janeiro de 1996, fixou a banda cambial entre R\$ 0,97 e R\$ 1,06.

¹²⁶⁸ As chamadas «moedas de privatização» ou «moedas podres» eram títulos emitidos pelo governo no passado que não tinham valor de mercado, mas que poderiam ser usados na compra de empresas do Estado. Os «fundos de privatização» investiam nessas «moedas».

¹²⁶⁹ Resolução nº 2.246, de 8 de fevereiro de 1996. O Anexo IV (à Resolução nº 1.289, de 20 de março de 1987) fora criado pela Resolução nº 1.832, de 31 de maio de 1991, e disciplinava a constituição e a administração das carteiras de valores mobiliários mantidas no país por investidores institucionais (fundos

dos empréstimos tomados por empresas brasileiras¹²⁷⁰; (iv) a proibição da aplicação dos recursos captados no exterior em títulos atualizados pelo câmbio emitidos pelo Tesouro¹²⁷¹; e (v) a autorização para que os investidores estrangeiros aplicassem em fundos imobiliários¹²⁷² (porém, caso estes fundos permanecessem por um período de seis meses sem realizar investimentos, os recursos estariam sujeitos à alíquota de 10% do IOF).

De volta à oferta de crédito, o afrouxamento das restrições não se limitou à (lenta) redução das taxas de juros. Entre o fim de abril e o início de maio, as autoridades monetárias (i) puseram fim aos limites de prazo impostos às operações de adiantamento, empréstimo e financiamento praticadas pelas instituições financeiras¹²⁷³, (ii) autorizaram a celebração de contratos de leasing cujos objetos fossem automóveis, camionetas e veículos utilitários¹²⁷⁴, (iii) aprovaram a redução do IOF incidente sobre os financiamentos bancários às pessoas físicas¹²⁷⁵; e (iv) liberaram os prazos de financiamento das aquisições feitas com cartões de crédito¹²⁷⁶, preservando por algumas semanas a exigência do pagamento mínimo de 50% do valor da compra na primeira fatura (extinta no mês seguinte¹²⁷⁷).

No início de junho foram adotadas mais medidas para relaxar a contenção do crédito, entre elas: (i) a autorização para que os bancos retomassem os financiamentos às

de pensão, carteiras próprias de instituições financeiras, companhias seguradoras e fundos mútuos de investimento constituídos no exterior).

¹²⁷⁰ Circular nº 2.661, de 8 de fevereiro de 1996.

¹²⁷¹ Circular nº 2.660, de 8 de fevereiro de 1996. Até a publicação desta circular, as instituições estavam autorizadas a manter aplicados em NTN-D (Notas do Tesouro Nacional, série D, título cujo valor nominal era atualizado de acordo com a variação do dólar dos EUA), enquanto não repassavam os valores, os recursos captados no exterior destinados à produção de empréstimos domésticos (ver Resolução nº 63, de 21 de agosto de 1967). A medida teve por objetivo elevar o risco dessas captações, visando desestimulá-las.

¹²⁷² Resolução nº 2.248 e Circular nº 2.663, ambas de 8 de fevereiro de 1996.

¹²⁷³ Resolução nº 2.276, de 30 de abril de 1996. A Resolução nº 2.118, de 19 de outubro de 1994, limitara o prazo das operações a três meses. Contudo, este limite fora ampliado para seis meses em 29 de novembro de 1995, por meio da Circular nº 2.642.

¹²⁷⁴ Resolução nº 2.276, de 30 de abril de 1996.

¹²⁷⁵ A alíquota do IOF dessas operações, que em abril de 1995 fora fixada em 18%, já havia sido reduzida duas vezes naquele ano: (i) para 15%, em 31 de agosto; e (ii) para 12%, em 20 de dezembro. A nova medida reduziu esta alíquota para 6%.

¹²⁷⁶ Circular nº 2.683, de 9 de maio de 1996. A Resolução nº 2.216, de 29 de novembro de 1995, fixara o prazo máximo de três meses para o financiamento das faturas de cartão de crédito.

¹²⁷⁷ Circular nº 2.690, de 19 de junho de 1996.

empresas por meio da aquisição de *commercial papers*¹²⁷⁸, suspensa desde abril de 1995¹²⁷⁹; e (ii) a ampliação do percentual das reservas técnicas dos fundos de pensão que poderia ser emprestado aos segurados¹²⁸⁰.

Em linha com essa política, o BCB voltou a promover mudanças nos recolhimentos compulsórios.

Em abril, foi fixado um cronograma para a redução da remuneração dos recursos recolhidos em espécie na exigência sobre os depósitos a prazo¹²⁸¹. Com ele, o rendimento dos montantes (correspondente a 3% dos depósitos) passou a recuar progressivamente, de TR +6% a.a. até 0%, em um intervalo de dois meses.

Ao final de junho, novas mudanças atingiram os depósitos à vista e a prazo, tendo por objetivo facilitar a concessão de empréstimos. No tocante aos primeiros, o BCB determinou a redução gradual da exigência¹²⁸². Já em relação aos segundos, foi instituída uma opção alternativa para o cálculo do valor a ser deduzido do montante a recolher¹²⁸³.

Por fim, e já no início de agosto, o BCB tornou a alterar a composição da exigência sobre os depósitos a prazo. A nova regra¹²⁸⁴ determinou a substituição gradual dos títulos públicos pelos recursos em espécie¹²⁸⁵ até que toda a exigência fosse satisfeita por esses últimos. Adicionalmente, a mudança estabeleceu o retorno faseado da remuneração dos valores recolhidos (em espécie) – que passariam a ser remunerados pela Taxa Básica do Banco Central (TBC).

(...) em meados de 1996, uma ideia surgida no âmbito do BCB, e da qual resultou uma mera circular – portanto, uma decisão de sua diretoria – veio revolucionar a prática da

¹²⁷⁸ Resolução nº 2.282, de 5 de junho de 1996.

¹²⁷⁹ Resolução nº 2.156, de 27 de abril de 1995. As operações com os *commercial papers* haviam sido suspensas porque enquanto o governo procurava restringir o crédito o montante de negócios com os instrumentos disparara. Segundo o diretor de Normas do BCB, em matéria do Jornal do Brasil («Bancos têm novos créditos para empresas», 1996), o volume de empréstimos com *commercial papers* aumentara de R\$ 80 milhões para R\$ 700 milhões entre fevereiro e abril daquele ano.

¹²⁸⁰ Circular nº 2.689, de 5 de junho de 1996. Aumentou de 3,5% das reservas técnicas para 7%.

¹²⁸¹ Circular nº 2.680, de 12 de abril de 1996.

¹²⁸² Circular nº 2.700, de 28 de junho de 1996. De 83% para 75%. O percentual da exigência recuaria 1% ao mês entre agosto e dezembro, recuando mais 3% em janeiro de 1997.

¹²⁸³ Ver Circular nº 2.699, de 28 de junho de 1996.

¹²⁸⁴ Circular nº 2.709, de 7 de agosto de 1996.

¹²⁸⁵ Que se daria entre outubro de 1996 e fevereiro de 1997.

política monetária nos anos posteriores: a criação do Copom, por meio da circular 2.698/96, de 20 de junho.

Até aquele momento, a taxa de juros era “fixada” indiretamente na mesa de operações de mercado aberto através das intervenções no mercado monetário determinadas pelo diretor da área. (...) Com a criação do Copom, integrado pelos diretores do BCB, o país adotou a prática de inúmeros outros países, em que se definiam as diretrizes da política monetária e as taxas de juros de forma colegiada, elevando o foro e a visibilidade da decisão. Logo em seguida os debates, atas e decisões do Copom passaram a comandar muito mais interesse do que os eventos no âmbito do CMN e da Comoc, com isso levando o BCB e suas rotinas a um patamar jamais alcançado de transparência e interesse.

In (FRANCO, 2017), p. 754-755.

As regras da assistência financeira de liquidez também voltaram a ser alteradas a partir de junho. A primeira grande mudança¹²⁸⁶ estabeleceu: (i) o encerramento da Linha de Crédito de Liquidez, instituída em 1994 para auxiliar os bancos a se ajustarem ao ambiente de inflação baixa¹²⁸⁷; (ii) a alteração da taxa de referência da facilidade, até então a Selic, passando a ser adotada a nova TBC; e (iii) que o custo da assistência passasse a depender do tipo da garantia e da frequência de utilização da linha¹²⁸⁸. A TBC seria fixada em reuniões mensais ordinárias (ou excepcionais) de um comitê formado pelo presidente, pelos diretores e por chefes de quatro departamentos do BCB - o Comitê de Política Monetária (Copom)¹²⁸⁹.

A segunda grande mudança ocorreu em agosto, com (i) a ampliação do valor base oferecido às instituições financeiras¹²⁹⁰ e (ii) a introdução da Taxa de Assistência do Banco Central (TBAN) – juntamente com a alteração do regulamento anexo à circular

¹²⁸⁶ Resolução nº 2.288, de 20 de junho de 1996.

¹²⁸⁷ Instituída pela Resolução nº 2.098, de 27 de julho de 1994.

¹²⁸⁸ As operações até o valor base (média móvel de doze meses das exigibilidades de recolhimento compulsório sobre recursos à vista) garantidas por títulos públicos federais passaram a ter como custo a TBC. As demais passaram a ter por custo a TBC acrescida de 4%, 6%, 8%, 9% ou 10% a.a., a depender da frequência e da garantia oferecida.

¹²⁸⁹ Circular nº 2.698, de 20 de junho de 1996.

¹²⁹⁰ Resolução nº 2.308 e Circular nº 2.712, ambas de 28 de agosto de 1996. O novo valor base passou a corresponder à soma da média móvel (12 meses) das exigibilidades sobre os depósitos à vista com 30% da média referente aos depósitos a prazo.

que criara o Copom e a TBC¹²⁹¹. A nova taxa, a ser também fixada mensalmente pelo Copom, teria um caráter punitivo, quando comparada à TBC, sendo utilizada como piso na formação do custo das operações cujos montantes superassem o valor base¹²⁹².

(...) caberia ao Copom fixar a TBC, taxa definida como um “piso” de taxas de juros no ambiente Selic (de trocas de reservas bancárias lastreadas por títulos do Tesouro), portanto um ponto de intervenção da autoridade monetária (para tomar dinheiro) quando havia excesso de liquidez, e a taxa Selic tendia a cair. Caberia também ao Copom fixar a TBAN, definida como “teto” de taxas de juros, também um ponto de intervenção para o BCB, porém, para emprestar dinheiro, com colateral em papéis públicos, quando a taxa Selic tendia a crescer em contexto de pouca liquidez.

In (FRANCO, 2017), p. 755-756.

No âmbito fiscal, o governo obteve duas vitórias importantes: as aprovações das emendas constitucionais do FEF, no início de março, e da CPMF, em julho. O tributo acabou por ser regulamentado em outubro, permitindo que a cobrança fosse iniciada em 1997. Contudo, as reformas não prosperaram, ficando a Administrativa estagnada na Câmara dos Deputados e a da Previdência (bastante desfigurada), parada no Senado.

A reforma tributária também não foi adiante, mas o Executivo conseguiu viabilizar duas mudanças importantes: (i) a da legislação do Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS)¹²⁹³ que, entre outros, desonerou as exportações¹²⁹⁴ e o investimento¹²⁹⁵; e (ii) a instituição do Sistema Integrado de Pagamento de Impostos e Contribuições das Microempresas e Empresas de Pequeno Porte (Simples)¹²⁹⁶, que permitiu às empresas contempladas quitar suas obrigações tributárias¹²⁹⁷ com a Receita

¹²⁹¹ Circular nº 2.711, de 28 de agosto de 1996

¹²⁹² Com a mudança, apenas as operações dentro do limite e garantidas por títulos públicos federais permaneceram tendo por custo a TBC. As demais operações garantidas por esses títulos passaram a ter por custo a TBAN, e aquelas garantidas por outros instrumentos teriam seus custos fixados em TBAN acrescida de uma taxa entre 2% e 8% a.a., de acordo com a frequência e a garantia.

¹²⁹³ Lei Complementar nº 87, de 13 de setembro de 1996.

¹²⁹⁴ Produtos primários e industriais semielaborados.

¹²⁹⁵ Em função da extensão do direito ao crédito fiscal às aquisições de bens de capital.

¹²⁹⁶ Criado por Medida Provisória, posteriormente convertida na Lei nº 9.317, de 5 de dezembro de 1996.

¹²⁹⁷ Em substituição ao Imposto de Renda das Pessoas Jurídicas (IRPJ), à Contribuição para os Programas de Integração Social e de Formação do Patrimônio do Servidor Público (PIS/PASEP), à Contribuição Social

Federal e com a Previdência Social mediante o recolhimento de um pequeno percentual de seu faturamento.

Ao final do ano a economia arrefecera (registrando uma expansão de 2,21%), o desequilíbrio fiscal recuara ante o resultado de 1995 (tendo as NFSP¹²⁹⁸ recuado para 3,4% do PIB), e a inflação anual restringira-se a um único dígito pela primeira vez na série histórica: 9,56% (IPCA). Além disso, o BCB fora capaz de sustentar uma desvalorização paulatina do real (preservando-o dentro da banda).

Entretanto, a situação do comércio exterior voltara a agravar. O resultado anual da balança comercial ficara deficitário em US\$ 5,6 bilhões, contribuído para um aprofundamento do resultado das transações correntes (US\$ -23,5 bilhões).

7.2.4. 1997

Embora a balança comercial tenha registrado números bastante negativos em 1996, o volume de ingressos de capitais mais que financiou o resultado, permitindo que o ministro da Fazenda defendesse a política vigente e declarasse sua aposta na recuperação das exportações e na manutenção dos fluxos de investimento para o país.

“O jogo mudou”, disse em tom firme. “Enquanto eu estiver como ministro – e a data de saída é 1998 – a política econômica não muda”.

Declarações do ministro Pedro Malan, transcritas pelo Jornal do Commercio¹²⁹⁹.

O regime de bandas cambiais manteve-se intacto, com as ações do BCB a perseguir um equilíbrio entre a manutenção de condições atraentes para o capital estrangeiro e a melhora do comércio exterior (embora com o primeiro prato da balança a permanecer mais pesado). Assim, em meados de fevereiro, o Banco Central tornou a deslocar para cima o intervalo de flutuação do dólar dos EUA, fixando-o entre R\$ 1,05 e R\$ 1,14¹³⁰⁰.

sobre o Lucro Líquido (CSLL), à Contribuição para Financiamento da Seguridade Social (COFINS), ao Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) e outras Contribuições para a Seguridade Social.

¹²⁹⁸ Conceito operacional, com desvalorização cambial.

¹²⁹⁹ Fala obtida em («Déficit de US\$ 5,5 bi não afetará o câmbio», 1997).

¹³⁰⁰ Comunicado nº 5.505, de 18 de fevereiro de 1997.

A política de redução gradual das taxas de juros também foi preservada ao longo do primeiro trimestre, mas acabou por ser interrompida na reunião de abril do Copom – após o FOMC¹³⁰¹ elevar a meta para os *Fed Funds*¹³⁰² (EUA). A retomada do processo acabaria por não ocorrer em 1997, uma vez que a tentativa do Comitê de levá-la adiante seria «atropelada», em outubro, pelo agravamento da crise asiática.

No âmbito fiscal, as ações do governo concentraram-se em duas frentes: (i) a redução da participação do Estado na economia; e (ii) a criação de condições para conter a deterioração das contas públicas. A primeira teve como principais resultados a venda da Companhia Vale do Rio Doce (maior mineradora do país), a licitação das áreas de concessão de telefonia móvel, e a instituição do Programa de Incentivo à Redução do Setor Público na Atividade Bancária (Proes)¹³⁰³. A segunda concentrou-se no corte dos gastos públicos e nos esforços, ante o Congresso, pelo aumento dos prazos do FEF e da CPMF, e pela reforma administrativa.

O Proes era um programa semelhante ao Proer, porém direcionado aos bancos estaduais. Compreendia linhas especiais de assistência financeira às instituições aderentes e tinha por objetivo prepará-las para uma posterior troca de controle (privatização) ou mudança de atividade. Para acessá-lo, o banco necessitava estar «em processo de privatização ou de transformação em instituição não financeira, inclusive agência de fomento» ou assumir «direitos e/ou obrigações de instituição enquadrada» na situação anterior¹³⁰⁴.

Com a inflação relativamente sob controle, as atenções voltaram-se, principalmente, para os resultados das contas externas e para o custo interno do dinheiro.

Buscando desestimular as importações de produtos e evitar que as empresas do setor se beneficiassem das políticas cambial e monetária em vigor, o governo decidiu interferir

¹³⁰¹ *Federal Open Market Committee*, comitê do Federal Reserve (banco central dos EUA) responsável pela fixação da(s) taxa(s) básica(s) de juros que balizam as operações de mercado aberto no país.

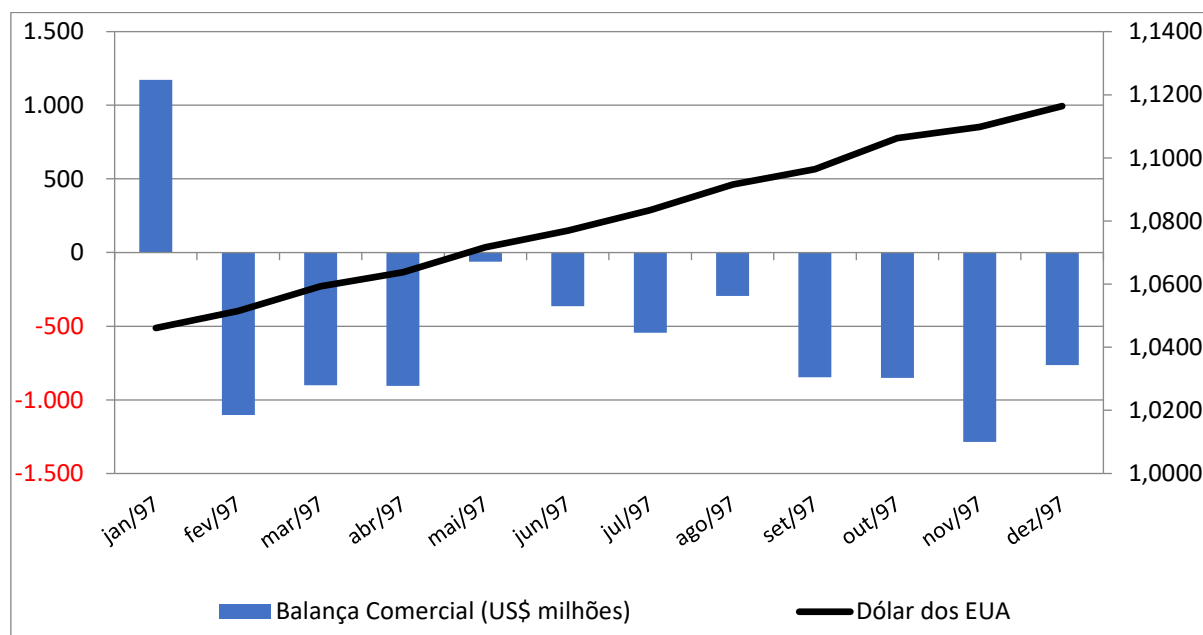
¹³⁰² Taxa de juros que baliza as operações no mercado aberto dos EUA. Após ser elevada para 6% a.a. em fevereiro de 1995, a taxa básica dos EUA foi gradualmente reduzida até atingir os 5,25% a.a., em 31 de janeiro de 1996. Ela permaneceria nesse patamar até 24 de março de 1997, quando o FOMC elevou-a para 5,50% a.a..

¹³⁰³ Resolução nº 2.365 e Circulares nºs 2.742, 2.743 e 2.744, todas de 28 de fevereiro de 1997.

¹³⁰⁴ Trechos retirados da Circular nº 2.742, de 28 de fevereiro de 1997.

nos prazos de pagamento das encomendas. Na prática, os importadores beneficiavam-se da ampla diferença entre as taxas de juros internas e o custo do financiamento externo à importação¹³⁰⁵, aplicando os recursos a serem despendidos no mercado doméstico e obtendo, ao final do prazo, um rendimento superior ao custo da captação (o que tornava as compras no estrangeiro ainda mais atraentes).

Figura 36 - Resultados mensais da balança comercial¹³⁰⁶ e cotação do dólar dos EUA



Fonte: Sistema Gerenciador de Séries do Banco Central

Em março, o governo determinou que as importações financiadas no exterior com prazo de pagamento de até 360 dias estariam sujeitas a uma nova regra de contratação do câmbio. A aquelas sujeitas a um prazo de até 180 dias foi imposta a contratação do câmbio no momento do desembarque da mercadoria. Ou seja, a despeito dos recursos só serem enviados ao estrangeiro no vencimento do empréstimo, o importador, na prática, pagaria «à vista» pela encomenda. No caso dos financiamentos com prazos entre 180 e 360 dias foi adotada uma solução intermediária. A contratação do câmbio

¹³⁰⁵ Sendo importante sublinhar a importância da previsibilidade da política de bandas, que tornava o risco cambial das operações muito baixo.

¹³⁰⁶ O resultado de janeiro da balança comercial acabou por ser artificialmente inflado por fatores como a antecipação das importações, em dezembro de 1996, e, principalmente, pela entrada em operação do Sistema de Comércio Exterior (Siscomex). Criado para facilitar o registro e o desembaraço de mercadorias que chegavam ao país, o sistema enfrentaria uma série de dificuldades em seu primeiro mês de funcionamento, deixando de registrar uma série de importações que haviam sido realizadas.

foi fixada em N dias após o desembarque, sendo N a diferença em dias entre o prazo do empréstimo e 180.

A medida acabou por ser ampliada em maio, passando a atingir as operações com maturidade superior a 360 dias – caso previssem pagamentos intermediários de prazo não superior a este limite. Com a mudança, cada parcela cujo prazo para o pagamento fosse igual ou inferior a 360 dias passou a estar sujeita às regras fixadas em março¹³⁰⁷.

Medidas adicionais de restrição às importações acabariam por ser impostas, mas nenhuma foi capaz de evitar a ampliação do déficit da balança comercial – que ao final do ano superou os US\$ 6,75 bilhões. Entretanto, e tal como previra Malan, os ingressos de recursos estrangeiros continuaram elevados e mais que compensaram os maus resultados do comércio exterior. A tendência manteve-se por algum tempo mesmo após o início da crise asiática¹³⁰⁸, levando as reservas internacionais do Brasil a superarem os US\$ 63 bilhões ao final de agosto.

As intervenções sobre a demanda doméstica foram menos intensas, tendo o governo procurado flexibilizar as restrições ao crédito e manter o consumo sob controle. Por um lado, o CMN revogou em janeiro a medida que impedia os bancos comerciais de concederem empréstimos garantidos por cheques pré-datados¹³⁰⁹. Por outro, e às vésperas do Dia das Mães, o governo elevou a alíquota do IOF¹³¹⁰ incidente sobre as operações de financiamento de pessoas físicas (como cheque especial, cartão de crédito, compras a prazo, entre outros). Como sublinharia o secretário de Política

¹³⁰⁷ Ou seja, uma importação cujo prazo de financiamento fosse de 450 dias e que previsse pagamentos em 150, 300 e 450 dias necessitaria contratar o câmbio de acordo com o seguinte cronograma: (i) primeira parcela: à vista; (ii) segunda parcela: em 120 dias; e (iii) terceira parcela: em 450 dias.

¹³⁰⁸ A crise na Ásia teve início no dia 2 de julho, na Tailândia. Incapaz de sustentar a política cambial vigente – que atrelava o Baht ao valor de uma cesta de divisas estrangeiras – o governo de Bangkok viu-se obrigado a adotar o regime de livre flutuação da moeda, dando início a um “efeito dominó” que se alastrou a diversas economias da região, como à da Indonésia, à da Coreia do Sul, à da Malásia, à das Filipinas e à do Laos. Os efeitos mais severos dessa crise só vieram a ser sentidos no Brasil a partir de outubro, com impactos expressivos sobre o modelo de sustentação do Real.

¹³⁰⁹ A Resolução nº 2.352, de 23 de janeiro de 1997, revogou a Resolução nº 2.154, de 27 de abril de 1995, que vedou a realização de operações de crédito garantidas por cheques.

¹³¹⁰ De 6% para 15%.

Econômica do Ministério da Fazenda, José Roberto Mendonça de Barros, «o reajuste foi decidido para reequilibrar as fontes de demanda de consumo internas»¹³¹¹.

[Em um documento de 14 de julho de 1997, o mesmo secretário] Argumentou que não fazia mais sentido usar o câmbio para segurar preços, e por fim cravou: “Vamos ser testados pelo mercado depois dos realinhamentos na Ásia”.

O segundo semestre chegou e a crise do sudeste asiático aprofundou-se. O bath, a moeda da Tailândia, flutuou em julho no rastro de um tremendo ataque especulativo. Os olhos do mercado financeiro internacional estavam, naquele segundo semestre de 1997, voltados para aquela parte do mundo.

In (PRADO, 2020), p. 7649.

A relativa tranquilidade do mercado brasileiro só foi abalada ao final de outubro, quando a solidez da âncora cambial foi novamente testada pelo mercado. Dias após o Copom decidir retomar a redução das taxas de juros¹³¹², a sucessão de perdas nos mercados globais (decorrente da crise asiática) provocou um movimento de forte aversão ao risco e de ampla demanda por moeda estrangeira no mercado nacional.

Para conter uma nova fuga de capitais, o BCB injetou um grande volume de dólares no sistema financeiro e promoveu uma elevação acentuada da TBC e da TBAN¹³¹³, conseguindo conter o «teste» e sustentar a política vigente. Entretanto, a intensidade das intervenções teve um impacto importante sobre o governo e a iniciativa privada, contribuindo para um recuo de US\$ 8,24 bilhões nas reservas internacionais, para o aumento da pressão sobre o setor produtivo (custo do dinheiro) e para a deterioração das contas do governo.

Buscando tornar o sistema financeiro menos vulnerável à instabilidade dos mercados e proteger o real contra novos ataques especulativos, o CMN aprovou em novembro um conjunto de medidas para restringir a exposição ao risco dos bancos e dos fundos¹³¹⁴.

¹³¹¹ Ver («Governo aumenta imposto para frear compras a prazo», 1997).

¹³¹² Na verdade o Copom decidiu reduzir apenas a TBAN de novembro, de 1,78% a.m. para 1,76% a.m.. A TBC foi mantida em 1,58% a.m.. Estas taxas nunca chegaram a entrar em vigor.

¹³¹³ A TBC e TBAN (taxas de referência) foram elevadas de 1,58% a.m. e 1,78% a.m., respectivamente, para 3,05% a.m. e 3,23% a.m..

¹³¹⁴ Fundos de Investimento Financeiro (FIF) e Fundos de Renda Fixa.

Com elas, os primeiros ficaram sujeitos a uma elevação da participação do capital próprio¹³¹⁵ em suas operações ativas e ao aumento do percentual do patrimônio líquido¹³¹⁶ na exposição às operações com derivativos¹³¹⁷. Já os segundos foram divididos em três categorias, de acordo com o patamar de exposição do patrimônio líquido (PL) no mercado de derivativos: (i) conservadores – exposição de até uma vez o PL; (ii) moderados – exposição de até três vezes o PL; e (iii) agressivos – exposição superior a três vezes o PL. Os conservadores foram autorizados a comprometer no pagamento de prêmios e em depósitos em margem de garantia até 5% do PL, os moderados até 20% do PL e os agressivos até 50%, ficando as instituições administradoras obrigadas a deixar claro para os seus clientes a categoria na qual se enquadrava o fundo¹³¹⁸.

O Conselho também duplicou os limites atribuídos aos bancos para a manutenção de posições vendidas no mercado de câmbio¹³¹⁹ – medida que permitia amortecer os impactos de ataques especulativos contra o real. Segundo o diretor de Assuntos internacionais do BCB, a decisão contribuía para proteger as reservas internacionais do país, pois ao invés de forçar as instituições a recorrerem ao Banco Central para obter os dólares necessários ao atendimento das necessidades dos clientes, os bancos teriam maior capacidade de buscar os recursos no exterior.

Paralelamente, o aumento do custo da dívida interna motivou o governo a anunciar um novo pacote de medidas (51 no total). As ações pretendiam equilibrar as contas públicas e sinalizar aos investidores estrangeiros que a economia local mantinha-se sólida, e incluíram, entre outros: (i) um aumento médio de 5% dos preços dos combustíveis; e (ii) a elevação de 10% da alíquota do Imposto de Renda das Pessoas Físicas (IRPF) – posteriormente limitada à faixa de maior renda¹³²⁰.

¹³¹⁵ De 10% para 11%.

¹³¹⁶ De 16% para 20%.

¹³¹⁷ Circular nº 2.784, de 27 de novembro de 1997.

¹³¹⁸ Circular nº 2.785, de 27 de novembro de 1997.

¹³¹⁹ Circular nº 2.787, de 27 de novembro de 1997.

¹³²⁰ De 25% para 27,5%.

Também em novembro o Congresso aprovou uma nova Emenda Constitucional, prorrogando o FEF até dezembro de 1999. O alargamento da duração da CPMF e a reforma administrativa também receberam votação favorável na Câmara dos Deputados, mas ficaram pendentes da aprovação do Senado.

Passada a fase aguda da crise, o Copom retomou o processo de redução das taxas de juros (a partir de um patamar mais elevado), sendo os recuos iniciais relativamente modestos. A TBC de dezembro foi fixada em 2,90% a.m. (de 3,05% a.m.) e a de janeiro (já de acordo com a forma de expressão estabelecida em junho¹³²¹) em 38% a.a. (aproximadamente 2,72% a.m.).

Ao final de 1997 a variação anual do IPCA tornou a atingir o menor patamar na série histórica (5,22%) e a economia registrou um crescimento de 3,39%. Paralelamente, o BCB conduziu com sucesso suas estratégias de depreciação gradual do real e de manutenção do dólar dos EUA dentro da banda fixada, tendo a divisa encerrado o ano cotada a R\$ 1,1164. Contudo, as contas públicas continuaram a apresentar problemas. As NFSP¹³²² atingiram os 4,31% do PIB, a DPMFi em poder do mercado¹³²³ saltou de R\$ 93,1 bilhões (1996) para R\$ 190,3 bilhões (1997) e o endividamento externo superou os US\$ 167,7 bilhões (apesar do Brasil acumular reservas de US\$ 52,2 bilhões).

Cabe destacar a vitória pessoal de Fernando Henrique Cardoso no âmbito político: a aprovação da Emenda Constitucional da reeleição¹³²⁴. Com ela, os chefes dos Poderes Executivos das esferas federal, estadual, municipal e distrital passaram a poder reeleger-se por um único período – com a mudança afetando, inclusive, os políticos que naquele momento ocupavam os cargos (como o próprio Fernando Henrique).

¹³²¹ A Circular nº 2.761, de 18 de junho de 1997, alterara a forma de expressão da Selic, da TBC e da TBAN, que passaria a ser ao ano (e não mais ao mês, como até então).

¹³²² Conceito operacional, com desvalorização cambial.

¹³²³ Posição de custódia.

¹³²⁴ A Emenda Constitucional nº 16, de 4 de junho de 1997.

7.2.5. 1998

Com o país a recuperar-se dos efeitos da crise asiática, o presidente assegurou no início do ano a manutenção da política cambial, pontuando que não a alteraria «nem neste nem no próximo mandato»¹³²⁵, caso fosse reeleito. Principal pilar do Plano Real, o regime de bandas seguiria a nortear a política monetária ao longo do novo ano eleitoral – o primeiro sob as regras da reeleição.

Os limites da faixa de flutuação do dólar foram atualizados em janeiro¹³²⁶, mas a política de fixação de intervalos estreitos para as intrabandas acabou por ser suspensa em abril. Em seu lugar, o BCB passou a adotar uma estratégia de alargamento gradual do intervalo de negociação da moeda, ampliando a flutuação do dólar e reduzindo a intensidade das intervenções da autoridade monetária no mercado de câmbio.

No tocante às taxas de juros, o Copom deu sequência à política de afrouxamento monetário. Ao longo dos oito primeiros meses do ano a TBC e a TBAN foram reduzidas gradualmente de 38% a.a. e 43% a.a., respectivamente, para 19% a.a. 25,75% a.a.. Por um lado, pesavam as preocupações com o impacto dos juros sobre o consumo e o investimento. Por outro, pesava o efeito que esses exerciam sobre o endividamento interno e, consequentemente, sobre as despesas do Tesouro Nacional¹³²⁷. A estratégia do Comitê só seria interrompida no início de setembro, em função da crise da Rússia.

A reedição da combinação entre câmbio sobrevalorizado, taxas de juros internas elevadas, e um ambiente internacional de grande liquidez motivou uma nova onda de ingressos de recursos estrangeiros nos primeiros meses do ano – superando em larga escala as expectativas do BCB. Para sustentar o regime de bandas, o Banco Central viu-se obrigado a adquirir um grande volume de divisas, fazendo as reservas internacionais saltarem de US\$ 53,1 bilhões para US\$ 74,6 bilhões entre janeiro e abril.

¹³²⁵ A afirmação de Fernando Henrique Cardoso, feita em Zurique em 28 de janeiro, foi retirada de («Câmbio não muda até 2002», 1998).

¹³²⁶ Comunicado nº 6.002, de 20 de janeiro de 1998. O limite inferior da banda foi elevado de R\$ 1,05 para R\$ 1,12 e o superior foi ampliado de R\$ 1,14 para R\$ 1,22.

¹³²⁷ Cabe registrar que o prazo médio da dívida interna oscilava entre 4 e 5 meses no primeiro semestre de 1998, o que aumentava o impacto das taxas vigentes sobre o custo/rolagem da dívida.

A poupança estrangeira continuava a ser bem-vinda, mas o excesso de ingressos e a concentração de vencimentos traziam problemas para a política econômica. O primeiro era a repetição do roteiro (i) emissão de moeda – para defender a cotação do dólar, (ii) colocação de títulos – para «enxugar» o excesso de liquidez, e (iii) a consequente elevação do endividamento interno – remunerado em grande parte de acordo com as taxas domésticas. O segundo era a pressão adicional (e indesejada) sobre o modelo de sustentação do real, pois a concentração de vencimentos criava pontos de grandes saídas potenciais de recursos – dificultando a condução da política cambial e ampliando a vulnerabilidade das contas do país.

Apesar de praticar uma política de redução das taxas de juros, o BCB optara por um processo cauteloso, deixando de lado a possibilidade de um corte abrupto do custo do dinheiro para conter as entradas de capital. Dessa forma, e ainda no primeiro trimestre, as autoridades monetárias decidiram alterar as regras para as captações de empréstimos e limitaram a aplicação dos recursos no mercado doméstico.

Em fevereiro, o BCB elevou de 12 para 24 meses o prazo médio mínimo de amortização dos empréstimos novos contraídos no estrangeiro, e de 6 para 12 meses o mesmo prazo para a rolagem de títulos antigos¹³²⁸. Em março, o CMN atuou¹³²⁹, para conter o excesso dos fluxos denominados «63 Caipira»¹³³⁰ – destinados ao financiamento de atividades rurais e agroindustriais, mas que acabavam por ser investidos em NTN-D¹³³¹.

Os primeiros rumores de um potencial colapso da Rússia chegaram em maio, enquanto o foco do governo concentrava-se na evolução dos indicadores domésticos. A taxa de desemprego aproximava-se de seu patamar mais alto desde maio de 1984¹³³², setores

¹³²⁸ Circular nº 2.807, de 26 de fevereiro de 1998.

¹³²⁹ Resolução nº 2.483, de 26 de março de 1998.

¹³³⁰ A denominação “63 Caipira” decorria do fato dos recursos entrarem por meio das regras previstas na Resolução nº 63, de 21 de agosto de 1967, e por destinarem-se, em tese, às atividades rurais e agroindustriais.

¹³³¹ A NTN-D é um título emitido pelo Tesouro Nacional cujo valor é atualizado pelo dólar dos EUA. Com a medida, o colegiado reduziu de 100% para 50% a fração dos recursos que poderia ser aplicada em NTN-D enquanto o total ingressado não fosse direcionado à finalidade devida.

¹³³² Em maio de 1998 a taxa de desemprego aberto das regiões metropolitanas atingiu 8,21%, valor pouco inferior ao maior patamar da série histórica iniciada em 1981 (8,28%, em maio de 1984).

chave da indústria (como o automotivo¹³³³) registravam quedas importantes na produção, e a preocupação com o déficit fiscal levaria a agência de avaliação de crédito Moody's a rebaixar a nota dos títulos brasileiros¹³³⁴. Contudo, o governo obtivera uma vitória política importante em março, ao aprovar no Congresso a Reforma Administrativa, e, em poucos meses, realizaria com sucesso o leilão do sistema Telebrás¹³³⁵ – uma das «joias da coroa» da política de privatizações.

Em meio à deterioração dos mercados internacionais, o BCB optou por reduzir o volume de recursos ofertado em sua principal linha de assistência de liquidez¹³³⁶. A medida, classificada como um ajuste operacional e justificada pelo excesso de recursos disponíveis no sistema bancário, foi interpretada (pelo mercado) como uma restrição aos potenciais movimentos especulativos com o câmbio – em decorrência da evolução do cenário externo.

Em 17 de agosto o governo russo anunciou uma série de medidas de emergência que incluíram a desvalorização do rublo, a declaração de default de títulos públicos (GKO – de curto prazo, e OFZ – de maior maturidade) e o estabelecimento de uma moratória de 90 dias do pagamento dos débitos privados aos credores externos. Com isso, a incipiente recuperação da economia global (dos efeitos da crise asiática) foi abalada, a oferta de liquidez se retraiu e o financiamento externo ao Brasil praticamente desapareceu.

Além disso, pontuam (GIAMBIAGI; ALÉM, 2016), «o Brasil passou a ser considerado por muitos “a bola da vez”, isto é, a próxima nação da lista que iria deixar a sua moeda flutuar», pondo fim à segurança cambial oferecida pelo governo ao investidor estrangeiro e expondo este a um risco potencial expressivo de perdas no curto e no médio prazo. Tal cenário motivou uma reversão acentuada dos fluxos observados no

¹³³³ A queda na produção de veículos no primeiro semestre de 1998 (ante o mesmo semestre do ano anterior) atingira 14,69%. O governo adotaria medidas em julho para estimular o setor, como as reduções do IOF (crédito) para pessoa física e da alíquota do IPI incidente sobre veículos automotores (de 7%).

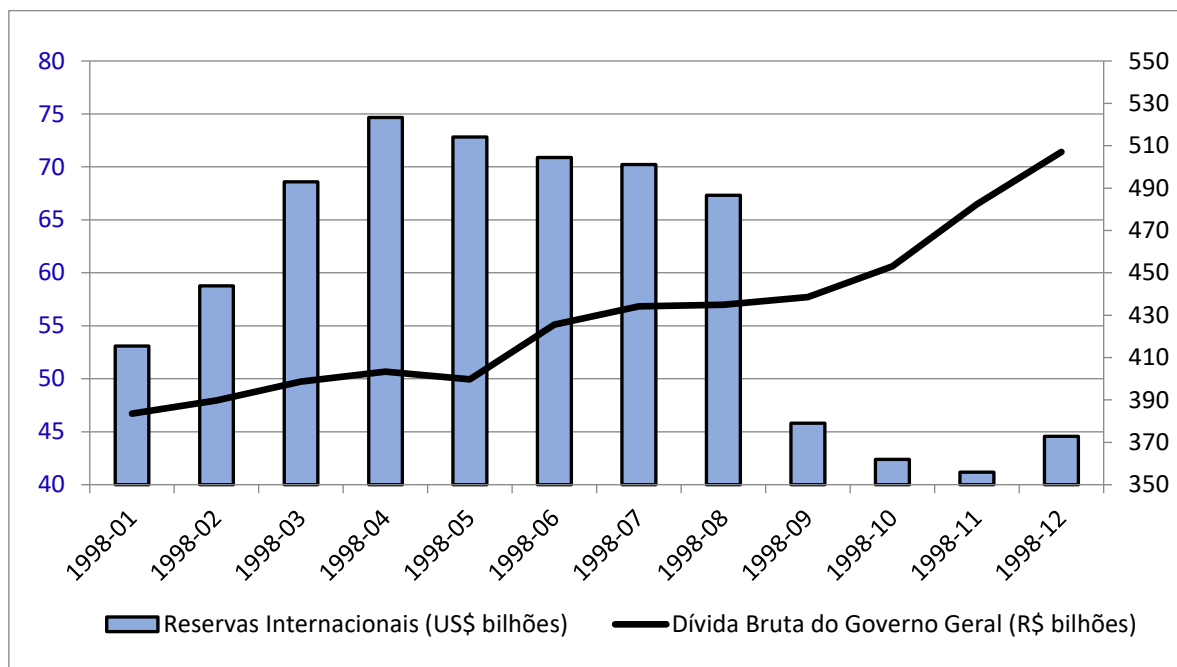
¹³³⁴ No início de junho.

¹³³⁵ O sistema Telebrás foi privatizado em julho, por R\$ 22,067 bilhões.

¹³³⁶ Circular nº 2.830, de 12 de agosto de 1998. A medida reduziu os percentuais da oferta de recursos à cada instituição de 100% da média (12 meses) das exigibilidades sobre recursos à vista, acrescida de 30% da média (12 meses) das exigibilidades sobre depósitos a prazo, para 15% acrescido de outros 15%.

início do ano, dando origem a saídas expressivas de recursos externos e a uma forte redução das reservas internacionais.

Figura 37 - Evolução das reservas internacionais e da dívida bruta do governo geral



Fonte: Sistema Gerenciador de Séries do Banco Central

Diante da magnitude do movimento e do pânico do mercado, o governo adotou uma série de iniciativas para tentar reduzir a saída de capitais. Entre elas: (i) autorizou o ingresso antecipado e com direito à aplicação em renda fixa dos investimentos diretos para fins de privatização ou de concessão de serviços públicos¹³³⁷; (ii) ampliou o percentual autorizado a ser aplicado em títulos cambiais dos ingressos de recursos realizados através da chamada «63 Caipira» – para 100%¹³³⁸; (iii) reduziu (para 12 meses) o prazo médio mínimo para a amortização de recursos novos captados no exterior (6 meses no caso das rolagens)¹³³⁹; (iv) fixou em zero (de 15%) a alíquota do Imposto de Renda incidente sobre os fundos de renda fixa – capital estrangeiro; e (v) isentou temporariamente do Imposto de Renda diversas operações envolvendo os empréstimos estrangeiros.

¹³³⁷ Circular nº 2.832, de 24 de agosto de 1998.

¹³³⁸ Circular nº 2.833, de 24 de agosto de 1998.

¹³³⁹ Circular nº 2.834, de 24 de agosto de 1998.

Adicionalmente, e tal como ocorrera nas crises anteriores, o BCB tornou recorrer à elevação das taxas de juros. Em reunião no início de setembro o Copom ampliou a TBAN e reduziu a TBC¹³⁴⁰, completando a medida (dois dias mais tarde) com a imposição do custo TBAN¹³⁴¹ aos recursos disponibilizados aos bancos¹³⁴². Além de inibir a saída de recursos estrangeiros, o BCB buscava evitar que as instituições viessem a recorrer à linha de assistência financeira (redesconto) para financiar posições ativas em dólares. Porém, em pouco tempo a iniciativa se mostraria demasiado tímida¹³⁴³, obrigando o Comitê a reunir-se para tornar a elevar a TBAN, dessa vez para 49,75% a.a. (o que se deu oito dias após a primeira elevação).

A perda acentuada de reservas motivou o país a negociar com o FMI um pacote emergencial de ajuda, o que contribuiu para a melhora da imagem externa e para a redução da perda de divisas do país. Tal auxílio contaria com o apoio dos EUA, mas seria condicionado à apresentação de um plano com forte conteúdo fiscal – e que só viria a ser anunciado após as eleições.

O governo então iniciou negociações com o FMI para obter um “pacote” emergencial de ajuda externa que contasse com recursos da própria instituição; de outros organismos multilaterais – Banco Mundial e BID –; e dos tesouros das principais potências mundiais, que acabou atingindo o valor de US\$42 bilhões. As duas pièces de résistance do programa eram a manutenção da política cambial – de microdesvalorizações nominais da ordem de 0,6% ao mês, em um contexto virtualmente sem inflação – e um ajuste fiscal destinado a obter um superávit primário do setor público consolidado de 2,60% do PIB

¹³⁴⁰ A TBAN foi elevada para 29,75% a.a. e a TBC reduzida para 19% a.a..

¹³⁴¹ Isso se deu por meio da redução temporária, em 100%, do valor base das operações de assistência financeira, impossibilitando o acesso aos recursos ao custo TBC.

¹³⁴² A imposição do custo TBAN deveria vigorar por um período de 30 dias, mas foi prorrogada pelas Circulares nºs 2.841 e 2.849, de 23 de setembro de 1998 e de 11 de novembro de 1998, respectivamente.

¹³⁴³ "Nos piores dias da crise, em setembro, bancos tomaram emprestados R\$ 10,44 bilhões no Banco Central para comprar dólares e remeter ao exterior. O dado, divulgado pelo BC, mostra que as linhas de socorro forneceram munição para que os bancos colocassem o país mais vulnerável à crise cambial. O dinheiro foi usado para comprar dólares, que, remetidos ao exterior, compravam títulos da dívida externa do próprio Brasil. Os bancos pagavam 19% anuais ao BC, e obtinham ganhos superiores a 30% nos papéis da dívida. Apesar da alta da taxa do BC, de 19% para 29,75%, os bancos continuaram a tomar dinheiro da instituição" («BC financiou remessa de divisas na crise», 1998)

em 1999, complementado por metas primárias de 2,80% e 3% do PIB nos dois anos subsequentes, como parte de um programa trienal para 1999/2001.

In (GIAMBIAGI; ALÉM, 2016), p. 167-168.

O anúncio formal do pacote de ajuda do FMI ao Brasil foi feito somente ao final da primeira quinzena de novembro, já em meio ao arrefecimento dos efeitos da crise. Entre outros, o contexto internacional fora beneficiado pela atuação do Federal Reserve (EUA), que iniciara um processo de redução da meta para os *Fed Funds* ao final de setembro, trazendo-a de 5,5% a.a. para 4,75% a.a. (em meados de novembro) e ampliando a oferta global de liquidez.

Diante do aparente controle da situação, o Copom retomou sua política de redução das taxas de juros e reinstituiu a normalidade no custo das operações de assistência financeira. Em novembro o colegiado reduziu a TBAN. No mês seguinte, além de fazê-lo pela segunda vez, o Comitê ampliou a TBC e reestabeleceu esta última como o custo das operações de assistência financeira¹³⁴⁴.

Ao final do ano, diversos indicadores haviam tornado a se deteriorar. O PIB crescera meros 0,34%, com o setor industrial a amargar uma retração de 2,09%, a NFSP¹³⁴⁵ atingira 7,4% do Produto, graças à crise e aos desequilíbrios fiscais, e o déficit em transações correntes alcançara os US\$ 33,4 bilhões – maior patamar da série histórica até então. Adicionalmente, e apesar de registrarem alguma recuperação em dezembro, as reservas internacionais encerraram 1998 em US\$ 44,6 bilhões (valor correspondente a 59,7% do patamar de abril). Contudo, Fernando Henrique voltara a vencer as eleições no 1º turno, a variação anual do IPCA atingira o patamar mais baixo de toda a história (1,66%) e a promessa de manutenção do regime cambial não fora quebrada – ainda.

¹³⁴⁴ A TBAN foi reduzida para 42,25% a.a. em novembro e para 36% a.a. em dezembro. A TBC foi elevada para 29% a.a. em dezembro. A suspensão determinada pela Circular 2.835, de 4 de setembro de 1998, e prorrogada pelas Circulares nºs 2.841 e 2.849, de 23 de setembro de 1998 e de 11 de novembro de 1998, respectivamente, encerrou-se em 16 de dezembro, data da última reunião do ano do Copom.

¹³⁴⁵ Conceito operacional com desvalorização cambial.

7.2.6. 1999

Apesar da aparente calma, o cenário evitado ao final de 1998 acabou por impor-se ao país nos primeiros dias do novo ano, graças à fragilidade da situação brasileira e à evolução de um novo impasse político.

Ao longo do primeiro mandato do presidente, a União refinanciara as dívidas de grande parte dos estados (e de alguns municípios)¹³⁴⁶, absorvendo o passivo existente¹³⁴⁷, tornando-se credora das unidades da federação e impondo condições de pagamento nem sempre compatíveis com a realidade financeira dessas últimas.

Diante desse quadro, alguns dos governadores recém-empossados¹³⁴⁸ temeram não ser capazes de conciliar os pagamentos à União com os demais compromissos do estado e tentaram renegociar os termos das regras em vigor. Porém, a resistência do governo federal à ideia e a pouca habilidade das partes na busca por soluções acabou por motivar um deles (o recém-eleito governador de Minas Gerais e ex-presidente da República, Itamar Franco) a decretar a moratória de parte das dívidas de seu estado¹³⁴⁹, disparando o gatilho de uma nova crise.

A moratória de Minas foi interpretada – no Brasil e no exterior – como um sinal de fraqueza do governo federal, somando-se, entre outros, à desconfiança que antecederara o acordo fechado com o FMI. Dias após a decisão¹³⁵⁰, o mercado reagiu pela primeira vez. Um forte movimento de aversão ao risco provocou a depreciação dos ativos brasileiros nos mercados doméstico e internacional, sendo acompanhado por uma forte saída de dólares do país. Na mesma noite o BCB anunciou a elevação da banda cambial, mas a medida só foi levada adiante no dia seguinte, já sob as mudanças na presidência da instituição e do modelo de regime cambial.

No dia 13, conforme acertado com o presidente FHC, deu-se a mudança na política cambial. A banda diagonal endógena foi anunciada logo cedo para entrar em vigor no

¹³⁴⁶ Ver Lei nº 9.496, de 11 de setembro de 1997.

¹³⁴⁷ Em grande parte detido pelo mercado financeiro.

¹³⁴⁸ Como os de Minas Gerais, Rio de Janeiro e Rio Grande do Sul.

¹³⁴⁹ Em 6 de janeiro de 1999.

¹³⁵⁰ Em 12 de janeiro de 1999.

mesmo dia, em meio a muita apreensão no mercado, além de dúvidas, pois não se sabia como a banda funcionaria. Naquela confusão, o BC esqueceu-se de esclarecer o motivo da mudança da política de câmbio e de explicar as novas regras. A comunicação tumultuada do governo gerou insegurança entre os operadores das mesas de câmbio das instituições financeiras, entre os analistas e os jornalistas, enfim, armava-se o caos.

In (PRADO, 2020), p. 8057.

Gustavo Franco deixou a presidência do BCB e em seu lugar assumiu o então diretor de Política Monetária, Francisco Lopes, cuja proposta para o câmbio ia além do deslocamento da banda cambial¹³⁵¹. Lopes pretendia instituir uma «banda diagonal endógena» (BDE), modelo que previa reajustes mais frequentes dos limites (a cada três dias), com gradual ampliação do intervalo de flutuação do dólar dos EUA. A ideia previa a elevação mais acentuada do teto da banda sempre que a taxa de câmbio estivesse próxima ao piso, já a elevação deste último dar-se-ia em ritmo mais lento quando a cotação do dólar dos EUA estivesse próxima ao limite superior.

Porém, a mudança do câmbio, a troca de presidente do BCB e as falhas de comunicação em meio ao desenvolvimento da crise contribuíram para assustar ainda mais o mercado – que passou a temer pela repetição, no Brasil, dos passos do México (1994) e da Tailândia (1997). As fugas de capital aceleraram-se e, sob pressão, a divisa norte-americana atingiu rapidamente o teto da nova banda, encerrando o primeiro dia da mudança cotada a R\$ 1,3193.

A recém-instituída BDE acabou por ser revogada dois dias mais tarde¹³⁵², quando o dólar dos EUA já alcançava os R\$ 1,4659.

Diante da manutenção da fuga de capitais, Fernando Henrique fez um novo pronunciamento à Nação. Em sua fala afirmou ter feito o possível para evitar a mudança no regime cambial, mas que diante da saída de «alguns bilhões» em divisas estrangeiras,

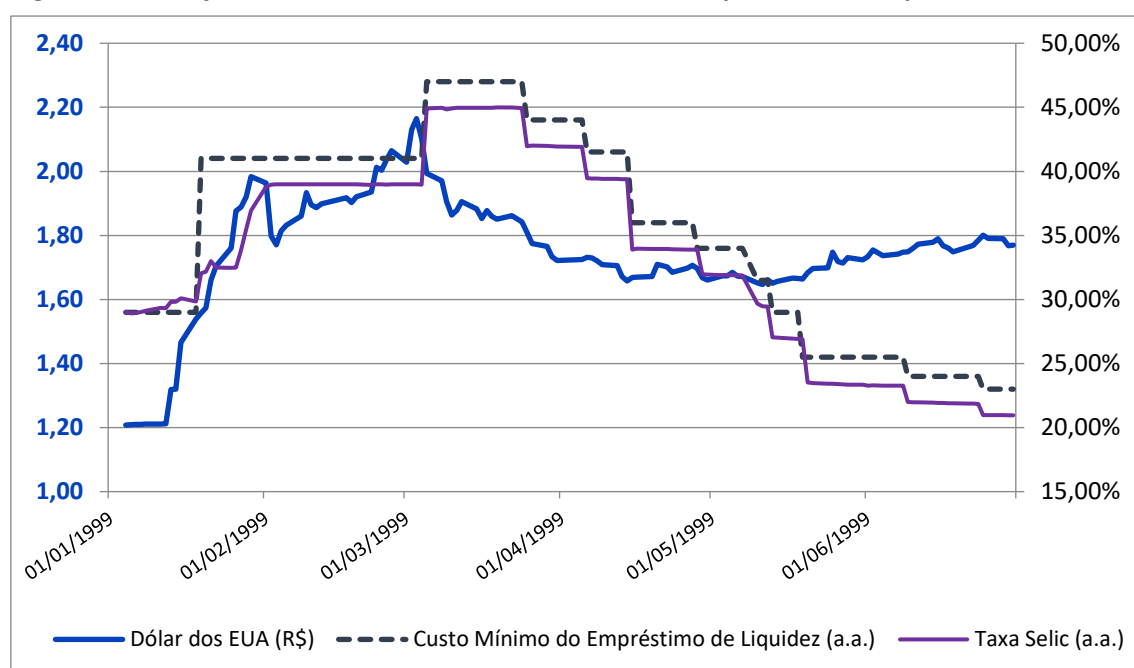
¹³⁵¹ O Comunicado nº 6.560, de 13 de janeiro de 1999, fixou os novos limites em R\$ 1,20 e R\$ 1,32.

¹³⁵² Comunicado nº 6.563, de 15 de janeiro de 1999.

tornara-se necessário defender as reservas internacionais. O anúncio oficial de que o real passaria a flutuar foi feito três dias mais tarde¹³⁵³.

A mudança na política cambial foi acompanhada por uma nova alteração das taxas de juros (pelo Copom). A TBC foi reduzida e a TBAN Foi elevada¹³⁵⁴. Adicionalmente, e tal como ocorrera na crise da Rússia, o empréstimo de liquidez ao custo da TBC foi suspenso¹³⁵⁵, ficando a operação garantida por títulos públicos federais (a mais barata) sujeita ao custo TBAN.

Figura 38 - Cotação do dólar dos EUA, custo mínimo do Empréstimo de Liquidez e taxa Selic



Fonte: Sistema Gerenciador de Séries do Banco Central

Porém, apesar do aperto monetário, as saídas de capital estrangeiro prosseguiram em patamar elevado e, ao final de janeiro, em meio à crescente circulação de rumores nas mesas de operação do mercado, a moeda dos EUA rompeu a barreira (intradia) dos R\$ 2,00. Desorientado, o mercado financeiro tornara-se um terreno fértil para a plantação de boatos, que incluíam a moratória das dívidas interna e externa e até mesmo um

¹³⁵³ Comunicado nº 6.565, de 18 de janeiro de 1999.

¹³⁵⁴ A TBC foi reduzida de 29% para 25% a.a., e a TBAN foi elevada de 36% para 41% a.a..

¹³⁵⁵ A Circular nº 2.856, de 18 de janeiro de 1999 suspendeu a operação ao custo TBC até 3 de março de 1999. O prazo acabaria por ser ampliado em mais um dia pela Circular nº 2.866, de 2 de março de 1999.

eventual confisco da poupança (como na era Collor) – todos prontamente desmentidos pelo governo federal.

A resposta das autoridades monetárias deu-se em duas frentes. A primeira foi o aumento da taxa Selic, com o BCB a permitir que esta alcançasse o patamar de 39% a.a. – ampliando o custo da especulação contra o real. A segunda foi a ampliação dos estímulos à captação de recursos externos. Esta última incluiu medidas do CMN e do BCB para, entre outros: (i) reduzir o prazo mínimo de amortização de um conjunto de captações externas¹³⁵⁶ – como a «63 Caipira»; (ii) alargar a possibilidade de aplicação de recursos estrangeiros em títulos do Tesouro Nacional e do Banco Central do Brasil¹³⁵⁷; e (iii) elevar os limites das posições vendidas em câmbio dos bancos autorizados a operar com moeda estrangeira¹³⁵⁸.

A saída de Gustavo Franco representara o fim do regime de bandas cambiais apoiado na fixação de intrabandas estreitas, política que promovera uma desvalorização monótona do real de cerca de 7% ao ano (desde o fim de 1995) e que respondera por parcelas importantes do sucesso e das mazelas do Plano Real. A tentativa de seu sucessor de estabelecer um novo modelo fora um retumbante fracasso, tornando Lopes demissionário poucas semanas após sua escolha. Assim, em meio ao cenário adverso, o governo optou por convidar o ex-diretor do BCB (e prestigiado operador no mercado internacional), Armínio Fraga Neto, para assumir a presidência da instituição. Sua posse, contudo, precisaria esperar até o início de março, após a sabatina do Senado.

Entre os primeiros dias da crise e as primeiras semanas da presidência Armínio Fraga, novas decisões pavimentaram o caminho da política econômica. Internamente, o Congresso aprovou o Orçamento da União para 1999 (preservando o corte de R\$ 8,7 bilhões do ajuste fiscal anunciado por Fernando Henrique em 1998) e promulgou a Emenda Constitucional da CPMF, fixando o início de sua cobrança para 17 de junho. No exterior, o Brasil viu-se obrigado a renegociar o acordo firmado com o FMI, ficando sobre a mesa a redefinição das metas macroeconômicas e a potencial mudança da política

¹³⁵⁶ Resolução nº 2.590, de 28 de janeiro de 1999 e Circular nº 2.859, de 27 de janeiro de 1999.

¹³⁵⁷ Resolução nº 2.591, de 28 de janeiro de 1999.

¹³⁵⁸ Circular nº 2.858, de 25 de janeiro de 1999 e Circular nº 2.860, de 1 de fevereiro de 1999.

monetária para um regime de metas para a inflação. Entre outros, estava em causa a credibilidade que o aval da instituição conferiria à política econômica e o saque da segunda parcela do pacote de ajuda do ano anterior – que totalizava US\$ 9 bilhões.

O novo acordo assinado com o FMI contemplou a ampliação das metas de superávit primário consolidado do setor público, de 2,60% para 3,10% do PIB em 1999, com novos aumentos para 3,25% e 3,35% do PIB em 2000 e 2001, respectivamente – maiores que as metas anteriores já citadas de 2,80% do PIB em 2000 e 3% do PIB em 2001 –, mantidos os recursos para o país previstos no acordo original de dezembro de 1998.

In (GIAMBIAGI; ALÉM, 2016), p. 170.

O aumento do esforço fiscal tinha duas justificativas principais: (i) a desvalorização do real elevava o total da dívida pública; e (ii) os credores queriam assegurar a contenção da elevação da relação dívida/PIB por meio de um caminho conservador – a ampliação dos superávits primários. Assim, diante da gravidade do cenário e da perda de credibilidade do governo (em função da mudança do regime cambial) os novos patamares para os resultados do setor público foram aceitos, passando a nortear a política fiscal oficial.

Armínio Fraga assumiu a presidência do BCB em 4 de março, data da segunda reunião do Copom no ano. Dois dias antes a autoridade monetária elevava a alíquota dos recolhimentos compulsórios sobre os depósitos a prazo¹³⁵⁹ – medida que buscava evitar que a expansão monetária sancionasse os aumentos de preços (que haviam acelerado em fevereiro) e que pretendia reduzir a capacidade dos bancos de adquirirem dólares (reduzindo a pressão sobre o real).

O encontro do Comitê deu início a mudanças profundas na condução da política monetária. A principal, anunciada pelo próprio Armínio, foi que a cotação da moeda dos EUA deixaria de ser perseguida pela instituição e que o BCB passaria a adotar um regime de metas para a inflação. Outra decisão importante foi eliminação da TBC e da TBAN¹³⁶⁰,

¹³⁵⁹ Circular nº 2.867, de 2 de março de 1999. A alíquota foi elevada para 30%.

¹³⁶⁰ As taxas não foram completamente eliminadas, sendo mantidas apenas para a manutenção dos contratos em vigor.

sendo ambas substituídas pela fixação de uma meta para a taxa Selic¹³⁶¹ e pela indicação de um eventual viés para a sua fixação futura. Esta última decisão também manteve as reuniões do Copom, cujos objetivos foram redefinidos para: (i) o estabelecimento das diretrizes da política monetária; e (ii) a definição da meta para a Selic. Por fim, o colegiado fixou a meta para a Selic em 45% a.a., com viés de baixa, tendo o presidente do BCB pontuado que a decisão estava em linha com a meta para a inflação de 1999 – embora nem o índice de preços a ser utilizado como referência tivesse sido escolhido.

Cabe registrar que a eliminação da TBC e da TBAN implicou em uma mudança na estrutura dos custos da linha de assistência de liquidez (redesconto)¹³⁶². Assim, todas as operações garantidas por títulos públicos federais passaram a ter como custo a taxa Selic acrescida de 2% a.a., já aquelas garantidas por outros instrumentos ficaram sujeitas a um custo variável entre Selic + 4% a.a. e Selic + 10% a.a., a depender da frequência da utilização e da garantia oferecida.

O arrefecimento da depreciação do real e, principalmente, os números declinantes dos índices de preços (tanto os preliminares como os definitivos) acabaram por abrir espaço para o afrouxamento do aperto monetário. Após aquela primeira reunião de março, o Copom deu início a uma série de reduções sucessivas da taxa básica da economia¹³⁶³, conduzindo-a para 21% a.a. ao final de junho, menos da metade do valor estabelecido na primeira reunião sob a presidência de Armínio Fraga.

No mesmo período, porém ao longo de abril, a autoridade monetária adotou medidas adicionais para estimular o fluxo de entrada de capitais estrangeiros. No início do mês ela ampliou a capacidade de aplicação dos fundos de renda fixa de capital estrangeiro em títulos emitidos por instituições financeiras nacionais – como os Certificados de Depósitos Bancários (CDB) e os Recibos de Depósitos Bancários (RDB) –, de 20% para

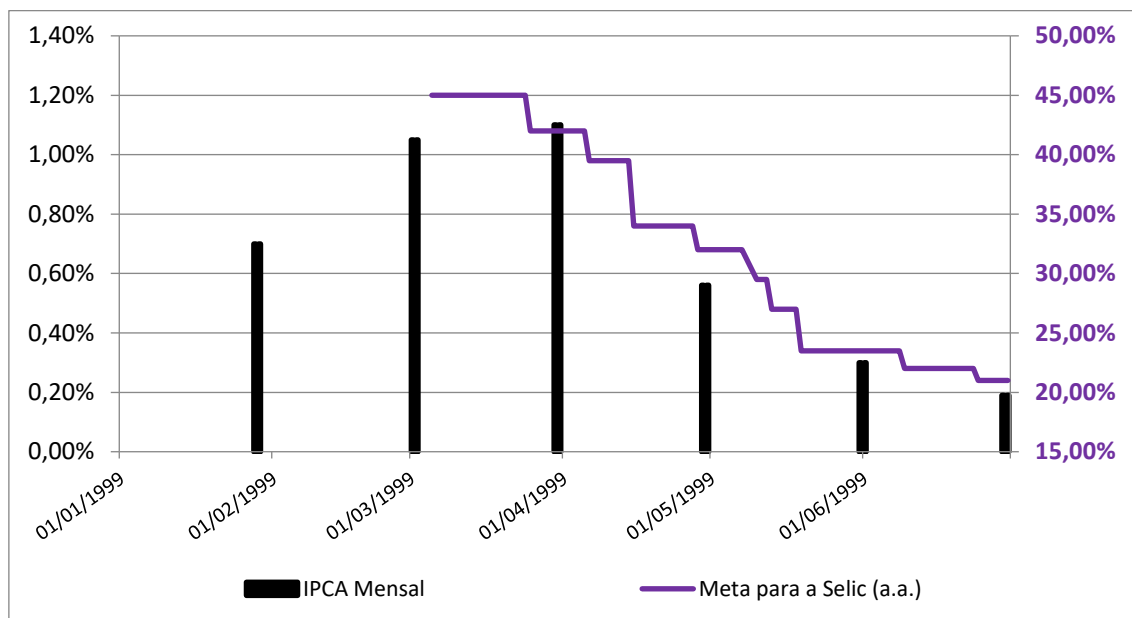
¹³⁶¹ Circular nº 2.868, de 4 de março de 1999.

¹³⁶² Circular nº 2.869, de 5 de março de 1999.

¹³⁶³ Por meio de reuniões ordinárias e extraordinárias.

40%. Já ao final do mês, a autarquia pôs fim aos limites para o repasse de recursos captados por meio da Resolução 63 entre as instituições financeiras¹³⁶⁴.

Figura 39 - IPCA mensal e Meta para a Selic



Fonte: Sistema Gerenciador de Séries do Banco Central

A relativa estabilidade do real em um patamar menos apreciado contribuiu para redução dos maus resultados da balança comercial. Embora não tenha havido uma expansão relevante das exportações, o recuo das importações colaborou para uma maior incidência de saldos mensais positivos – apesar da manutenção do déficit no acumulado. Adicionalmente, as medidas fiscais e monetárias adotadas pelo governo acabaram por contribuir para conter a perda de divisas¹³⁶⁵.

Somente em junho o Ministério da Fazenda anunciou o indicador a ser utilizado como base para fixação das metas para a inflação. A escolha recaiu sobre o Índice de Preços ao Consumidor Ampliado (IPCA), do IBGE. As metas para 1999, 2000 e 2001 foram aprovadas pelo CMN no dia 30, sendo fixadas em 8%, 6% e 4%, respectivamente. A decisão também estabeleceu um intervalo de tolerância de dois pontos percentuais,

¹³⁶⁴ Até então, o banco que tomava o dinheiro no exterior só poderia repassá-lo uma vez para outra instituição - que ficava obrigada a emprestá-lo ao tomador final no mesmo dia. Com a mudança, os repasses entre instituições financeiras tornar-se-iam ilimitados.

¹³⁶⁵ Contudo, as reservas não retornariam ao patamar de dezembro de 1998 (US\$ 44,56 bilhões) até o final do governo Fernando Henrique, em 2002.

para mais ou para menos, em cada uma delas, sendo as mesmas consideradas cumpridas caso a inflação apurada pelo indicador se situasse no intervalo correspondente ao final do ano.

Capítulo VIII - Real – Parte II (1999–2010)

8.1. Introdução

Os quase doze anos abordados neste capítulo compreendem a «segunda fase do Plano Real», período no qual, a despeito das mudanças no poder, a política econômica manteve-se apoiada sobre o chamado «tripé macroeconômico», constituído pelo câmbio flutuante, pelo regime de metas para a inflação (RMI) e por metas para o superávit primário do setor público (metas fiscais). Fruto da grave crise do balanço de pagamentos de 1999, o novo modelo desancorou a moeda brasileira do dólar dos EUA, atrelando-a à credibilidade das instituições nacionais – o que demandou a entrega de resultados.

O processo exigiu os amadurecimentos político e legal do país, mas seu grande teste dar-se-ia ao final do mandato de Fernando Henrique – considerado o fiador do Plano Real. As escolhas de seu sucessor seriam decisivas para sustentar a tese de que aquele não era o modelo de um único governo.

A consolidação do «tripé» foi lenta, mas ambas as gestões, a de Fernando Henrique e a de seu sucessor (Lula), mantiveram-se comprometidas com os mesmos princípios. Após os impactos das crises internas e externas dos primeiros anos – que culminaram no período eleitoral de 2002 –, a combinação entre a credibilidade conquistada, as escolhas da política econômica e a elevação da taxa de crescimento mundial deu início a um novo ciclo virtuoso para a economia brasileira.

No tocante às contas externas, a moeda depreciada, em um primeiro momento, e a combinação entre o fortalecimento das relações com o chamado «sul global» e a crescente demanda internacional, no momento seguinte, promoveram uma expressiva ampliação das exportações. O processo teve grande impacto nos saldos da balança comercial e das transações correntes, sendo decisivo para a elevação do ritmo da atividade econômica. Além disso, o aumento dos fluxos de entrada de dólares dos EUA reverteu a depreciação do real que, a despeito do gigantismo das compras de divisas

estrangeiras pelo governo (para pagamento da dívida externa e elevação das reservas internacionais), passou a registrar uma apreciação quase contínua (até 2008).

Tal processo levou o Brasil a deixar a condição de devedor líquido internacional ao final de 2007 (tornando-se credor) e a conquistar o chamado «grau de investimento» das agências de avaliação de risco no ano seguinte, já em meio às turbulências iniciais da crise «*subprime*».

As políticas domésticas também contribuíram para estimular a atividade econômica. Ao longo da presidência de Lula, o governo adotou uma estratégia de crescimento apoiada na expansão do mercado doméstico e alimentada pela inclusão progressiva das famílias no mercado consumidor. Para realizá-la, foram adotadas políticas de distribuição de renda, de elevação do salário mínimo, de aumento da oferta de crédito e de investimento público, que, focadas nas camadas mais pobres da população, gradualmente ampliaram a demanda agregada, estimulando novos investimentos, a geração de empregos e realimentando o processo.

Paralelamente, a atuação do Banco Central concentrou-se na fixação (e na manutenção) das metas para a taxa Selic (identificando e administrando os riscos para a trajetória do IPCA) e em tentativas de reduzir o custo do dinheiro na ponta (para empresas e consumidores). Sob pressão, ora do setor produtivo, ora de membros do próprio governo, a autoridade monetária preservou um patamar importante de independência em suas decisões e, com exceção do período 2001-2003, logrou êxito no cumprimento de todas as metas fixadas pelo CMN.

O agravamento da crise *subprime* e seus reflexos no Brasil, já no terceiro trimestre de 2008, obrigou as políticas fiscal e monetária a reagirem de forma coordenada e contundente para garantir a oferta e a circulação de recursos financeiros (preservando a atividade econômica). As medidas anticíclicas foram ampliadas em 2009 e já no segundo trimestre do ano o país voltou a registrar a expansão da economia e uma grande elevação das contratações líquidas de trabalhadores com carteira assinada (que voltaram a superar as 100 mil/mês). Vale acrescentar que isso se deu sem que as metas fiscal e monetária fossem desrespeitadas.

Apesar da rápida superação da fase aguda da crise e do crescimento recorde de 2010, uma série de problemas seria transferida para o próximo governo, entre eles a apreciação excessiva do real e seu efeito sobre a economia doméstica – especialmente diante da mudança no ritmo da evolução da economia global. Contudo, Lula deixaria a presidência sob forte aprovação popular e tendo feito sua sucessora, a ex-ministra-chefe da Casa Civil Dilma Rousseff.

8.2. O período ano a ano

8.2.1. 1999

A mudança para o RMI ocorreu em meio a um contexto relativamente adverso, tanto no Brasil como no exterior. Internamente, a economia encontrava-se parcialmente estagnada, as taxas de desemprego flutuavam acima dos 7,5% e a popularidade do presidente reduzira-se bastante¹³⁶⁶. Já no exterior, o tema principal era a incerteza quanto à evolução dos *Fed Funds*. A meta para a taxa básica norte-americana fora elevada para 5% a.a. ao final de junho, e o mercado receava que o Federal Reserve desse continuidade ao aperto monetário para evitar um potencial superaquecimento da economia dos EUA¹³⁶⁷ – com grande impacto sobre os demais ativos globais.

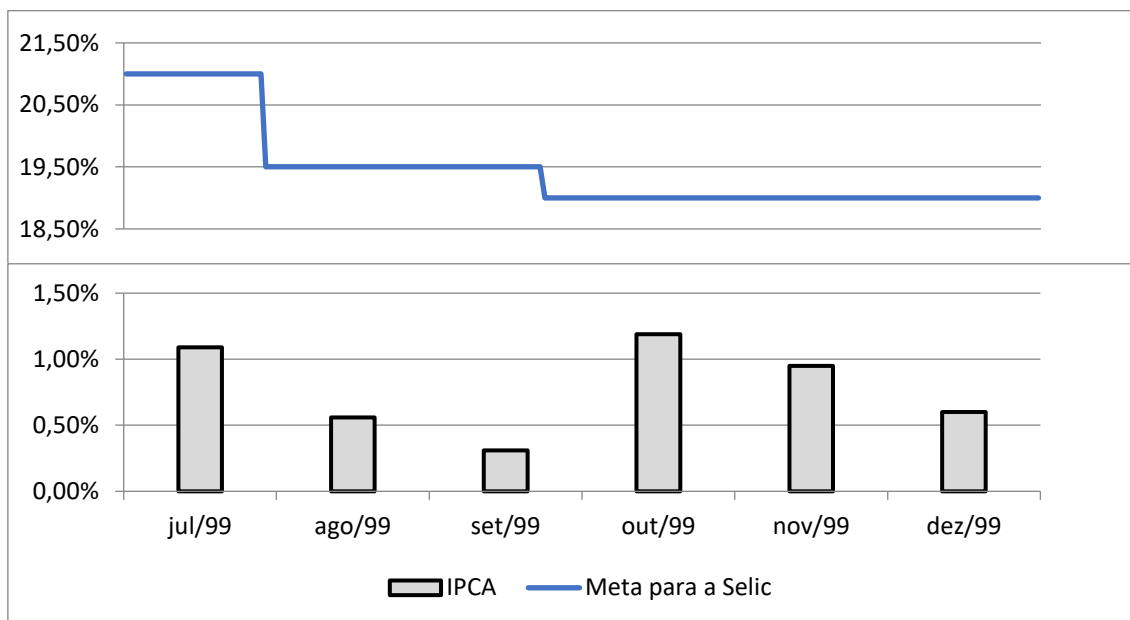
Orientado pela meta para a inflação, mas preocupado com os efeitos de uma Selic elevada sobre a economia, o BCB procurou reduzir gradualmente o custo do dinheiro, enfrentando dificuldades ao longo do caminho. Em julho, o Copom diminuiu a meta para taxa básica de juros para 19,5% a.a. (de 21% a.a.), sem apresentar um viés. A decisão foi sucedida pela reação da inflação, obrigando o Comitê a interromper o processo e retomá-lo somente ao final de setembro (após a desaceleração dos índices de preços). A nova iniciativa (19% a.a.), entretanto, também enfrentou o aumento do IPCA,

¹³⁶⁶ De acordo com a pesquisa Vox Populi/CNT de setembro de 1999, 65% da população a aquela altura considerava a administração do presidente ruim ou péssima.

¹³⁶⁷ A taxa básica de juros dos EUA, que fora elevada de 4,75% a.a. para 5% a.a. em 30 de junho, tornaria a ser elevada em 24 de agosto, para 5,25% a.a., e em 16 de novembro, para 5,5% a.a. – patamar no qual encerraria o ano.

obrigando o colegiado a prosseguir com cautela e a suspender o afrouxamento monetário até o ano seguinte.

Figura 40 - Meta para a Selic e variação mensal do IPCA



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil.

A combinação entre os ambientes interno e externo provocou um movimento de «*fly to quality*», fortalecendo a divisa norte-americana. Por um lado, o rendimento no exterior tornara-se mais atraente com a elevação das taxas nos EUA. Por outro, o mercado questionava a capacidade do governo de honrar os compromissos assumidos, contribuindo para a deterioração do real. Finalmente, diante da escalada da divisa dos EUA, o BCB viu-se obrigado a defender a cotação do real.

Apesar da moeda já não estar mais ancorada ao dólar, os efeitos da depreciação sobre a inflação e o endividamento público (entre outros) eram conhecidos, motivando a autoridade monetária a tranquilizar os agentes financeiros. Inicialmente a atuação do Banco Central concentrou-se na oferta ao mercado de Notas do Banco Central série E (NBC-E)¹³⁶⁸, instrumentos capazes de proteger os detentores contra a depreciação da moeda brasileira – restringindo a pressão de demanda pela divisa dos EUA. Porém, ao

¹³⁶⁸ A NBC-E era emitida pela própria autoridade monetária e, além de pagar juros, tinha o seu valor de face atualizado pela variação cambial.

final de outubro a autoridade monetária voltaria a atuar de forma mais direta no mercado, por meio da venda da moeda norte-americana.

Ainda em relação ao câmbio, cabe registrar que 1999 foi marcado pelo chamado «*bug do milênio*»¹³⁶⁹, possibilidade dos sistemas informatizados apresentarem problemas em função da não adequação de suas rotinas para lidar com a transição de 1999 para 2000. Mesmo com os esforços para assegurar o bom funcionamento de todo o processamento de dados, as instituições temiam saques – de clientes preocupados com riscos operacionais – e buscavam assegurar um volume maior de liquidez para fazer frente à demanda potencial. Tal cenário fez aumentar a procura por dólares ao final do ano e exigiu que o BCB tornasse a atuar para tranquilizar os agentes financeiros – o que foi feito por meio de vendas a termo da divisa norte-americana com compromisso de recompra¹³⁷⁰.

Câmbio à parte, e diante da popularidade decrescente da administração federal, o governo decidira em agosto atuar com mais vigor sobre um problema que não era novo, mas que afetava tanto os empresários como os consumidores: o custo do dinheiro. Apesar da Selic operar próxima à meta (19,5% a.a., aproximadamente 1,5% a.m.), as taxas praticadas pelas instituições financeiras superavam amplamente a taxa de referência, com a oferta de recursos para o capital de giro flutuando em torno dos 3,13% a.m. e o custo do cheque especial (pessoa física) alcançando os 11,46% a.m.¹³⁷¹.

A busca pela redução das taxas passou a orientar diversas ações do BCB que, diante das justificativas das instituições financeiras (para a manutenção de spreads¹³⁷² elevados), optou por aumentar a oferta de liquidez no sistema. A atuação da autoridade monetária deu-se por meio de três reduções consecutivas das alíquotas dos recolhimentos compulsórios – em um intervalo pouco superior a um mês. A primeira, no início de setembro, reduziu a exigência sobre os depósitos a prazo de 20% para 10%¹³⁷³. A

¹³⁶⁹ O século XXI e, conseqüentemente, o terceiro milênio tiveram início somente em 1º de janeiro de 2001.

¹³⁷⁰ A liquidação das operações dar-se-ia em 29 de dezembro (venda) e 10 de janeiro (recompra).

¹³⁷¹ Números publicados na tabela «Indicadores» da edição de 1º de agosto de 1999 do Jornal do Brasil.

¹³⁷² Diferença entre as taxas de captação e as taxas praticadas pelos bancos.

¹³⁷³ Circular nº 2.925, de 2 de setembro de 1999.

segunda, menos de uma semana mais tarde, diminuiu a alíquota sobre os depósitos à vista de 75% para 65%¹³⁷⁴. Por fim, e já ao final da primeira quinzena de outubro, o BCB suspendeu a exigência sobre os depósitos a prazo – instituindo a alíquota zero para os mesmos¹³⁷⁵.

Essa última decisão foi parte de mais um pacote amplo, composto por ações de curto e de médio prazo, e cujos objetivos eram elevar a oferta de crédito e dar maior transparência às taxas e custos cobrados pelas instituições financeiras. Suas medidas incluíam: (i) a redução do IOF, de 6% para 1,5%, nos financiamentos para pessoas físicas; e (ii) a exigência de que os bancos enviassem os dados sobre as taxas de juros incidentes sobre o «cheque especial», com base nos quais a autoridade monetária passaria a divulgar (na internet) um *ranking* do custo do crédito nas instituições.

A preocupação com o investimento também levou o governo a modificar a fórmula de cálculo da TJLP, visando reduzi-la¹³⁷⁶. Seu valor passou a ser determinado com base na meta para a inflação *pro rata* dos 12 meses seguintes (6,5%), acrescido de um prêmio de risco (6,0%), o que, na prática, fez com que a TJLP recuasse de 14,05% a.a. para 12,5% a.a..

Enquanto a autoridade monetária buscava conter a depreciação do real, reduzir os juros na ponta e preservar a inflação sob controle, o governo federal via-se diante de dificuldades resultantes de reformas pretéritas e em curso. Por um lado, tornava a enfrentar problemas com as dívidas dos estados, dessa vez com a do Rio de Janeiro. Por outro, sofreria revezes em uma de suas reformas mais caras: a da Previdência.

A questão estadual teve início ao final de agosto, após o governador do Rio de Janeiro ameaçar decretar moratória dos pagamentos devidos à União. Porém, ao contrário do que ocorrera no início do ano com Minas Gerais, o governo federal acabou por ceder às pressões e a renegociar as condições de pagamento do estado – inclusive utilizando as receitas futuras deste último (*royalties* de petróleo) para abater parte do principal. Já na

¹³⁷⁴ Circular nº 2.927, de 8 de setembro de 1999.

¹³⁷⁵ Circular nº 2.939, de 14 de outubro de 1999.

¹³⁷⁶ Resolução 2.654, de 30 de setembro de 1999.

esfera da Previdência, o Executivo sofreria duas derrotas importantes no STF (em setembro), sendo julgada inconstitucional a cobrança previdenciária a servidores inativos, e derrubada a progressividade da contribuição dos servidores ativos¹³⁷⁷.

A derrota não levou o governo desistir das mudanças na Previdência, apenas alterou sua estratégia. A partir dos resultados no STF, a questão da cobrança dos inativos foi encaminhada por meio da submissão de uma PEC ao Congresso. Paralelamente, o Executivo teve sucesso na aprovação de uma segunda proposta (submetida ao Legislativo em agosto): a instituição do «fator previdenciário». Esta última alterou a fórmula do cálculo das aposentadorias dos trabalhadores da iniciativa privada¹³⁷⁸ e, na prática, instituiu um redutor sobre o valor dos vencimentos daqueles que recebessem mais de um salário mínimo, conseguissem cumprir as exigências legais relativamente cedo¹³⁷⁹ e optassem por se aposentar.

Em novembro, um acordo entre o Tesouro Nacional e o Banco Central deu origem a uma série de diretrizes para a gestão da Dívida Pública Federal interna (DPFi). Suas metas principais eram: (i) ampliar a maturidade da dívida; (ii) elevar a participação dos títulos prefixados no estoque da mesma; (iii) reduzir a participação relativa dos instrumentos atualizados pela variação do dólar dos EUA ou da taxa Selic; e (iv) promover o desenvolvimento do mercado secundário dos títulos da DPFi.

¹³⁷⁷ Tanto a cobrança da contribuição previdenciária dos servidores inativos quanto a progressividade da incidência da mesma sobre os salários dos ativos foram aprovadas pelo Congresso em janeiro de 1999. Ambas apoiaram-se sobre a necessidade de elevar a arrecadação, mas desde o início estiveram imersas em polêmica quanto à legalidade.

¹³⁷⁸ No modelo então vigente, uma vez que o trabalhador cumprisse 35 anos (homens) ou 30 anos (mulheres) de contribuição previdenciária, ele estava habilitado a aposentar-se e a receber como vencimento mensal um valor definido com base na média de suas últimas 36 contribuições. A proposta do governo (após modificações impostas pelo Legislativo) instituiu o "fator previdenciário", mecanismo que, por meio da combinação do tempo de contribuição com um fator de sobrevida do segurado, elevava a idade para que os trabalhadores da iniciativa privada com renda superior a um salário mínimo pudessem aposentar-se e receber o valor correspondente à média de suas contribuições. Adicionalmente, o cálculo da média foi modificado, passando (após mudanças impostas pelo Legislativo) a referir-se a 80% das maiores contribuições (atualizadas pela inflação acumulada) posteriores a junho de 1994.

¹³⁷⁹ Recolhimento da contribuição previdenciária por 35 anos (homens) ou 30 anos (mulheres). Segundo o IBGE, a expectativa de vida de um brasileiro do sexo masculino nascido no ano 2000 variava, de acordo com o estado natal, entre 60,2 anos (Pernambuco) e 68,7 anos (Santa Catarina).

Além da potencial redução do custo de emissão da dívida, da diminuição da sua vulnerabilidade às oscilações do mercado e da possibilidade de uma melhor distribuição dos vencimentos ao longo do tempo (todos benefícios desejados pelo Tesouro), as propostas fortaleciam a capacidade do BCB de influenciar a demanda. Até então, condições como a pouca projeção temporal da estrutura a termo das taxas de juros (curva de juros) e a existência de uma parcela expressiva de instrumentos atualizados pela taxa Selic, entre outros, restringiam os efeitos da política monetária sobre a tomada de decisão dos agentes econômicos¹³⁸⁰. Além disso, a grande variedade de títulos em circulação¹³⁸¹ contribuía para a redução da liquidez dos mesmos e ampliava a complexidade da gestão das carteiras dos detentores.

As medidas mais importantes implementadas sob essas diretrizes viriam a ser: (i) a concentração de maturidades de títulos mediante operações de troca – compra de títulos conjugada com a venda de outros títulos; (ii) a colocação de títulos com datas de vencimento mais elevadas por meio de leilões de oferta firme; (iii) a recompra de títulos federais através de leilões regulares do Tesouro Nacional; (iv) a permissão para negociar em separado os cupons de juros de um título público – operação de desmembramento; (v) a permissão para que instituições financeiras pudessem realizar vendas a descoberto de títulos públicos federais; (vi) o desenvolvimento de um sistema de registro de operações a termo com títulos públicos; (vii) a flexibilização dos limites de alavancagem das instituições financeiras nas operações com títulos federais; (viii) a mudança do processo de seleção dos *dealers* primários do BCB, de forma a estimular a capacidade dos mesmos de serem formadores de mercado para os títulos públicos (*Market Makers*); (ix) a ampliação da transparência institucional, por meio da publicação de relatórios mensais sobre a dívida pública e sobre as operações de mercado aberto; (x) o aumento da previsibilidade, por meio da divulgação prévia do cronograma de ofertas públicas de títulos; (xi) a introdução da negociação eletrônica de títulos do governo; e (xii) a organização de reuniões periódicas entre o Banco Central, o Tesouro Nacional e os *dealers* primários (FIGUEIREDO; FACHADA; GOLDENSTEIN, 2002).

¹³⁸⁰ Para mais informação sobre o assunto ver (RIBEIRO DE ALMEIDA, 2014).

¹³⁸¹ Combinações entre tipos de título e datas de vencimento.

Ao final do primeiro semestre do RMI, o IPCA registrou uma variação anual de 8,94%, patamar bastante próximo ao centro da meta fixada pelo CMN (8%), e dentro dos limites de tolerância (6% e 10%). Adicionalmente, o esforço fiscal empreendido pelo governo levou o setor público a anunciar um superávit primário superior ao previsto no acordo firmado com o FMI: 3,13% do PIB.

(...) talvez a mudança mais importante acontecida em 1999 tenha sido a mudança de atitude do governo, do Congresso Nacional e do público em geral a respeito da necessidade de ter – e respeitar – metas fiscais. A ideia de ter parâmetros fiscais – ou seja, um déficit nominal de no máximo X ou um superávit primário de no mínimo Y –, já aventada por analistas anteriormente, mas sem ter nenhum eco até então, passou a ser encampada pelas autoridades e incorporou-se à racionalidade do jogo político. Claro que para isso muito contribuiu a sensação de pânico que se apossou do país no final de 1998/início de 1999, com a crise externa vivida pelo Brasil e a necessidade de ter um acordo com o FMI – e posteriormente, o sentimento de que era fundamental que o acordo fosse cumprido, ao contrário do que ocorrera em outras oportunidades, sob pena de ocorrer uma nova fuga de capitais.

In (GIAMBIAGI; ALÉM, 2016), p. 182.

Outros indicadores apresentaram resultados menos robustos. A economia registrou um crescimento de 0,47%, apesar da produção industrial ter retraído mais uma vez (2,61%), o desemprego permaneceu elevado (superando os 8% ao longo de todo o ano e recuando para 7,11% em dezembro por razões sazonais), e o saldo da balança comercial tornou a ficar negativo, embora em menor magnitude (US\$ 1,2 bilhão).

8.2.2. 2000

Superados os temores do «*bug* do milênio», a política monetária iniciou o novo ano sob os efeitos de dois focos de pressão. O primeiro, externo, resultava da preocupação do Fed com o aquecimento da economia dos EUA, materializando-se sob a forma de

elevações da meta para os *Fed Funds*¹³⁸² e das preocupações do mercado quanto à sequência das decisões do banco central norte-americano. O segundo, interno, era a manutenção de um custo demasiado elevado do dinheiro no sistema financeiro nacional, com impacto sobre as contas do governo, o setor produtivo e o consumo.

Com a meta para a inflação fixada em 6%, a questão dos *Fed Funds* exigiu uma maior atenção nos primeiros meses do ano. Temia-se que o aumento dos juros nos EUA reduzisse a oferta de dólares ao Brasil, impactando o câmbio e, entre outros, pressionando os preços. Paralelamente, a política restritiva dos EUA impunha um maior cuidado ao BCB na promoção do afrouxamento monetário, pois acentuava a redução da diferença entre as taxas interna e externa de juros, desincentivando ainda mais o fluxo de capitais estrangeiros para o mercado nacional.

Apesar da cautela, a necessidade de reduzir o custo interno do dinheiro motivaria o Copom a promover uma redução gradual das metas para a taxa Selic, e o BCB a fixar alíquotas cada vez menores para os recolhimentos compulsórios.

No âmbito fiscal, o início do ano foi marcado pela convocação extraordinária do Congresso. Na pauta constavam temas considerados fundamentais para a manutenção da política vigente, como a Desvinculação dos Recursos da União (DRU) – prorrogação do antigo Fundo de Estabilização Fiscal (FEF) – e a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF). Já no âmbito monetário, as autoridades competentes decidiram extinguir a Linha de Assistência Financeira de Liquidez do BCB, substituindo-a pelo Redesconto do Banco Central¹³⁸³.

Até então, todo banco que recorria à assistência de liquidez necessitava oferecer ativos como garantia. Porém, caso a instituição financeira viesse a quebrar, o BCB ficava sujeito a acumular prejuízos importantes, pois a lei previa que as garantias (consideradas parte integrante dos ativos da massa falida) fossem reunidas aos demais bens para pagar os

¹³⁸² As elevações foram três, todas ao longo do primeiro semestre do ano. As duas primeiras de 0,25 pontos percentuais, ocorrendo em 2 de fevereiro e em 21 de março, e a terceira dando-se em 16 de maio, quando o Fed aumentou a meta em 0,5%, fazendo-a atingir os 6,5% a.a..

¹³⁸³ Resolução nº 2.685 e Circular nº 2.962, ambas de 26 de janeiro de 2000, e Circular nº 2.965, de 8 de fevereiro de 2000.

credores – restando à autoridade monetária ocupar um lugar na mesma fila que os outros detentores de créditos contra a instituição, como seus empregados e as autoridades tributárias.

A substituição da facilidade pelo Redesconto do Banco Central pôs fim a esse risco em função de uma mudança operacional. Ao invés de oferecer ativos em garantia, a instituição tomadora passou a ser obrigada a vender os mesmos à autoridade monetária em uma operação que poderia ser «compromissada», ou seja, combinada com um compromisso de recompra (dos mesmos ativos) em uma data futura, ou «definitiva» (sem o mesmo compromisso). Dessa forma, o BCB passou a ficar protegido, pois os ativos «em garantia» não mais pertenciam à instituição tomadora de acordo com a lei.

Foram instituídas três modalidades de Redesconto, de acordo com a duração do auxílio. A primeira, de curtíssimo prazo (apenas um dia), teve por objetivo satisfazer as necessidades esporádicas de liquidez da instituição (fruto de descasamento momentâneo no fluxo de caixa da mesma). Nesse caso, o BCB aceitaria receber «em garantia» apenas títulos públicos federais registrados no Selic. A segunda, de curto prazo, seria de 15 dias, renováveis até o limite de 45 dias, sendo aceito um leque mais amplo de ativos financeiros. A ideia era prestar auxílio somente às instituições com problemas de liquidez, deixando de fora aquelas que apresentassem restrições estruturais. A terceira e última linha, de médio prazo, seria de 90 dias, renováveis até o limite de 180 dias. O objetivo do BCB era oferecer tal facilidade apenas às instituições que apresentassem uma proposta de reestruturação que implicasse em sua capitalização ou venda.

A responsabilidade pela fixação dos custos das novas operações de Redesconto do Banco Central foi inicialmente atribuída ao Copom¹³⁸⁴, mas acabou por ser removida do Comitê ao final de abril¹³⁸⁵, passando a ser da Diretoria Colegiada do BCB¹³⁸⁶. Em sua primeira reunião após a mudança, o Comitê fixou o custo das taxas das linhas de curtíssimo, curto e médio prazos em Selic + 6% a.a., Selic + 4% a.a. e Selic + 2% a.a.,

¹³⁸⁴ Circular nº 2.966, de 8 de fevereiro de 2000.

¹³⁸⁵ Circular nº 2.980, de 26 de abril de 2000.

¹³⁸⁶ Circular nº 2.979, de 26 de abril de 2000.

respectivamente. O objetivo declarado da autoridade monetária foi impor às instituições um custo proibitivo e desestimular o uso das linhas - especialmente daquela destinada às operações de um dia.

Já a Lei de Responsabilidade Fiscal – aprovada pelo Congresso em abril e sancionada pelo presidente em maio, tornar-se-ia um dos elementos fundamentais do «tripé macroeconômico», norteando as políticas do segundo mandato de Fernando Henrique Cardoso e dos dois posteriores de Luiz Inácio Lula da Silva. A LRF tinha como objetivo principal estabelecer um arcabouço legal que assegurasse o equilíbrio das contas públicas.

De acordo com o Centro de Pesquisa e Documentação de História Contemporânea do Brasil da Fundação Getúlio Vargas (FGV CPDOC), foram cinco as normas e princípios básicos fixados pela LRF: (i) a limitação do gasto com pessoal – uma vez que seu texto estabeleceu limites para essa despesa em relação à receita corrente líquida para os três Poderes e para cada esfera de governo; (ii) a limitação para o endividamento público – que passou a ser fixado pelo Senado Federal por proposta do presidente da República; (iii) a definição de metas fiscais anuais para os três exercícios seguintes; (iv) a exigência de mecanismos de compensação para despesas de caráter permanente – não sendo permitido ao governante criar despesas continuadas (por prazo superior a dois anos) sem a indicação de uma fonte de receita ou a redução de outra fonte de despesa; e (v) a instituição de um mecanismo de controle das finanças públicas em ano eleitoral – impedindo a contratação de operações de crédito por antecipação de receita orçamentária no último ano do mandato e proibindo a elevação das despesas com pessoal nos 180 dias antecedentes ao final do mesmo¹³⁸⁷.

De volta à política monetária, a questão do custo do dinheiro na ponta para pessoas físicas e jurídicas motivou o BCB a reduzir a alíquota do compulsório sobre os depósitos à vista em março¹³⁸⁸, fixando-a em 55%. A medida liberou cerca de R\$ 3 bilhões em

¹³⁸⁷ Adaptação do texto original, disponível em («Lei de Responsabilidade Fiscal», [s.d.]).

¹³⁸⁸ Circular nº 2.969, de 14 de março de 2000.

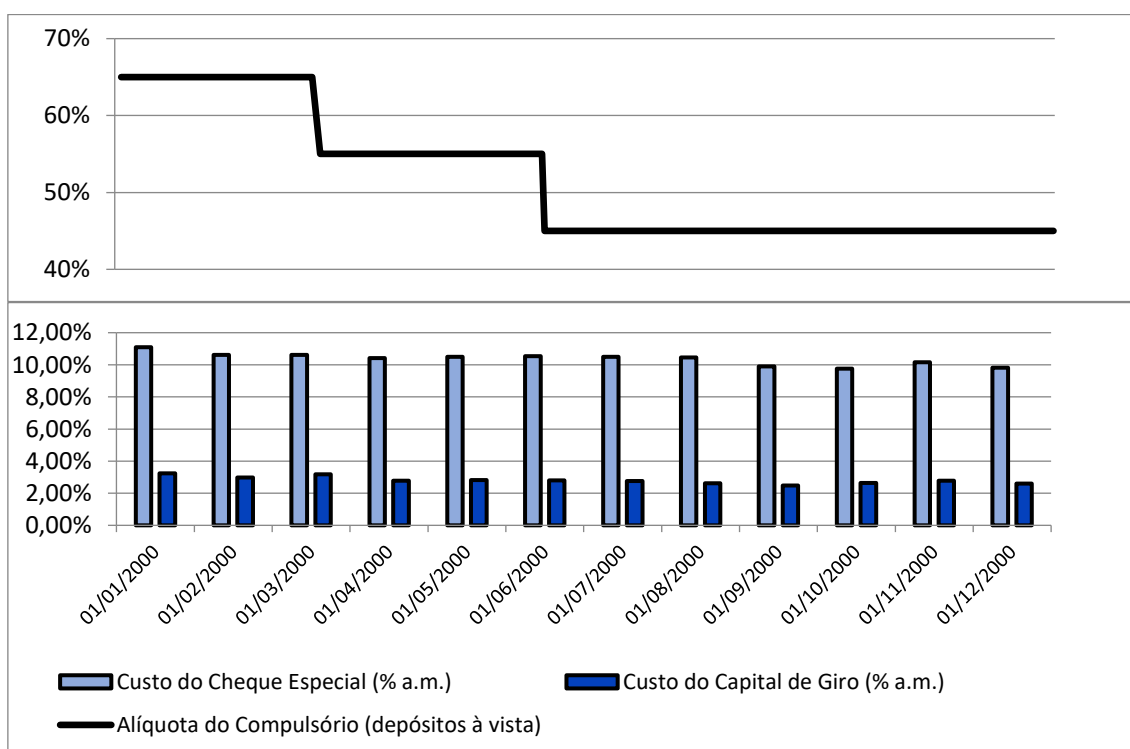
recursos no sistema financeiro, e a autoridade monetária esperava que parte da redução do custo de captação das instituições fosse repassada aos clientes.

O objetivo, segundo Figueiredo¹³⁸⁹, é reduzir o spread bancário e os juros para o consumidor, em consequência da maior oferta de crédito. “Nos próximos dias já vamos sentir uma mudança”, disse. (...) E, segundo sua previsão, essa redução se repetirá agora, sendo que o impacto maior recairá sobre o cheque especial, por ser um crédito diretamente vinculado à conta corrente.

In («BC reduz compulsório para 55%», 2000).

A reação do custo do crédito foi pouco expressiva, mas isso não mudou a estratégia da autoridade monetária, que tornou a reduzir a alíquota do compulsório em junho (para 45%¹³⁹⁰) com o mesmo objetivo. Novamente o resultado foi modesto, impondo a busca por alternativas.

Figura 41 - Alíquota do compulsório (depósitos à vista) e custos do crédito



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil e do Jornal do Brasil.

¹³⁸⁹ Luiz Fernando Figueiredo, diretor de Política Monetária do Banco Central do Brasil.

¹³⁹⁰ Circular nº 2.983, de 7 de junho de 2000.

Também em março, porém dias após a mudança no compulsório, o Copom voltou a dar passos no sentido da redução da taxa básica de juros da economia. Apesar de preservar a meta para Selic (em 19% a.a.), o Comitê comunicou ao mercado o viés de baixa da mesma – o que significava que a qualquer momento ele poderia reduzi-la. A inflação, que aumentara no último trimestre de 1999, tornara a desacelerar, e apesar dos dois aumentos de juros promovidos pelo Fed, a autoridade monetária encontraria espaço, dias mais tarde, para reiniciar o ciclo de afrouxamento monetário, fixando a nova meta para a Selic em 18,5% a.a..

A decisão foi sucedida por uma política cautelosa. Além da questão dos juros norte-americanos, o BCB manteve-se atento a desenvolvimentos como o julgamento (no STF) dos expurgos do FGTS¹³⁹¹, a evolução dos preços do petróleo¹³⁹² e, mais adiante, aos problemas econômicos enfrentados pela Argentina.

Assim, somente em junho o colegiado tornou a reduzir a meta para a Selic, fazendo-o por três vezes em menos de um mês, e acabando por fixar a taxa básica da economia em 16,5% a.a. já a partir do último terço de julho. As reduções, entretanto, foram sucedidas pela aceleração do IPCA, o que obrigou o BCB a novamente suspender sua política de afrouxamento monetário.

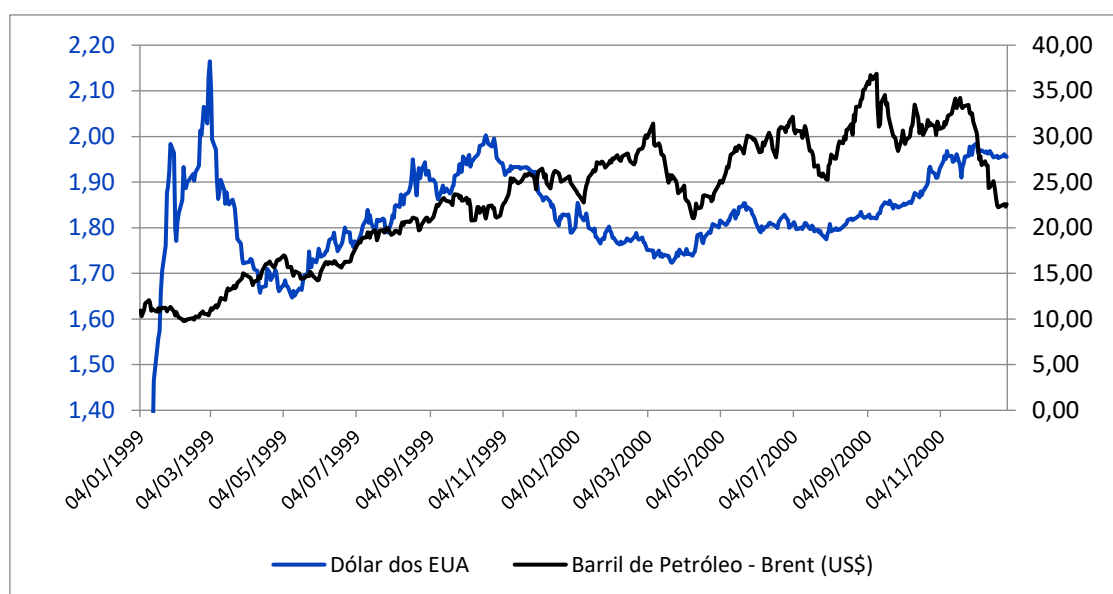
Após dois anos consecutivos de retração, a produção industrial voltara a crescer e o desemprego começara a recuar. Porém, a preocupação do Copom não estava voltada exclusivamente para a demanda interna, havendo grande atenção aos potenciais efeitos dos choques externos sobre os preços domésticos e a formação de expectativas. A taxa básica da economia só tornaria a ser reduzida ao final de dezembro (para 15,75% a.a.), após o arrefecimento do cenário internacional e o socorro à República Argentina.

¹³⁹¹ Estava em votação no Supremo Tribunal Federal um processo no qual os trabalhadores pleiteavam a correção monetária dos saldos do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS), expurgados nos planos Verão e Collor. A estimativa do Banco Central era que o custo para os cofres públicos da restituição do expurgo atingiria os R\$ 38 bilhões.

¹³⁹² A cotação internacional do barril de petróleo iniciara uma trajetória de alta no início de 1999, saltando de (aproximadamente) US\$ 10 para cerca de US\$ 25 ao final do ano (Brent). A tendência foi mantida até novembro de 2000, com os preços passando a apresentar maior volatilidade e com a máxima sendo atingida em setembro (US\$ 37,43).

O país vizinho adotara o regime de conversibilidade entre a moeda nacional e o dólar dos EUA (um para um) em janeiro de 1992. Porém, passados alguns anos, a sobrevalorização de sua divisa passara a comprometer a competitividade do país, levando a um acúmulo de déficits em transações correntes. A sustentação das contas externas tornara-se dependente do ingresso de recursos estrangeiros, de forma semelhante à experiência brasileira até 1999. Contudo, a Argentina via-se em meio a um processo recessivo, registrava taxas de desemprego elevadas e tudo levava a crer que não seria capaz de cumprir as metas fiscais pactuadas com o FMI (no último empréstimo contraído com o organismo internacional).

Figura 42 - Cotações do dólar dos EUA e do barril de petróleo do tipo Brent



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil e do Federal Reserve

Embora o regime de conversibilidade estivesse na raiz dos problemas, o governo do recém-eleito presidente, Fernando de La Rúa, descartara qualquer mudança no mesmo. Além disso, tentara aprovar um pacote (de ajuste) econômico que previa reduções importantes nas despesas do governo e reformas estruturais – entre as quais o corte nos salários de cerca de 140 mil funcionários. Em meio a esse contexto, denúncias de suborno relacionadas à aprovação de mudanças na legislação trabalhista acabaram por levar à renúncia do vice-presidente (que insistia na apuração do caso), abrindo uma grande crise política no país e disparando um movimento de aversão ao risco nos mercados internacionais.

No Brasil, a crise do vizinho refletiu-se no mercado de câmbio, com o dólar dos EUA a dar início a uma trajetória de alta que só seria interrompida ao final do ano, quando, entre outros, foi anunciado um pacote de ajuda a Argentina (capitaneado pelo FMI) de US\$ 39,7 bilhões. Esse mesmo anúncio acabou por ter um peso importante na decisão de dezembro do Copom, juntamente com o recuo das cotações do petróleo e com a desaceleração da economia dos EUA.

Interrompendo a sequência de resultados medíocres do biênio anterior, a economia cresceu 4,39% e o desemprego encerrou o ano próximo a 5%¹³⁹³. Além disso, o superávit primário do governo geral superou a meta acordada com o FMI¹³⁹⁴ pelo segundo ano consecutivo. Finalmente, e apesar dos sustos ao longo do ano (especialmente os dos meses de julho e de agosto), a variação anual do IPCA limitou-se a 5,97% – ficando a meros 0,03% do centro da meta fixada para a inflação.

8.2.3. 2001

A virada para o novo século foi sucedida pela reversão da política monetária nos EUA. Com os dados da economia do país a apontar um declínio expressivo do ritmo da atividade produtiva, o Federal Reserve inverteu sua política de juros e deu início a um movimento – que seria mantido ao longo de todo o ano – de afrouxamento monetário.

Paralelamente, o Copom buscou dar sequência às reduções da meta para a Selic, tendo decidido pela fixação da taxa básica da economia em 15,25% a.a. em sua reunião de janeiro. Entretanto, o processo acabaria por ser suspenso no mês seguinte, devido à reação da inflação, e revertido, a partir de março, devido ao agravamento da situação da Argentina (fator principal) e a fatores internos que incluíam o desenrolar de uma nova crise política interna e o crescente aumento do risco do Brasil enfrentar problemas sérios de abastecimento de energia elétrica.

¹³⁹³ O índice de dezembro, mês em que o desemprego tradicionalmente apresentava um recuo importante, foi 4,84%. Nos dois meses seguintes, contudo, o índice seria de 5,7% e 5,73%, sucessivamente.

¹³⁹⁴ De acordo com os números divulgados pelo BCB em janeiro de 2001, o superávit primário de 2000 atingiu R\$ 38,2 bilhões, cerca de 3,6% do PIB.

A situação na Argentina deteriorar-se-ia ao longo de 2001, especialmente a partir de março. No início deste mês, José Luis Machinea, então ministro da Economia, renunciou ao cargo. Machinea fora responsável pela negociação do pacote de empréstimos liderado pelo FMI no final do ano anterior e prometera deixar o governo caso não conseguisse reanimar a economia argentina. Seu substituto, Ricardo López Murphy, duraria poucos dias no posto. Após anunciar um programa de ajuste econômico com cortes de gastos sociais e administrativos, acabou por enfrentar resistências e a ser substituído pelo presidente De La Rúa. Dessa forma, o comando da economia Argentina seria entregue, ainda em março, ao «pai» do programa de conversibilidade: o ex-ministro do governo Menem, Domingo Cavallo.

A hipótese de mudar o regime cambial jamais foi considerada, e o ministro Cavallo recebeu poderes especiais do Congresso para lidar com a crise. Suas primeiras medidas buscaram promover mudanças no plano de seu antecessor e captar novos empréstimos no exterior – de forma a sustentar o modelo vigente. A economia argentina, entretanto, não reagiu. O PIB já contraíra 3,39% no ano anterior e sua trajetória manteve-se descendente, as taxas de desemprego e de subemprego aumentaram¹³⁹⁵ e o clima nas ruas do país tornou-se cada vez menos sustentável.

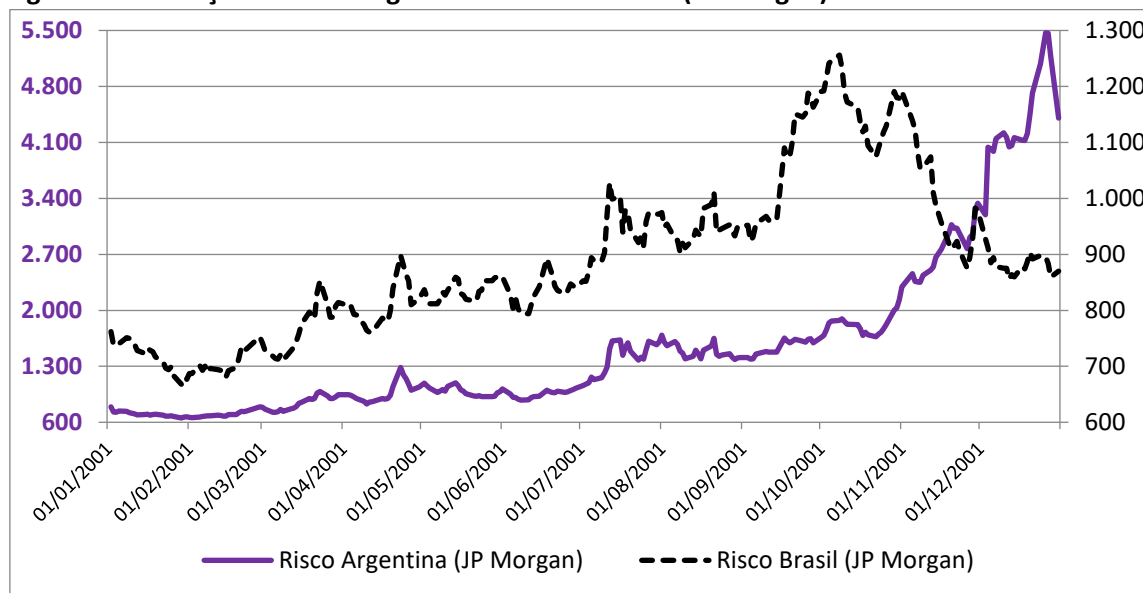
No exterior a credibilidade do governo argentino declinou e as fugas de capital do país começaram a intensificar-se¹³⁹⁶. Com a manutenção do regime de conversibilidade mostrando-se cada vez menos viável, o ministro Cavallo acabou por instituir, no início de dezembro, o chamado «Corralito», medida que limitou os saques em dinheiro das contas bancárias a US\$ 250 semanais – reduzindo, entre outros, a possibilidade da troca de pesos por dólares dos EUA. Greves e protestos, que já eclodiam por todo o país, aumentaram de intensidade e, em meados de dezembro, De La Rúa teve o seu carro apedrejado em meio aos distúrbios sociais – que incluíram saques a supermercados,

¹³⁹⁵ Entre maio e outubro de 2000 o desemprego aumentou de 16,4% para 18,3% e o subemprego de 14,9% para 16,3%, números divulgados pelo Jornal do Commercio em («Desemprego de 16,4% na Argentina», 2001) e em («Desemprego chega a 18,3% na Argentina», 2001).

¹³⁹⁶ De acordo com a matéria («Desemprego chega a 18,3% na Argentina», 2001) do Jornal do Commercio, entre 25 de setembro e 2 de novembro as reservas internacionais do país recuaram US\$ 4,55 bilhões – quase o equivalente ao total recebido pelo país do Fundo Monetário em seu último acordo.

confrontos de cidadãos com a polícia e mortes. A escalada da violência levou o presidente a decretar estado de sítio em 19 de dezembro, e a renunciar ao cargo no dia seguinte.

Figura 43 - Evolução do risco Argentina e do risco Brasil (JP Morgan)



Fonte: Elaboração própria com base em dados do IPEA e do diário de finanças *Ámbito*¹³⁹⁷.

Enquanto os problemas na Argentina se agravavam e contaminavam os ativos brasileiros (no país e no exterior), a economia nacional seria vítima de outra crise de grandes proporções: a de oferta de energia. Em função da dependência do sistema da matriz hidroelétrica, da escassez de chuvas naquele ano e da ausência de investimentos (públicos e privados) no setor, a capacidade produtiva do país ficara comprometida ao final de março. A essa altura, o nível dos reservatórios de água da região Sudeste (a mais desenvolvida do país) encontrava-se em 34% da capacidade, não havendo fontes alternativas de geração para suprir a demanda.

Com o início do outono no hemisfério sul – estação seca – a reduzida esperança de reversão da situação dos reservatórios se esvaiu, ficando evidente que as regiões Nordeste, Sudeste e Centro-Oeste não teriam água em volume suficiente para atender a demanda por energia. Assim, e somente ao final de maio, o governo anunciou a adoção

¹³⁹⁷ Os dados do risco Argentina foram obtidos através do diário argentino de finanças e economia *Ámbito*, que disponibiliza esses dados através da página <https://www.ambito.com/contenidos/riesgo-pais-historico.html>. Consulta realizada em 21 de julho de 2021 às 18h de Lisboa.

de medidas para lidar com o problema – que teriam início já no mês seguinte. Foi implementada uma política de redução de 20% do consumo de energia nas regiões afetadas, levada adiante por meio da instituição de cotas, sobrepreço e, em casos de reincidência, cortes no fornecimento. O chamado «Apagão» duraria até fevereiro de 2002, com impactos severos tanto no âmbito econômico quanto político.

No setor energético, o maior erro do governo foi iniciar as privatizações sem estar pronta a regulamentação do setor. Deixou as decisões de investimento nas mãos das empresas privadas e praticamente proibiu os investimentos das empresas estatais. Estes erros têm tudo a ver com os apagões que nos esperam.

Resposta do ex-ministro Delfim Netto à pergunta «No setor energético, quais erros o senhor apontaria como os mais graves?» in (MORAIS, 2001).

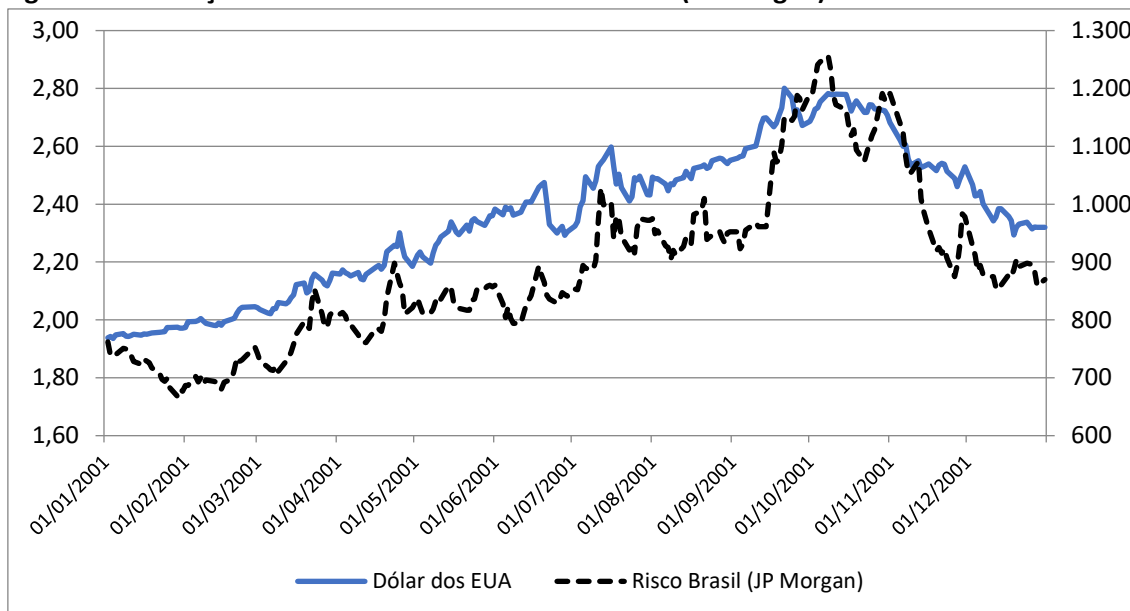
De volta à fixação da taxa básica de juros no Brasil, o agravamento dos cenários de crise – especialmente o da Argentina – elevou a pressão sobre o câmbio e acentuou a depreciação do real, comprometendo as metas para a inflação. Diante disso, o Copom reagiu e reverteu o afrouxamento monetário em curso, tornando a elevar a meta para a Selic ao final de março – de 15,25% para 15,75% ao ano.

Esse movimento seria apenas o primeiro de uma série de cinco consecutivos, no qual o Comitê acabaria por elevar a meta para a Selic para 19% a.a., em 18 de julho. Adicionalmente, a autoridade monetária ver-se-ia obrigada a intervir com alguma regularidade no mercado de moedas para conter a depreciação do real (sem muito sucesso), ora por meio da venda de títulos públicos atualizados pela moeda dos EUA (NBC-E), ora pela venda direta da divisa norte-americana.

Os esforços do BCB não foram capazes de conter a depreciação do real nem tampouco de manter a inflação na meta. As crises interna e externa comandaram o aumento da percepção de risco, impactando de forma ampla os ativos nacionais e fortalecendo a pressão inflacionária, movimento que prevaleceu até o início de outubro. Somente no último trimestre, diante da melhora da expectativa ante a crise energética, do descolamento do risco Brasil (de seu correspondente argentino) e de uma redução da

oferta de liquidez no mercado, a situação acalmou-se, com o real recuperando parte do valor perdido.

Figura 44 - Evolução da taxa de câmbio e do risco Brasil (JP Morgan)



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil e do IPEA.

Cabe registrar que o enfrentamento da depreciação do real não se limitou à elevação da meta para a Selic e às intervenções no mercado de câmbio. Na visão da autoridade monetária, o aumento da liquidez – fruto de decisões do próprio BCB no ano anterior¹³⁹⁸ – favorecera o crescimento da especulação com a moeda nacional.

Por isso, mudanças importantes acabaram por ser realizadas em setembro nas regras dos recolhimentos compulsórios. A primeira foi a adoção da alíquota de 10% sobre os depósitos a prazo¹³⁹⁹, medida que previa retirar cerca de R\$ 10 bilhões de circulação. A segunda foi a elevação do percentual mínimo da exigência sobre os depósitos à vista a ser recolhido diariamente aos cofres do BCB, de 60% para 80%¹⁴⁰⁰, com impacto estimado em R\$ 4 bilhões.

Um fator que beneficiara (ao longo de todo o ano) as ações do BCB fora a política de afrouxamento monetário promovida pelo Federal Reserve. De 6,5% a.a. no início de

¹³⁹⁸ Em suas tentativas de reduzir os spreads bancários por meio das reduções da alíquota sobre os recolhimentos compulsórios no ano anterior.

¹³⁹⁹ Circular nº 3.062 de 21 de setembro de 2001.

¹⁴⁰⁰ Circular nº 3.063 de 26 de setembro de 2001.

janeiro, o banco central dos EUA conduziu gradualmente a meta para a taxa básica de juros de sua economia até os 1,75% a.a. (valor fixado em dezembro), o que, na prática, favoreceu o desempenho dos ativos brasileiros. Na contramão, e embora seu efeito tenha sido relativamente limitado, cabe registrar o amplo aumento do chamado «risco Brasil» após os atentados terroristas que atingiram os Estados Unidos, em 11 de setembro.

No âmbito fiscal, o governo conseguiu cumprir (pelo terceiro ano consecutivo) a meta de superávit primário acordada com o FMI¹⁴⁰¹. Tal como nos anos anteriores, a parcela mais relevante do ajuste fiscal coubera ao governo central, sendo fruto de uma elevação importante das receitas e da contenção das despesas federais.

Entretanto, e contrariamente ao que ocorrera no biênio anterior, a relação dívida líquida/PIB tornou a aumentar, deixando de flutuar no entorno dos 43% e encerrando 2001 em 47,54%. O esforço fiscal fora insuficiente para compensar a manutenção de uma meta elevada para a taxa básica de juros, a desvalorização cambial e a redução do ritmo da expansão da economia. Vale registrar que do estoque total de títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi) em poder do público, 52,79% referiam-se a instrumentos atualizados pela Selic e 28,61% pela variação cambial¹⁴⁰².

Como previamente mencionado, a meta de inflação foi descumprida pela primeira vez. Ela havia sido fixada pelo CMN em 4% (com um intervalo de tolerância de 2% para cima e para baixo) em junho de 1999, porém a variação anual do IPCA atingiu 7,67%. Assim, como previa o Decreto que instituía o RMI¹⁴⁰³, o presidente do BCB precisou escrever, pela primeira vez, uma carta aberta ao Ministro da Fazenda apresentando, entre outros, as razões do descumprimento.

Segundo o texto encaminhado ao ministro¹⁴⁰⁴, o rompimento da meta fora fruto de choques internos e externos. Em relação aos primeiros, o presidente do BCB destacou

¹⁴⁰¹ De acordo com os números divulgados pelo BCB em janeiro de 2002, o superávit primário de 2001 atingiu R\$ 43,7 bilhões, cerca de 3,75% do PIB.

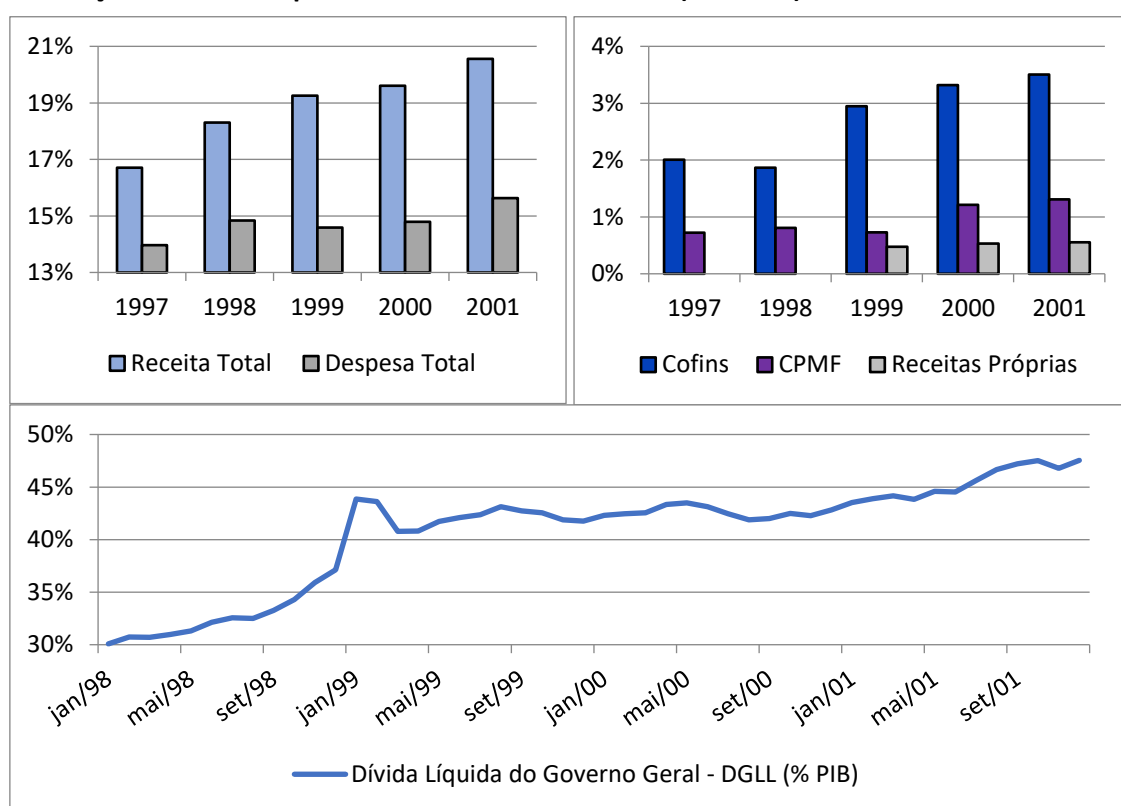
¹⁴⁰² Percentuais retirados da Nota à imprensa do Mercado Aberto de dezembro de 2001 (DEMAB, 2002).

¹⁴⁰³ Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999.

¹⁴⁰⁴ Em 16 de janeiro de 2002.

«o crescimento acentuado dos preços administrados por contrato, principalmente das tarifas de energia elétrica». No tocante aos segundos, ele pontuou que «a desaceleração da economia mundial, o contágio proveniente da crise argentina e os ataques terroristas nos Estados Unidos» haviam produzido uma «forte pressão de depreciação do real», cujo efeito sobre a inflação anual representara 2,9 pontos percentuais – segundo a estimativa do BCB.

Figura 45 - Evolução das receitas e despesas totais do governo central, evolução da arrecadação de alguns tributos do governo central – Cofins¹⁴⁰⁵, CPMF e outros¹⁴⁰⁶ (% do PIB) – e evolução da Dívida Líquida do Governo Geral – DLGG (% do PIB)



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central e do Portal Brasileiro de Dados Abertos.

Com a desaceleração do crescimento do PIB para 1,39% e diante de uma nova retração do produto industrial (-0,64%), a boa notícia foi o retorno dos saldos positivos na balança

¹⁴⁰⁵ A elevação da arrecadação da Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins) e da CPMF, entre outros, havia sido fruto do ajuste fiscal promovido ao final de 1998 - para cumprir as metas acertadas com o FMI. As alíquotas da Cofins e da CPMF foram majoradas. A primeira de 2% para 3% (com a cobrança passando a abranger o setor financeiro), e a segunda de 0,2% para 0,38% (em 1999) - posteriormente reduzida (em 2000 e 2001) para 0,3%.

¹⁴⁰⁶ As receitas próprias apresentadas compreendem as fontes Contribuições sobre Concursos de Prognósticos, Recursos Próprios Não financeiros e a Contribuição Social sobre o Lucro Líquido das Pessoas Jurídicas (CSLL).

comercial. Após seis anos consecutivos de resultados anuais negativos, o Brasil acumulou um superávit de US\$ 2,65 bilhões, embora o déficit em transações correntes tenha permanecido elevado, em US\$ 23,21 bilhões.

8.2.4. 2002

Apesar da manutenção de um ambiente externo adverso (a economia dos EUA não reagira e a situação na Argentina deteriorava-se), um dos principais entraves à expansão da atividade econômica teve fim logo no início do ano: o racionamento de energia.

O retorno das chuvas fez os reservatórios voltarem a encher, levando a Câmara de Gestão da Crise a anunciar (em janeiro) a suspensão do racionamento, tão logo os estoques de água atingissem 52% (Sudeste) e 48% (Nordeste) da capacidade de armazenamento. Assim, com o primeiro superado na primeira quinzena de fevereiro e com o segundo em vias de fazê-lo, Fernando Henrique anunciou o fim das restrições (tendo a normalidade retornado em 1º de março).

A boa notícia para a economia real teve por companhia a melhora das condições financeiras. Apesar do rompimento da meta para 2001, a inflação medida pelo IPCA apresentara sucessivos recuos desde outubro e a expectativa do BCB era de manutenção dessa tendência, dada a melhora das condições internas (entre elas o fim do racionamento). Assim, ao final de janeiro e após sustentar a meta para a Selic por mais de seis meses (em 19% a.a.), o Copom retomou a política de afrouxamento monetário – por meio de uma redução modesta da taxa básica da economia (0,25 pontos percentuais).

No tocante ao esforço fiscal, o comprometimento do governo com o superávit primário em 2002 fora fixado em 3,5% do PIB. Assim, visando cumpri-lo e dada a previsão de recuo das receitas, foi determinado (em fevereiro) um corte no Orçamento de R\$ 12,4 bilhões. Adicionalmente, o governo submeteu ao Congresso (mais) uma PEC de prorrogação da CPMF (dessa vez até o fim de 2004), uma vez que a cobrança se encerraria em junho.

Paralelamente, o calendário de vencimentos de títulos públicos previa uma grande concentração de instrumentos atualizados pela variação cambial (NBC-E e NTN-D¹⁴⁰⁷) entre os meses de abril e de agosto. Tais ativos haviam sido amplamente utilizados no enfrentamento da depreciação do real. Agora, entretanto, precisavam ser liquidados ou «rolados».

Porém, a demanda do mercado por proteção cambial não havia arrefecido. Além do ambiente externo desfavorável, pesava o fato de 2002 ser um ano eleitoral, no qual o principal «fiador» da política econômica deixaria o cargo. Dessa forma, era preciso conciliar o atendimento à demanda por *hedge* com a proposta (já em vigor) de reduzir a participação relativa dos «títulos cambiais» no total da dívida interna.

A solução anunciada pelo BCB (ao final de fevereiro) foi a realização de ofertas combinadas de contratos de swap cambial¹⁴⁰⁸ com títulos atualizados pela variação da Selic (LFT¹⁴⁰⁹).

As primeiras ofertas combinadas deixaram claro que a demanda concentrava-se nos contratos de swap, havendo pouco (ou nenhum) interesse das instituições pelo restante do conjunto – o que passou a impactar negativamente o apreçamento das LFT. Como solução de contorno, o BCB decidiu elevar a quantidade relativa de contratos de swap nas ofertas, mas, diante da manutenção dos resultados negativos, acabou por alterar mais uma vez sua abordagem, passando a oferecer – a partir de maio – apenas os derivativos (sem a contrapartida da aquisição dos títulos públicos).

¹⁴⁰⁷ Notas do Banco Central, série E, e Notas do Tesouro Nacional, série D, ambos títulos públicos federais cujos valores do principal e das parcelas de juros eram atualizados de acordo com a variação da moeda estadunidense.

¹⁴⁰⁸ O «swap» é um derivativo que permite a troca de rentabilidade de ativos financeiros entre agentes econômicos. No instrumento utilizado pelo BCB, a autoridade monetária comprometia-se a pagar ao detentor do contrato a variação do dólar dos EUA - acrescida de uma taxa de juros (também chamada de «cupom cambial») - e a receber a variação da taxa de juros doméstica acumulada no mesmo período (na altura, a taxa do Depósito Interfinanceiro - DI - referência no mercado financeiro). Por meio da aquisição desse contrato, o detentor ficava protegido ante uma variação cambial positiva (ficava ativo em dólar dos EUA), comprometendo-se a remunerar o BCB com o equivalente ao rendimento do DI sobre o principal (passivo em taxa DI).

¹⁴⁰⁹ Letras Financeiras do Tesouro.

Também em maio, a questão do apreçamento das LFT ganhou uma dimensão não antecipada. Apesar das normas em vigor exigirem que os ativos pertencentes às carteiras dos Fundos de Investimento Financeiro (FIF) fossem contabilizados pelo valor de mercado, uma grande parcela desses Fundos o fazia por meio do valor na curva de rendimentos (preço na curva¹⁴¹⁰). Na prática, a diferença entre ambos era irrisória em uma situação de normalidade (o valor dos ativos tendia a ser negociado próximo ao preço na curva), contudo, em um contexto de maior estresse a diferença tendia a aumentar, em detrimento do valor de mercado dos ativos.

Além disso, como o preço de mercado era o que regia efetivamente os negócios realizados, a situação vigente impunha um risco real de perdas aos cotistas. Diante de uma expansão da diferença entre os valores (mercado e curva) e de saques crescentes de recursos dos fundos (com base em um apreçamento sobrevalorizado das quotas), a carteira de ativos teria cada vez menos condições de honrar as retiradas subsequentes, permitindo que – no limite – parte dos cotistas perdesse todo o valor investido.

Para pôr fim a tal situação, o BCB impusera um prazo para a adequação dos fundos às regras. Inicialmente marcada para 30 de junho¹⁴¹¹, a data limite acabou por ser alterada para 30 de setembro em março¹⁴¹², dias antes das primeiras ofertas combinadas de swap com LFT.

Porém, como já mencionado, o excesso de LFT ofertadas pelo BCB/Tesouro acabou por depreciar o preço de mercado dos ativos, ampliando a diferença para o valor na curva – e fortalecendo a situação temida pela autoridade monetária. Àquela altura, os FIF detinham mais de 36% de todos os títulos federais em poder do público e o impacto da elevação da diferença entre preços (mercado e juros) podia ser severo, comprometendo, inclusive, a colocação de novos instrumentos de dívida.

¹⁴¹⁰ O preço na curva de juros de um ativo em uma data D corresponde ao somatório dos produtos entre o valor nominal atualizado de cada fluxo de pagamento do instrumento (que pode ser um só) e o fator correspondente à porção da taxa interna de retorno referente ao período transcorrido entre a aquisição e a data D – a taxa interna de retorno é aquela que iguala em T0 o preço de aquisição do ativo ao valor presente (também em T0) de todos os seus termos de pagamento.

¹⁴¹¹ Circular 3.086, de 15 de fevereiro de 2002.

¹⁴¹² Circular 3.096, de 6 de março de 2002.

A «solução» para o problema surgiu de um acordo firmado entre o BCB e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Por meio da Instrução nº 365, do dia 29 de maio (véspera do feriado de Corpus Christi), a CVM antecipou a data final da adequação à regra para o último dia útil daquele mês. Na prática, a medida impôs aos gestores dos fundos um reajuste «imediato» dos valores das quotas, ação que trouxe algum prejuízo – embora limitado – a uma parcela de cotistas¹⁴¹³, mas que buscava evitar o agravamento da situação.

Várias centenas de fundos registraram perdas em função da mudança e, como temido, a redução do valor das cotas deu origem ao aumento da percepção de risco por parte dos investidores (que antes tinham esses fundos como «imunes» à depreciação). Os prejuízos aliados aos temores motivaram saques, obrigando os FIF a desfazerem-se de ativos e a elevar ainda mais a oferta de LFT no sistema – retroalimentando a espiral de perdas.

Paralelamente, o ambiente eleitoral aquecia-se. Uma das principais pré-candidatas à Presidência da República, a governadora do Maranhão e filha do ex-presidente José Sarney, Roseana Sarney, teria uma empresa invadida pela Polícia Federal no início de março. O resultado da ação, considerada por muitos política, acabaria por inviabilizar sua candidatura, e por precipitar o rompimento de seu partido, o PFL, com o partido do presidente, o PSDB.

Sem Roseana, as pesquisas passaram a indicar – em abril – uma liderança folgada do pré-candidato do Partido dos Trabalhadores (PT), Luiz Inácio Lula da Silva, como favorito na disputa.

Também em abril, um evento importante afetou o Brasil e dois outros ampliaram a percepção de risco do sul do continente. No âmbito doméstico, o principal acontecimento foi a entrada em operação do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB), plataforma informatizada cuja principal função era transferir recursos, bem como

¹⁴¹³ Apesar de centenas de fundos terem sido afetados pela medida, uma parcela do total já havia feito a adequação e seus cotistas não foram impactados.

processar e liquidar pagamentos para pessoas, empresas, governo, Banco Central e instituições financeiras.

Com o início de suas atividades, diversas operações – antes sujeitas às formas tradicionais de compensação e às diversas variedades de risco inerentes às mesmas (como o de insuficiência de fundos) – passaram a (ou puderam optar por) se dar de forma *on line*, sensibilizando em um curto intervalo de tempo as posições das instituições envolvidas e elevando a segurança do sistema financeiro.

A entrada em operação do SPB também motivou a alteração do modelo de assistência financeira/redesconto vigente, que foi renomeado Redesconto do Banco Central¹⁴¹⁴. Sua principal novidade foi a instituição das operações de redesconto intradia, destinadas a atender necessidades de liquidez de uma instituição financeira ao longo de um mesmo dia útil. As demais modalidades de redesconto mantiveram suas características e custos¹⁴¹⁵, tendo as operações intradia passado a ser oferecidas a custo zero.

No restante do cone sul, a Venezuela sofreria uma tentativa de golpe de Estado – frustrada em poucos dias – e a Argentina enfrentaria a recusa de seu Congresso em votar a nova proposta do presidente Duhalde: o Plano Bonex.

Enquanto isso, o governo manteve-se preocupado com o cumprimento das metas fiscais. A demora do Congresso em aprovar a prorrogação da CPMF botava em risco as projeções vigentes e, diante do fato, o ministro da Fazenda anunciou a elevação das alíquotas do IOF a partir de junho – vindo posteriormente a cortar (um mês mais tarde) outros R\$ 5,3 bilhões do Orçamento¹⁴¹⁶.

A partir de maio, o Brasil passou a conviver com uma ampliação expressiva de seu risco soberano, acompanhada de perto pela depreciação do real. A tese dominante era que a liderança de Lula nas pesquisas de intenção de voto punha em risco as políticas vigentes

¹⁴¹⁴ Resolução nº 2.949, de 4 de abril de 2002 e Circular nº 3.105, de 5 de abril de 2002.

¹⁴¹⁵ Circular nº 3.120, de 19 de abril de 2002.

¹⁴¹⁶ O Congresso acabaria por concluir a aprovação e por promulgar a emenda constitucional que prorrogou a CPMF em 12 de junho, evitando a interrupção da sua cobrança. A alíquota do tributo foi mantida em 0,38% até 31 de dezembro de 2003. A partir de 1 de janeiro de 2004 e até 31 de dezembro do mesmo ano a alíquota recuaria para 0,08%.

(recebendo a alcunha de «efeito Lula»), mas outras explicações apontavam para a deterioração da estrutura de vencimentos do endividamento interno.

Ao final da primeira quinzena de junho, o banco JP Morgan (responsável pela divulgação do principal índice do risco-país) declararia aos seus clientes que «a disparada do risco Brasil *refletia* muito mais a crise de rolagem da dívida interna do que o quadro pré-eleitoral e que a fragilidade do real *deveria* persistir, mesmo com o fim de turbulências no mercado financeiro»¹⁴¹⁷.

De fato, além da pré-existente concentração de vencimentos de NBC-E e de NTN-D, a deterioração do valor das LFT motivara o BCB a atuar por meio de operações de troca de ativos (substituindo títulos com vencimento longo por instrumentos de prazo mais curto), com grande impacto sobre o cronograma de pagamentos (ou de rolagem) da dívida. Embora não houvesse qualquer diferença entre os valores nominais atualizados das LFT em poder do público, a proximidade do vencimento tornava menor o desconto imposto pelo mercado sobre os instrumentos «curtos», fazendo com que as trocas do BCB contribuíssem, entre outros, para a redução das perdas dos fundos e dos saques dos cotistas.

Os títulos com vencimento após 2003 têm se depreciado continuamente diante das incertezas a respeito da política econômica que o País adotará sob um novo governo, seja ele qual for. (...) Embora o JP Morgan ressalte a atitude do Banco Central brasileiro em tentar antecipar o vencimento desses títulos com sucessivas operações de troca de papéis 2004, 2005 e 2006 por títulos de 2003, a medida gera preocupações sobre a “herança” do novo presidente, que terá vencimentos a serem pagos logo no início de seu mandato.

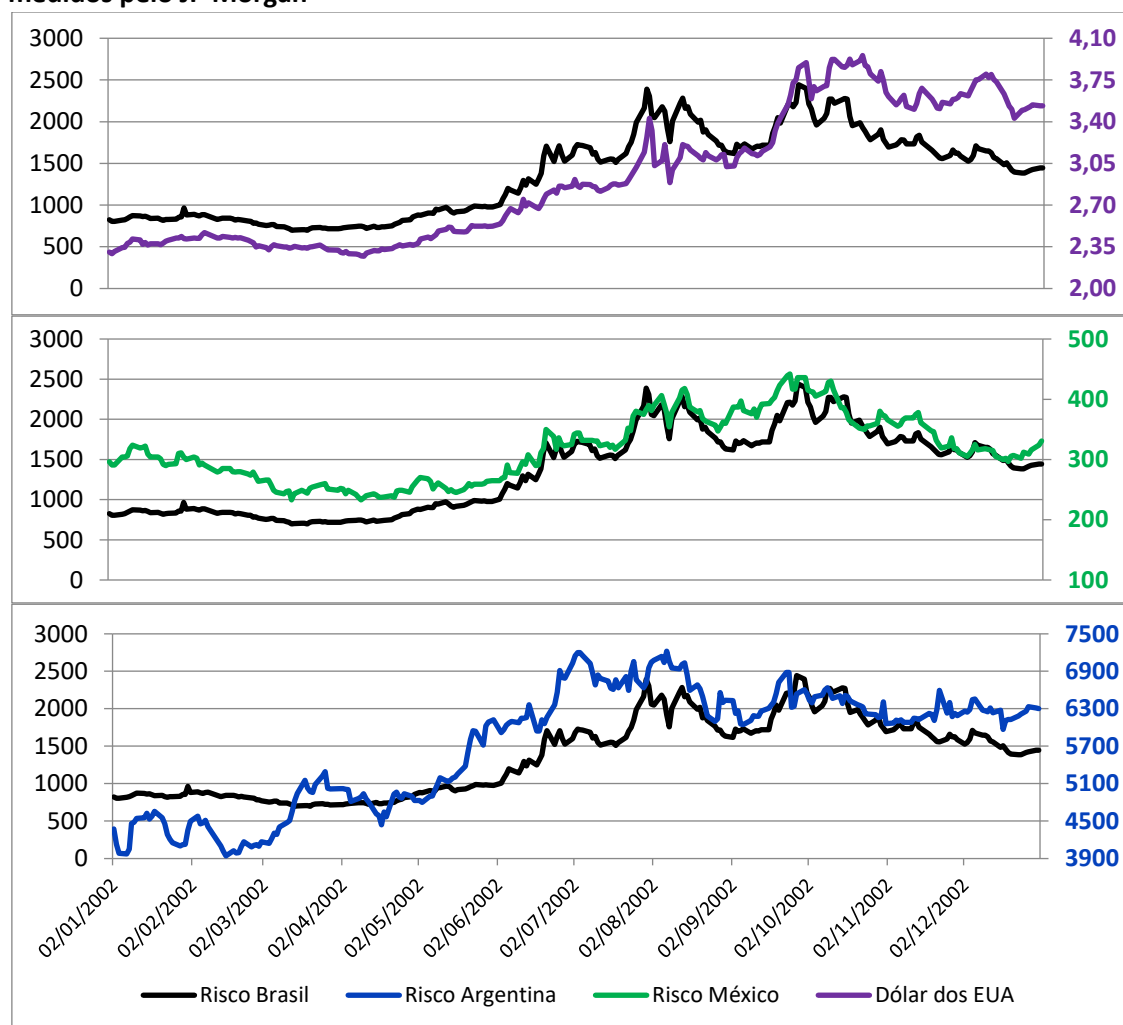
In («Crise da rolagem eleva risco-país», 2002).

A proposta de reduzir o conjunto das condições correntes ao «efeito Lula» também recebeu críticas por parte do ex-ministro Delfim Netto, que compararia o comportamento do risco soberano brasileiro ao de países latino-americanos, como o

¹⁴¹⁷ De acordo com («Crise da rolagem eleva risco-país», 2002), matéria publicada em 11 de junho no Jornal do Commercio.

Chile e o México. Embora fosse plausível que a situação brasileira contaminasse a percepção de risco das demais economias da região, observava-se, de fato, uma grande similaridade no comportamento dos indicadores nos períodos pré e pós-disparada do câmbio.

Figura 46 - Evolução da cotação do dólar dos EUA (R\$) e dos riscos Brasil, México e Argentina medidos pelo JP Morgan



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil, do IPEA, do Centro de Estudios de las Finanzas Públicas (México) e do diário de finanzas Ámbito (Argentina).

O chamado «efeito Lula» motivou o pré-candidato à Presidência a publicar em junho sua «Carta ao povo brasileiro», documento no qual, entre outros, ele se comprometeu com o respeito aos contratos e às demais obrigações do país. Dias mais tarde, em outra tentativa de acalmar o mercado, Lula afirmou que a saída para a crise econômica «não

poderia ser produto de decisões unilaterais do Governo», pregando uma transição «lúcida e criteriosa».

Também em junho, diante da incapacidade de conter a depreciação do real apenas com a oferta de derivativos, o BCB adotou dois conjuntos de medidas. O primeiro foi o anúncio do retorno das intervenções por meio de operações tradicionais: leilões de linha e vendas de dólar à vista. O segundo foi a elevação das alíquotas dos recolhimentos compulsórios sobre os depósitos a prazo (de 10% para 15%)¹⁴¹⁸ e sobre a poupança (de 15% para 20%)¹⁴¹⁹ – cujo objetivo era reduzir a capacidade das instituições financeiras de assumirem posições compradas em moeda estrangeira. Na prática, o impacto sobre os depósitos a prazo (estimado em R\$ 6,5 bilhões) tendia a ser limitado, pois o recolhimento voltara a ser feito em títulos públicos¹⁴²⁰. Porém, o efeito da mudança sobre os depósitos em poupança era tido como promissor, pois os cerca de R\$ 6 bilhões previstos deveriam ser recolhidos integralmente em espécie.

A despeito da situação pouco confortável da inflação (o IPCA acumulara uma variação de 2,94% até junho) e da manutenção da tendência de queda do real, o Copom tornou a reduzir a meta para a Selic em sua reunião de 17 de julho, fixando-a em 18% a.a., sem viés. A decisão não foi unânime, mas prevaleceram os resultados das previsões para a inflação do ano seguinte (que apontavam para um patamar inferior ao da meta fixada) e a expectativa pela manutenção do arcabouço macroeconômico vigente. Dias mais tarde, entretanto, o dólar dos EUA rompeu a barreira dos R\$ 3, e antes mesmo do fim do mês chegaria a ser negociado a R\$ 3,61.

Enquanto isso, o governo decidira ir ao FMI pleitear ou a prorrogação do acordo vigente ou o fechamento de um acordo de transição. Embora já tivesse anunciado a elevação de suas metas para o superávit primário de 2002 e de 2003 (de 3,5% para 3,75%) e sacado US\$ 9,94 bilhões no Fundo Monetário em junho (mais que compensando as perdas de reservas ocorridas desde setembro de 2001), Brasília decidira recorrer ao organismo

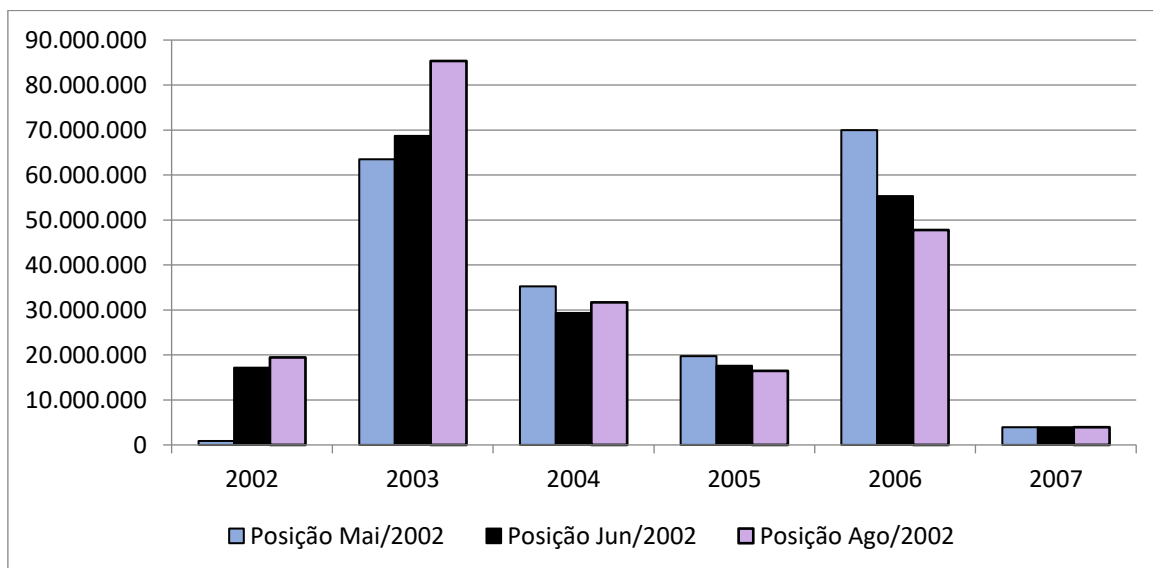
¹⁴¹⁸ Circular nº 3.127, de 14 de junho de 2002.

¹⁴¹⁹ Circular nº 3.128, de 24 de junho de 2002.

¹⁴²⁰ As Circulares nºs 3.062, de 21 de setembro de 2001, e 3.091, de 1º de março de 2002, haviam reinstituído o recolhimento em títulos públicos federais.

internacional para ampliar a resistência da política vigente ante a crescente turbulência do mercado.

Figura 47 - Concentração de vencimentos de LFT em cada ano (em títulos¹⁴²¹). Situação vigente nos meses de maio, junho e agosto de 2002



Fonte: Elaboração própria com base em dados das Notas para a Imprensa publicadas pelo Departamento de Operações do Mercado Aberto (Demab) do Banco Central do Brasil.

As negociações transcorreram entre junho e agosto, sendo concluídas com êxito. O corpo técnico do FMI acabou por concordar com um acordo *stand by* de aproximadamente US\$ 30 bilhões – aprovado em setembro pela direção do Fundo. Além do acesso aos recursos, o entendimento incluiu a redução do piso fixado para as reservas internacionais do Brasil, ampliando a margem de intervenção do BCB no mercado de câmbio, em caso de necessidade.

O novo acordo fortaleceu a posição do governo e, juntamente com a atuação frequente da autoridade monetária no mercado de câmbio e com a imposição de mais uma medida de aperto monetário, foi possível preservar uma relativa estabilidade do valor do real até o início de setembro – quando teve início uma nova onda de depreciação da moeda.

Vale registrar que o novo aperto monetário fora adotado em função da questão das LFT, e não para sustentar o real. Sob a pressão dos gestores dos FIF, o BCB decidira recomprar cerca de R\$ 11 bilhões em títulos públicos, principalmente LFT. Entretanto, para

¹⁴²¹ O valor nominal atualizado de cada LFT em 30 de agosto era de R\$ 1.284,50.

compensar a liquidez adicional injetada no sistema financeiro, a autoridade monetária decidira retirar um montante equivalente sob a forma de recolhimentos compulsórios. Assim, o BCB impôs uma exigibilidade adicional sobre depósitos à vista (3%), em poupança (5%) e a prazo (3%), obrigando as instituições financeiras a recolherem em espécie aos seus cofres o montante correspondente à soma desses percentuais, deduzidos R\$ 30 milhões¹⁴²². Porém, ao contrário do recolhimento compulsório tradicional em espécie, o montante correspondente à exigibilidade adicional faria juz a uma remuneração – calculada com base na taxa Selic.

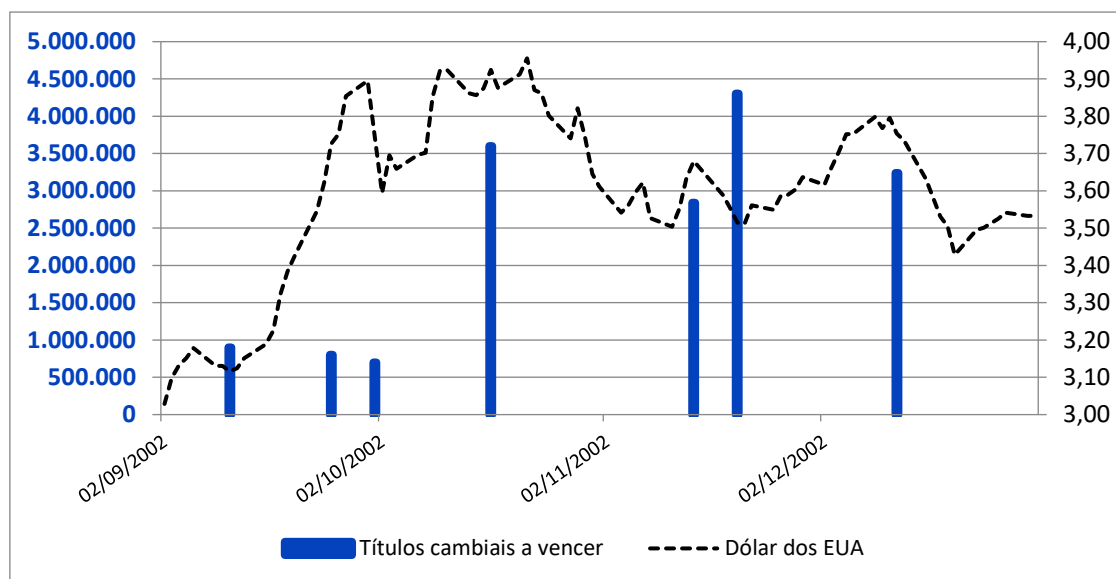
A nova elevação da pressão sobre o real receberia a contribuição de diversos fatores. O primeiro, e mais evidente, era cenário eleitoral. Lula dominava com folga a corrida à presidência, e embora o candidato do governo (José Serra) estivesse em segundo lugar, seu desempenho era considerado fraco e sua passagem para o segundo turno estava duplamente ameaçada (por uma possível definição do resultado já no primeiro turno, e pela ascensão da candidatura do - agora - terceiro colocado nas pesquisas, Anthony Garotinho). Duas outras condições também contribuía para o aumento da aversão ao risco (e para a elevação dos indicadores correspondentes das economias emergentes): (i) a proximidade do início de uma guerra entre os EUA e o Iraque, com o tema a ser tratado abertamente em Washington; e (ii) a sequência de maus resultados da economia dos EUA.

Um quarto elemento pode ter contribuído para acentuar as variações cambiais: os vencimentos das NBC-E e das NTN-D. Embora fossem relativamente poucos os instrumentos com vencimento no início de setembro, a situação invertia-se a partir da segunda quinzena do mês. Cabe pontuar que a taxa de câmbio (Ptax¹⁴²³) aplicada ao pagamento dos ativos era formada no dia útil anterior ao vencimento dos mesmos, sendo muito vantajosa para os detentores dos instrumentos a elevação da cotação da moeda norte-americana nessas datas.

¹⁴²² Circular nº 3.144, de 14 de agosto de 2002.

¹⁴²³ A Ptax é a taxa de câmbio de referência do Banco Central. Ela é calculada com base nas cotações de compra e de venda de dólares dos EUA fornecidas pelas instituições «dealers» da mesa de câmbio da autoridade monetária, em janelas de consulta abertas ao longo do dia.

Figura 48 - Vencimentos de títulos cambiais e variação da cotação do dólar dos EUA



Fonte: Elaboração própria com base em dados da Nota para a Imprensa de agosto/2002, publicada pelo Departamento de Operações do Mercado Aberto (Demab) do Banco Central do Brasil.

O primeiro turno das eleições foi realizado em 6 de outubro. Lula venceu, mas não conquistou votos suficientes para evitar a disputa do segundo turno contra José Serra (que superara Garotinho). Em meio ao resultado das urnas, e imediatamente a seguir a um breve alívio, a moeda brasileira tornou a enfrentar uma rodada de depreciação, levando o BCB a adotar medidas mais contundentes que as tomadas até então.

A primeira deu-se no primeiro dia útil após a votação. O Banco Central elevou em 50% o montante de capital que as instituições financeiras deveriam dispor para manterem a posição detida em moeda estrangeira (de 50% do patrimônio de referência para 75%)¹⁴²⁴. Dias mais tarde, diante da insuficiência da decisão anterior, a autoridade monetária adotou duas novas providências: (i) endureceu a primeira medida (elevando o percentual do patrimônio de referência para 100%) e impôs a redução da exposição total de cada instituição a instrumentos referenciados na variação cambial, de 60% para 30% do patrimônio líquido ajustado¹⁴²⁵; e (ii) elevou os percentuais da exigência adicional adotada em agosto, fixando para os depósitos a prazo, em poupança e à vista, as alíquotas de 8%, 10% e 8%, respectivamente¹⁴²⁶, garantida às instituições a dedução

¹⁴²⁴ Circular nº 3.155, de 7 de outubro de 2002.

¹⁴²⁵ Circular nº 3.156, de 11 de outubro de 2002.

¹⁴²⁶ Circular nº 3.157, de 11 de outubro de 2002.

de R\$ 100 milhões do montante correspondente à soma das exigências. Esta última medida previa retirar do sistema cerca de R\$ 14,2 bilhões em recursos livres.

As novas decisões do BCB foram sucedidas por uma reunião extraordinária do Copom, em 14 de outubro, que elevou a meta para a Selic em 3 pontos percentuais (para 21% a.a.). Com a projeção para o IPCA a superar a meta ajustada para 2003¹⁴²⁷, o Comitê deixou claro¹⁴²⁸ que a causa primária da elevação dos preços não tinha origem no comportamento da demanda, mas era fruto dos efeitos da depreciação cambial.

O Comitê tornaria a elevar a meta para a taxa básica da economia em suas reuniões de novembro e de dezembro, para 22% a.a. e 25% a.a., respectivamente.

A vitória de Lula no segundo turno das eleições, em 27 de outubro, foi sucedida por uma apreciação imediata da moeda brasileira – que só tornaria a recuar, por pouco tempo, ao final de novembro. O efeito da variação cambial, entretanto, foi devastador para o cumprimento da meta para a inflação.

Após sucessivos maus resultados no segundo semestre do ano, o IPCA de novembro registrou a maior variação mensal do indicador desde o início do Real (3,02%), sendo sucedido por outro número elevado no mês seguinte (2,10%). Fortalecida por esses resultados, a inflação anual alcançou os 12,53%, patamar muito superior ao limite fixado pelo CMN¹⁴²⁹: 3,5%, com intervalo de tolerância de 2%.

8.2.5. 2003

A despeito da expectativa por mudanças na política econômica, os primeiros passos de Lula na presidência foram semelhantes aos de Fernando Henrique, em um esforço para superar as adversidades herdadas e para conquistar credibilidade no mercado

¹⁴²⁷ "O Copom trabalha com o conceito de meta de inflação ajustada, onde, à meta de 4% fixada para 2003, são adicionados o choque primário de administrados e a metade do impacto da inércia inflacionária herdada de 2002. A meta ajustada para 2003 não se alterou desde outubro e situa-se em torno de 6%", trecho da ata da 78ª reunião do Copom – novembro de 2002.

¹⁴²⁸ Ver a ata da 76ª reunião do Comitê de Política Monetária – Outubro de 2002.

¹⁴²⁹ Pela Resolução nº 2.744, de 28 de junho de 2000.

financeiro. Sua equipe econômica seguiu com rigor a receita que norteava o Plano Real após a crise de 1999, e estabeleceu metas fiscais ainda mais agressivas que as anteriores.

As primeiras providências do novo governo foram (i) elevar a meta fixada para o superávit primário, de 3,75% para 4,25% do PIB, e (ii) contingenciar cerca de R\$ 14,1 bilhões de recursos previstos no Orçamento. Além de sinalizar o comprometimento da gestão com os acordos e modelos vigentes, as ações tinham por foco a manutenção da sustentabilidade do patamar do endividamento público, que encerrara 2002 em 57,5% do PIB¹⁴³⁰.

A preocupação com o equilíbrio das contas públicas também incluiria propostas de reformas, como a da Previdência e a tributária, além de medidas adicionais de cunho fiscal, cujo objetivo principal era fortalecer a arrecadação. A perseguição à meta de superávit primário seria realizada com afinco ao longo de todo ano, mas seus resultados mais contundentes ocorreriam nos primeiros cinco meses do governo, tendo o saldo acumulado mantido-se quase sempre acima dos 5% do PIB¹⁴³¹.

Em relação à meta para a inflação, o impacto dos choques de 2002 inviabilizou, na prática, que o percentual fixado para o ano¹⁴³² fosse cumprido sem a imposição de uma recessão severa à economia¹⁴³³. Dessa forma, o BCB estabeleceu um novo objetivo para 2003 (8,5%), sem com isso abrir mão da perseguição ao mesmo e de trabalhar para a convergência da inflação para as metas dos anos seguintes¹⁴³⁴. A política monetária seria assumidamente restritiva no primeiro semestre, com o Copom a elevar a taxa básica de juros nas duas primeiras reuniões do ano (para 26,5% a.a.) e a sustentar tal patamar até meados de junho, quando a economia já se encontrava em recessão técnica, o

¹⁴³⁰ Percentual correspondente à dívida líquida do governo geral. A dívida bruta atingira 64,89% do PIB.

¹⁴³¹ A exceção foi o mês de março, no qual o saldo acumulado foi de 4,87% do PIB.

¹⁴³² A Resolução nº 2.972, de 27 de junho de 2002, fixou a meta para a inflação de 2003 em 4%, com um intervalo de tolerância de 2,5%, para mais ou para menos.

¹⁴³³ O BCB estimava uma retração de 7,3% do PIB.

¹⁴³⁴ Fixadas pela Resolução nº 3.108, de 25 de junho de 2003, em 5,5%, para 2004, e em 4,5%, para 2005, ambas com intervalos de tolerância de 2,5% para mais ou para menos.

desemprego aproximava-se dos 13%¹⁴³⁵ e a pressão por mudanças na política monetária se agigantava.

Paralelamente, e juntamente com a segunda elevação da meta para a Selic, o BCB fortaleceu o aperto monetário por meio do aumento da alíquota da exigência sobre os depósitos à vista (de 45% para 60%)¹⁴³⁶ - decisão que só viria a ser revertida em agosto.

De acordo com as atas das reuniões do Copom, o Comitê identificava os mecanismos inerciais de formação de preços como os principais responsáveis pela inflação projetada (e pelo seu afastamento das metas). Embora a desaceleração da atividade econômica e a redução do consumo fossem claramente identificadas em parte dos documentos do colegiado, prevaleceu a preocupação com «o risco de mudança de patamar inflacionário», levando ao aumento (e posterior manutenção em patamar elevado) da dose do «remédio» dos juros – o mesmo herdado e amplamente utilizado na gestão anterior.

A despeito de um cenário internacional confuso, com a economia dos EUA ainda sem mostrar uma reação importante, com o início da guerra entre os Estados Unidos e o Iraque¹⁴³⁷ e com a manutenção de um ambiente complexo na Argentina, o conservadorismo do novo governo (assim como os resultados apresentados) foi suficiente para convencer os mercados da seriedade dos compromissos assumidos. O chamado «risco Brasil» entrou em trajetória de queda e, juntamente com ele, a cotação da moeda norte-americana.

Ainda no tocante ao câmbio, o governo adotou, aos poucos, uma mudança importante em sua política, com impacto sobre o mercado interno. Em janeiro as rolagens dos instrumentos (ativos e derivativos) atualizados pelo dólar passaram a contemplar apenas o principal, deixando de fora a parcela correspondente aos juros.

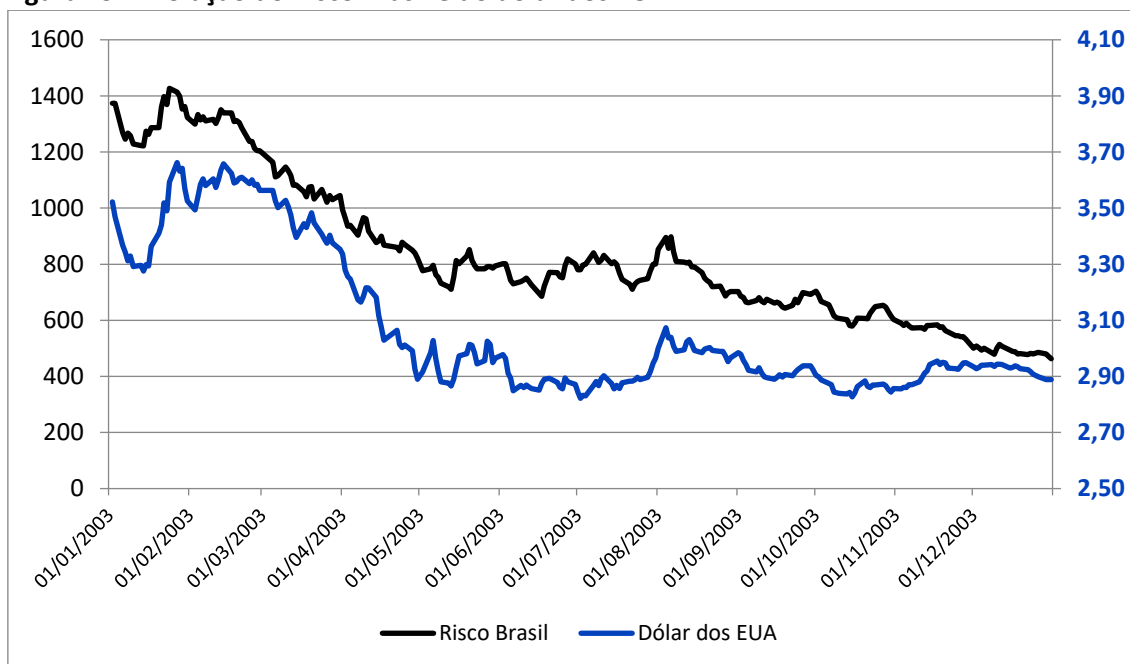
¹⁴³⁵ Ao final de 2001 o IBGE passara a adotar uma nova metodologia no cálculo do desemprego, portanto o número mencionado não é comparável com os demais apresentados até aqui (que seguiam a metodologia antiga). A título de comparação, as taxas de desemprego - de acordo com a nova metodologia - em dezembro de 2001 e em dezembro de 2002 haviam sido 10,6% e 11,9%, respectivamente. A taxa de junho de 2003 foi de 12,8%.

¹⁴³⁶ Circular nº 3.177, de 19 de fevereiro de 2003.

¹⁴³⁷ Em março.

Posteriormente, em maio, o governo deixou de comprometer-se com o principal, passando a rolar uma fração do montante correspondente ao mesmo. As medidas tinham por objetivo reduzir a exposição cambial do endividamento, ampliada nos anos anteriores.

Figura 49 - Evolução do Risco Brasil e do dólar dos EUA

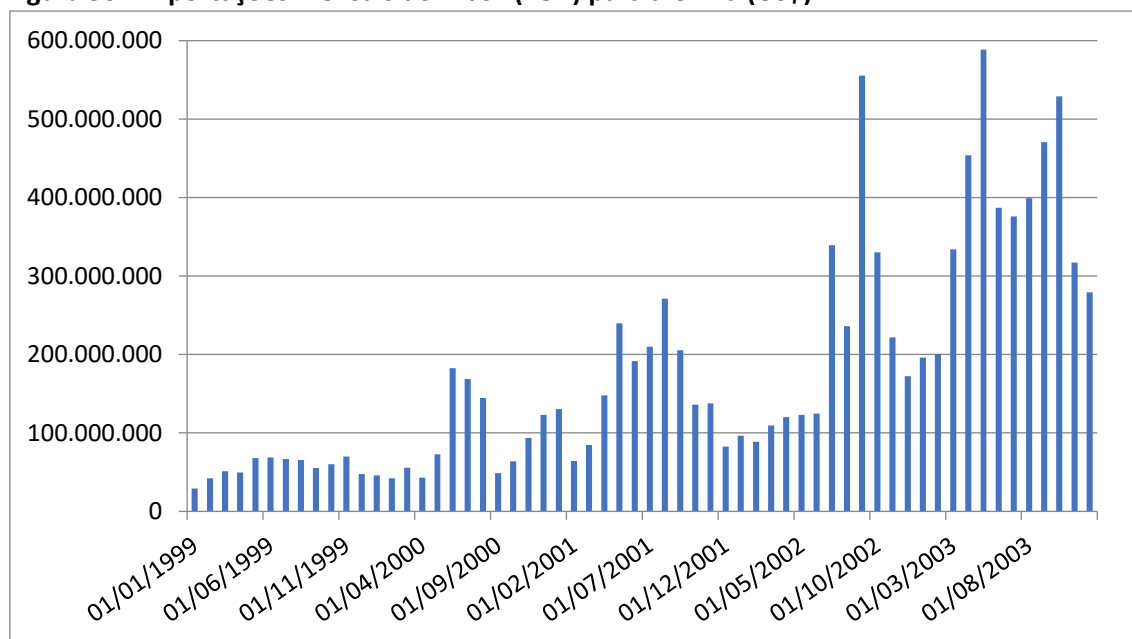


Fonte: Elaboração própria com base em dados do IPEA e do Banco Central do Brasil.

Paralelamente, a atividade econômica passara a recuar, com queda na produção industrial e com impacto no desemprego. Os setores que conseguiam sustentar bons resultados eram aqueles ligados ao setor agrícola ou exportador, mas a indústria e o comércio, de forma geral, apresentavam retração. A variação do PIB acabou por tornar-se negativa nos dois primeiros trimestres do ano, -1,14% e -0,16%, respectivamente, e a pressão política sobre a manutenção do modelo vigente passou a aumentar. No início de junho, pouco antes da 6ª reunião do Copom no ano, o presidente da Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (FIESP), Horácio Lafer Piva, chegou a pontuar a situação do setor e a anunciar a necessidade de corte de custos nas empresas (demissões). Dias mais tarde, diante dos resultados já alcançados pelo governo e da insustentabilidade da política vigente, o Copom deu início a um novo ciclo de afrouxamento monetário.

Ainda em relação às exportações, cabe registrar que a partir do segundo semestre de 2002, pouco após o início da depreciação do real, as exportações haviam reagido, levando a balança comercial a produzir saldos bem mais elevados que os obtidos até então. Essa situação seria preservada em 2003, mesmo após a apreciação da moeda nacional. Entretanto, um fato merece destaque especial no período: a expansão das exportações brasileiras para China. O gigante asiático tornara-se o segundo maior parceiro comercial do país, e em mais alguns anos tornar-se-ia o primeiro.

Figura 50 - Exportações mensais do Brasil (FOB) para a China (US\$)



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (MDIC).

O afrouxamento monetário teve início na reunião de junho – quando a meta para a Selic foi reduzida em meio ponto percentual, para 26% a.a. – e seguiu em curso ao longo de todas as demais reuniões do ano, levando a taxa básica da economia a encerrar 2003 em 16,5% a.a. (um recuo de 10 pontos percentuais em um período de aproximadamente seis meses).

Logo após a inversão da política restritiva, o BCB pôs fim a duas medidas adotadas no passado recente. A primeira, consequência da redução do risco Brasil e da cotação do dólar, foi o reestabelecimento (em 50%) da exigência de capital sobre a manutenção de posições em moeda estrangeira (elevada para 100% do patrimônio de referência em

outubro de 2002)¹⁴³⁸. A segunda, em linha com o recém-iniciado afrouxamento monetário, teve por alvo a alíquota dos recolhimentos compulsórios sobre os depósitos à vista – que foi reduzida para 45%¹⁴³⁹ (percentual vigente até a segunda reunião do ano do Comitê).

O ambiente mais favorável no exterior também levou o governo a buscar reduzir a vulnerabilidade externa do país. Isso foi feito por meio do aproveitamento da melhora do risco soberano para alongar o perfil do endividamento externo, e através do fechamento de um novo acordo «preventivo»¹⁴⁴⁰ com o FMI. O primeiro baseou-se em operações de troca de títulos com vencimentos próximos por outros de prazo mais elevado, já o segundo abrangeu um novo acordo *stand by* com o Fundo (de US\$ 14 bilhões) e a ampliação do prazo para o pagamento da dívida já existente com o mesmo.

De volta à política fiscal, as reformas da Previdência e tributária haviam sido encaminhadas ao Congresso ao final de abril. Os principais pontos da primeira compreendiam a tributação dos inativos, a elevação da idade mínima da aposentadoria e a criação de uma Previdência complementar para os servidores públicos. Já a segunda previa uma série de mudanças no sistema vigente, que iam desde a progressividade da cobrança do imposto sobre a herança até a perenização da CPMF, passando por mudanças na Cofins e no ICMS, entre outros.

As propostas de reforma acabariam por ser aprovadas ao final de dezembro, com a primeira preservando suas características originais, mas com a segunda sendo desfigurada no transcorrer das negociações entre o Executivo e o Legislativo. Contudo, alguns dos pontos mais caros ao governo (considerados fundamentais para a execução da política fiscal) seriam aprovados, entre eles a prorrogação da CPMF, com a alíquota de 0,38%, e da Desvinculação das Receitas da União (DRU).

¹⁴³⁸ Circular nº 3.194, de 2 de julho de 2003.

¹⁴³⁹ Circular nº 3.199, de 8 de agosto de 2003.

¹⁴⁴⁰ «Preventivo» foi a expressão utilizada pelo ministro da Fazenda, Antônio Palocci, ao fechar o acordo, possivelmente em função do aumento da blindagem do país a novas crises externas. Do total de US\$ 14 bilhões, apenas US\$ 6 bilhões correspondiam a dinheiro novo. Os US\$ 8 bilhões restantes referiam-se à parcela não sacada do acordo de 2002.

O afrouxamento da política monetária foi sucedido pelo anúncio de diversas iniciativas de cunho econômico e social, em grande parte contidas no Plano Plurianual (PPA) 2004-2007 do governo, entregue ao Congresso ao final de agosto.

O PPA estabelecia como estratégia de longo prazo: «inclusão social e desconcentração de renda com vigoroso crescimento do produto e do emprego; crescimento ambientalmente sustentável, redutor das disparidades regionais, dinamizado pelo mercado de consumo de massa, por investimentos, e por elevação da produtividade; redução da vulnerabilidade externa por meio da expansão das atividades competitivas que viabilizam esse crescimento sustentado; e fortalecimento da cidadania e da democracia» (MPOG/SPIE, 2003).

Ainda segundo o PPA, buscava-se «inaugurar um processo de crescimento pela expansão do mercado de consumo de massa e com base na incorporação progressiva das famílias trabalhadoras ao mercado consumidor das empresas modernas». Tal crescimento seria sustentado pelos ganhos de produtividade associados à magnitude do mercado interno, pelos ganhos de eficiência decorrentes da conquista de mercados externos (esses últimos em função dos benefícios da escala doméstica) e pelos processos de aprendizado e de inovação que acompanhariam os investimentos em expansão da produção de bens de consumo de massa.

Em linha com a estratégia oficial, porém no âmbito externo, o governo deu início a uma política de aproximação do Brasil com os mercados fora do eixo EUA-Europa. Além de ampliar as exportações nacionais, por meio do aumento do volume e dos destinos das mercadorias brasileiras, a iniciativa buscava fortalecer a posição do país nas negociações em organismos internacionais.

Internamente, diversas outras medidas seriam adotadas até o final do ano, entre elas: (i) a formalização de um protocolo¹⁴⁴¹ para viabilizar o acesso ao crédito consignado¹⁴⁴² aos trabalhadores do setor privado, reduzindo substancialmente o custo do dinheiro

¹⁴⁴¹ Com a Febraban e as centrais sindicais.

¹⁴⁴² O crédito consignado (ou empréstimo consignado) é uma modalidade de empréstimo na qual o pagamento da dívida é realizado por meio do desconto direto na folha de pagamento ou no benefício (aposentadoria ou pensão por morte) recebido pelo tomador dos recursos.

para estes; (ii) a unificação de uma série de programas sociais sob o nome «Bolsa Família» – que passaria a garantir um auxílio às famílias de mais baixa renda, desde que cumpridas algumas exigências¹⁴⁴³; e (iii) o lançamento do programa «Luz para todos» – cujo objetivo era universalizar o acesso ao uso da energia elétrica, promovendo o acesso a 12 milhões de pessoas até 2008.

Após o grande aperto do primeiro semestre, a economia começou a reagir a partir de agosto, permitindo que o PIB registrasse crescimento, ainda que modesto, ao final do ano (1,14%). Cabe sublinhar, contudo, que a expansão da economia apoiou-se na produção do setor agropecuário (8,31%) e que o resultado final da atividade industrial foi de estagnação (0,10%).

Os apertos fiscal e monetário também não foram capazes de impedir o rompimento da meta para a inflação. A variação anual do IPCA ficou em 9,30%, superando o patamar estabelecido pelo próprio BCB no início do ano. Cabe registrar, contudo, o recuo da variação dos preços no segundo semestre. Após acumular uma alta de 6,64% nos primeiros seis meses do ano, a variação do IPCA entre junho e dezembro limitou-se a 2,49%, em forte desaceleração.

Apesar do elevado superávit primário do setor público consolidado no ano¹⁴⁴⁴, o custo das taxas de juros e o baixo crescimento da economia levaram a relação dívida/PIB a registrar mais uma expansão. Ao longo de 2003 o percentual relativo à dívida líquida aumentou de 49,24% para 51,67% do PIB, já o seu correspondente para a dívida bruta saltou de 64,89% para 70,44%.

8.2.6. 2004

A recuperação iniciada em 2003 transformou-se em um crescimento importante no ano seguinte. No âmbito externo, as exportações aumentaram, elevando os saldos da

¹⁴⁴³ Como a comprovação de que gestantes, mães em período de amamentação e crianças de até seis anos de idade estivessem recebendo acompanhamento médico, ou que menores de até 15 anos frequentassem a escola – estando proibidos de trabalhar.

¹⁴⁴⁴ De acordo com os números divulgados pelo BCB em janeiro de 2004, o superávit primário de 2003 atingiu R\$ 66,2 bilhões, cerca de 4,32% do PIB.

balança comercial e contribuindo para a ampliação dos resultados superavitários nas transações correntes¹⁴⁴⁵. Internamente, o afrouxamento das restrições monetárias¹⁴⁴⁶, o aumento da oferta de crédito e a relativa folga na utilização da capacidade instalada, favoreceram uma dinâmica virtuosa entre a demanda e a oferta, com grande impacto no nível da atividade econômica.

No tocante ao comércio exterior, a prioridade tornou-se o fortalecimento do chamado «eixo sul-sul». A ideia do governo era estabelecer uma nova geografia comercial, ampliando a corrente de comércio entre os países do chamado «sul global»¹⁴⁴⁷ e aumentando a capacidade dos mesmos de negociar ante economias mais poderosas, como as dos EUA e da União Europeia (UE). Nesse sentido fora criado o Fórum de Diálogo Índia, Brasil e África do Sul (IBAS), em junho de 2003, e ao longo de 2004 seriam estreitados os laços com outras economias emergentes – especialmente a da China. A política de aproximação aos países latino-americanos (especialmente os do Mercosul) manter-se-ia prioritária e as exportações para a região registrariam algumas das maiores variações percentuais do período.

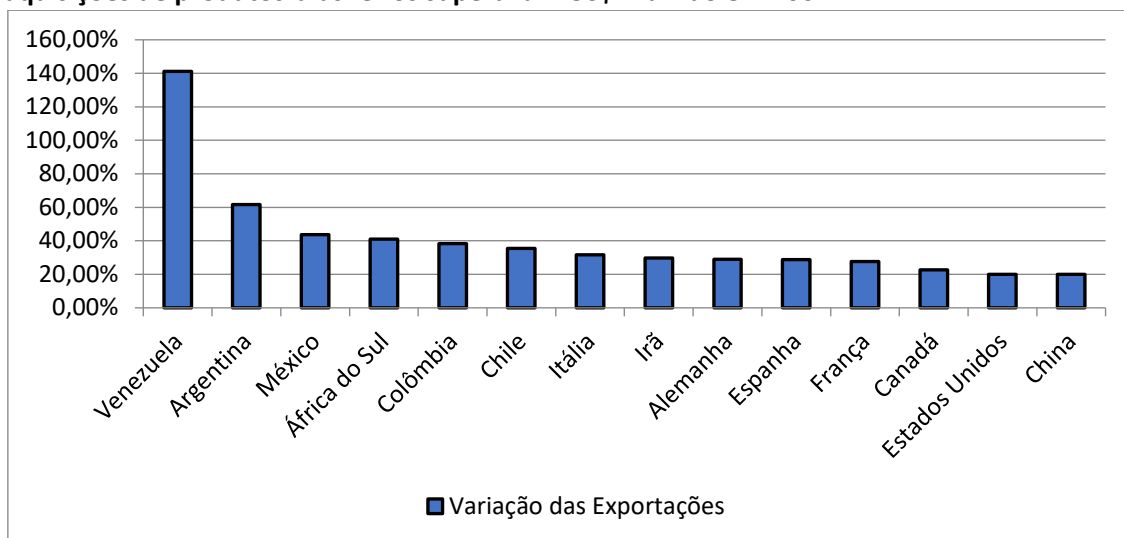
Tal como ocorrera em 2003, a preocupação com os superávits primários permaneceu a nortear a política fiscal do governo. O aumento da carga tributária obtido no ano anterior, com destaque para as mudanças nas regras da Cofins, favoreceu a elevação das receitas (situação potencializada pelo ciclo de expansão econômica). Em relação às despesas, o controle manteve-se forte. Embora houvesse bastante preocupação com as verbas destinadas ao investimento, previstas no Orçamento, outras acabariam por ser contingenciadas. Adicionalmente, a meta para o superávit primário, acordada em 4,25% do PIB com o FMI, acabaria por ser elevada unilateralmente pelo Brasil em setembro (para 4,5% do PIB), em um movimento inesperado pelo Fundo Monetário.

¹⁴⁴⁵ Em 2003 o Brasil havia alcançado seu primeiro superávit anual em transações correntes desde 1992 (US\$ 4,177 bilhões). Esse número subiria para US\$ 11,679 bilhões em 2004.

¹⁴⁴⁶ Apesar de permanecer em um patamar elevado, a meta para a Selic do período entre março e agosto de 2004 só não foi inferior às taxas que vigoraram entre dezembro de 2000 e março de 2001 (15,75% a.a. e 15,25% a.a.), considerando a série iniciada em março de 1999.

¹⁴⁴⁷ Denominação econômica, não geográfica, pois inclui diversos países do hemisfério norte fora do eixo Estados Unidos-União Europeia.

Figura 51 - Variação das exportações brasileiras (entre 2003 e 2004) para países cujas aquisições de produtos brasileiros superavam US\$ 1 bilhão em 2004



Fonte: Elaboração própria com base em dados da plataforma Comex Stat, do governo federal.

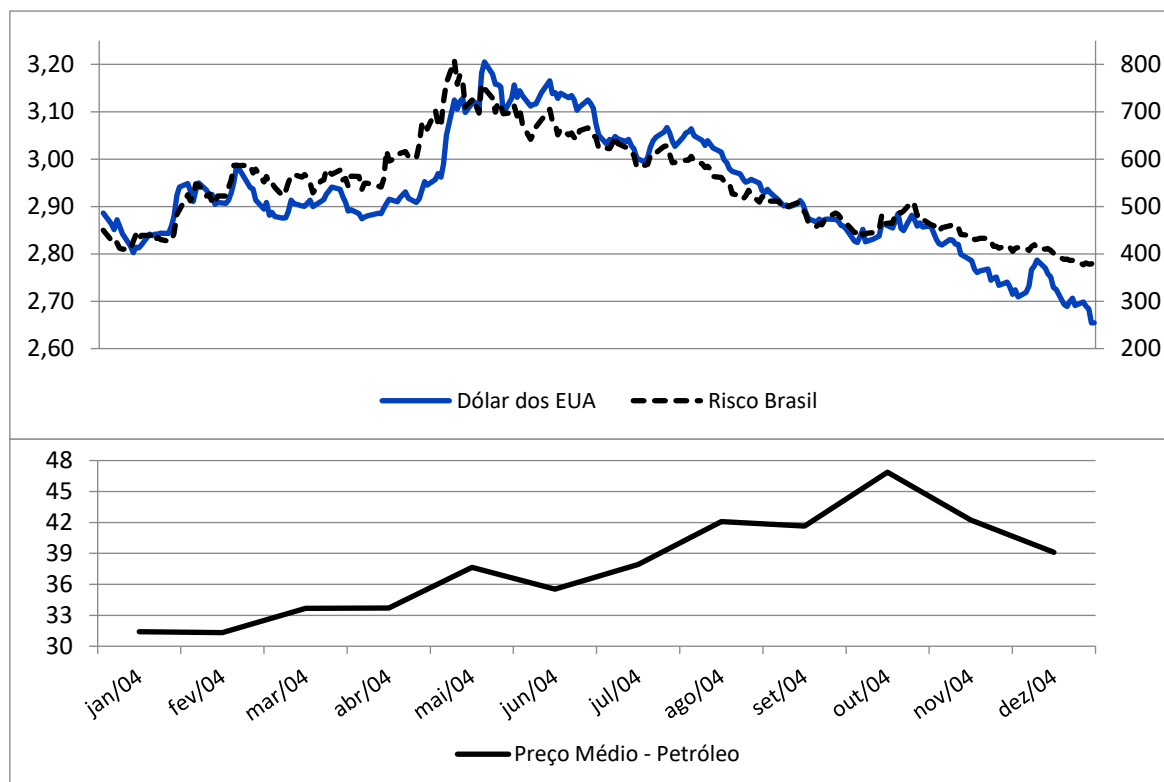
No âmbito monetário, e após sucessivas reduções da meta para a Selic, o Copom interrompeu sua política de afrouxamento. Apesar da grande diferença entre a inflação do primeiro e do segundo semestres de 2003, o ritmo da elevação dos preços tornara a aumentar no final do ano anterior, não havendo elementos que permitissem ao Comitê identificar se a alta havia sido um evento isolado (decorrente de questões sazonais) ou se fora o prenúncio de uma aceleração persistente da inflação. Assim, de forma preventiva, o colegiado optou pela manutenção da meta para a Selic em suas duas primeiras reuniões do ano, a despeito do descontentamento do setor produtivo.

Somente em sua terceira reunião, em março, diante do aumento da pressão política pela retomada do afrouxamento monetário, do recuo da inflação e da reavaliação dos efeitos dos choques que haviam influenciado a trajetória dos preços, o Copom tornaria a promover uma redução da taxa básica da economia (para 16,25% a.a.). O movimento seria repetido na reunião seguinte, levando a meta para a Selic a 16% a.a..

A retomada do afrouxamento teve por companhia mudanças importantes nos ambientes interno e externo. No âmbito doméstico, observou-se uma reação da atividade econômica, cujos resultados passaram a refletir-se nos indicadores de oferta (produção industrial) e de demanda (vendas no varejo). No exterior, as cotações do barril do petróleo tornaram a registrar altas sucessivas e os sinais provenientes dos EUA

sugeriam uma inversão iminente da política do Federal Reserve – com o mercado financeiro passando a operar em linha com as previsões para o início da mudança (que acabou por ocorrer em junho).

Figura 52 - Cotação do dólar dos EUA (R\$), risco Brasil e preço médio (US\$) do barril de petróleo no mercado internacional.



Fonte: Elaboração própria com base em dados do IPEA e do Banco Central do Brasil.

A expectativa pela elevação dos juros nos EUA desencadeou um novo movimento de saída de recursos estrangeiros do país, com impacto nos preços dos ativos brasileiros, na cotação do real e no risco Brasil. Os potenciais efeitos desse processo sobre a formação das expectativas, que se somavam aos da apreciação do petróleo, preocuparam o Copom, levando o colegiado a suspender (em maio) a redução da Selic – mantendo-a em 16% a.a..

Apesar do aquecimento da economia doméstica, a taxa de desemprego demorou a reagir. Somente a partir de maio (após ter atingido a máxima de 12,4% no mês anterior) o indicador começou a recuar. A elevação do número de trabalhadores empregados¹⁴⁴⁸,

¹⁴⁴⁸ De janeiro a outubro de 2004 foram criados 1.796.347 empregos formais líquidos no país. Esse número recuaria para 1.523.276 ao final de dezembro em função do nível recorde de demissões daquele mês

o aumento da massa salarial e a expansão do crédito passaram a trabalhar em prol da expansão da demanda e, a despeito da reação da produção, a inflação tornou a acelerar, impactando as expectativas do mercado e as projeções do BCB para a variação do IPCA em 2004 e 2005 – para patamares superiores aos de suas respectivas metas¹⁴⁴⁹.

O Comitê optou por preservar a meta para a Selic em 16% a.a. até a reunião de setembro, quando as preocupações com a capacidade do setor produtivo de acomodar a demanda¹⁴⁵⁰ contribuíram para a retomada de um novo ciclo de alta. Cabe registrar que o ritmo da elevação dos *Fed Funds*, nos EUA, não era percebido como uma ameaça e, segundo a ata da reunião do Comitê, os mercados financeiros internacionais haviam se acomodado, «não se repetindo as turbulências observadas no segundo trimestre».

Apesar da manutenção de superávits primários elevados¹⁴⁵¹, o governo procurou meios para ampliar o investimento público sem descumprir as metas fixadas com o FMI. Seu principal óbice era a forma como o Fundo contabilizava as inversões (como despesa), o que refletia diretamente no resultado fiscal.

Para contornar essa restrição, o Brasil propôs ao organismo internacional a flexibilização da regra, buscando o apoio de lideranças globais¹⁴⁵² em sua tentativa de influenciar a decisão da instituição. O objetivo era permitir que os investimentos com retorno financeiro deixassem de ser contabilizados da forma vigente, tornando possível fazê-los sem descumprir as metas fixadas.

O esforço acabou por viabilizar um «projeto-piloto», no qual o FMI autorizou (a partir de 2005) algumas inversões a serem excluídas do grupo das despesas. Foram selecionados projetos cujas taxas de retorno fiscal superavam os custos dos mesmos (a grande maioria nas áreas de estradas, portos e ferrovias), buscando combinar os

(números do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados – Caged – do Ministério do Trabalho e Emprego).

¹⁴⁴⁹ Até a reunião de junho a projeção do BCB para a inflação de 2005 encontrava-se abaixo da meta fixada para o ano. A projeção para 2004 superava a meta, mas encontrava-se dentro do intervalo de tolerância.

¹⁴⁵⁰ Um mês mais tarde o nível de utilização da capacidade instalada da indústria atingiria os 84,9%, havendo indicadores (ainda no início do semestre) que apontavam para setores com capacidade ociosa muitíssimo reduzida.

¹⁴⁵¹ Todos os resultados mensais até o fim de agosto superaram os 5% do PIB.

¹⁴⁵² Como Bush, nos EUA, Chirac, na França e Schröder, na Alemanha.

objetivos de alavancagem do crescimento da economia com o do aumento da arrecadação.

Paralelamente, o governo buscou estimular os investimentos privados, por meio de pacotes de financiamento e programas de desoneração fiscal.

De volta à reunião de setembro do Copom, cabe pontuar que o colegiado chamara atenção para o fato de que diversos índices de inflação superariam a meta fixada para o IPCA de 2004, impactando «por meio dos mecanismos de inércia inflacionária» a inflação de 2005. Diante de tal cenário, o Comitê optou por combater 1/3 do efeito da inércia inflacionária (estimado em 0,9%) e por acomodar os outros 2/3 – elevando a meta de 2005 dos 4,5% originalmente fixados pelo CMN para 5,1%. Com isso, a elevação da taxa básica de juros naquele encontro limitou-se a 0,25%, ficando a meta para Selic fixada em 16,25% a.a..

Nos três últimos encontros do ano o Comitê daria sequência à política restritiva, promovendo a cada reunião uma nova elevação de meio ponto percentual na meta para a Selic.

Ao longo do processo de aperto monetário o BCB tomou uma decisão aparentemente contraditória com a política em curso: ampliou a dedução sobre o total exigido a título de recolhimento compulsório sobre os depósitos a prazo, de R\$ 30 milhões para R\$ 300 milhões¹⁴⁵³. A medida, contudo, visou apenas contornar uma situação pontual que impactara os bancos de menor porte. A intervenção do BCB em uma instituição de porte médio, o Banco Santos, fora sucedida por um aumento da restrição da oferta de liquidez para os bancos pequenos – problema que o alívio promovido pela autoridade monetária buscava contornar.

A variação do IPCA ao final de 2004 atingiu 7,60%, valor ainda superior ao da meta fixada pelo CMN (5,5%), mas dentro do intervalo de tolerância estabelecido pelo Conselho (de 3% a 8%). Além disso, a economia tornou a apresentar uma expansão robusta (5,76%),

¹⁴⁵³ Circular nº 3.262, de 19 de novembro de 2004.

capitaneada pelo setor industrial (8,21%). Ante esses resultados, o desafio passou a ser encontrar um patamar de crescimento compatível com uma inflação próxima à meta.

Paralelamente, a manutenção da política de superávits primários¹⁴⁵⁴ combinada com a expansão da economia e com o fortalecimento do real contribuiu para a primeira redução anual da relação entre a dívida líquida do governo geral (DLGG) e o PIB sob a vigência do «tripé macroeconômico». Entre dezembro de 2003 e o fim de 2004 essa razão recuou de 51,67% para 47,21%.

No tocante às trocas com o exterior, os números da balança comercial e das transações correntes atingiram os maiores saldos da série histórica até então (iniciada nos anos 1940), US\$ 33,64 bilhões e US\$ 11,68 bilhões, respectivamente.

8.2.7. 2005

O ano de 2005 foi marcado pela ampliação dos resultados do comércio exterior e pela proliferação dos obstáculos políticos enfrentados pelo governo. A primeira, favorecida pela expansão da economia global¹⁴⁵⁵, mostrar-se-ia menos sensível à apreciação do real e ao aumento das taxas de juros nos EUA¹⁴⁵⁶. A segunda, iniciada com uma derrota na eleição para a presidência da Câmara dos Deputados, teria nos escândalos de corrupção o seu elemento mais emblemático, e levaria o presidente a perder alguns de seus principais colaboradores ao longo deste e do ano seguinte.

A aliança entre o aumento da demanda internacional e as políticas de intensificação do comércio com o «sul global»¹⁴⁵⁷ promoveu a ampliação das receitas com as exportações,

¹⁴⁵⁴ De acordo com os números divulgados pelo BCB em janeiro de 2005, o superávit primário de 2004 atingiu R\$ 81,1 bilhões, cerca de 4,6% do PIB.

¹⁴⁵⁵ Após registrar uma expansão média de 3,48% a.a. no quadriênio 1997-2000, a economia mundial desacelerara e atingiria sua menor taxa de crescimento (desde o início do real) em 2001, 1,95%. A partir de então, o ritmo dessa expansão tornaria a acelerar-se, registrando 4,41% em 2004 e mantendo-se sempre acima dos 3,9% a.a. até o final de 2007.

¹⁴⁵⁶ Após iniciar um ciclo de aperto monetário em junho de 2004, o Federal Reserve elevaria a taxa básica da economia dos EUA oito vezes ao longo de 2005, deslocando-a de 2,25% a.a. para 4,25% a.a..

¹⁴⁵⁷ Considerados os países com importações superiores a US\$ 1 bilhão em produtos brasileiros nos anos de 2004 e 2005, os 9 que registraram maior expansão de gastos com produtos brasileiros não incluíam nenhum membro da União Europeia ou os Estados Unidos, sendo eles, em ordem: Rússia (76,34%),

sem que as importações reagissem com a mesma intensidade. O resultado foi a expansão dos superávits na balança comercial e nas transações correntes, colaborando para a elevação das reservas internacionais. Contudo, cabe registrar que apesar do compromisso com a «livre flutuação do real», a política cambial contribuiu para os resultados do comércio exterior, evitando uma apreciação mais contundente da moeda brasileira ao longo do período.

Além de realizar compras da divisa dos EUA no mercado – para atender às necessidades de pagamento da dívida externa e fortalecer as reservas internacionais – a autoridade monetária anunciou (em fevereiro) uma nova forma de atuação no mercado de câmbio: a realização de leilões periódicos de «swaps cambiais reversos»¹⁴⁵⁸. Fruto da decisão do governo de reduzir a exposição cambial do setor público, a medida tinha por estratégia a oferta de derivativos com vencimentos próximos aos dos principais instrumentos cambiais vigentes (títulos e swaps), neutralizando parte da exposição acumulada do governo central ao dólar dos EUA. O efeito colateral, entretanto, seria a redução da oferta de proteção cambial ao mercado, o que tendia a contribuir para a redução do ritmo da apreciação do real.

Ainda em relação ao câmbio, o BCB publicaria duas outras medidas importantes em 2005, uma em março e a outra em dezembro. A primeira foi a unificação do Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes (MCTF) com o Mercado de Câmbio de Taxas Livres (MCTL)¹⁴⁵⁹, instituindo um conjunto único de regras ao mercado. A segunda foi a extinção do limite para as posições compradas e vendidas em câmbio dos bancos¹⁴⁶⁰, o

Canadá (62,60%), Venezuela (52,59%), Chile (42,45%), Colômbia (36,73%), Argentina (35,23%), Coreia do Sul (32,73%), África do Sul (32,62%) e China (25,53%).

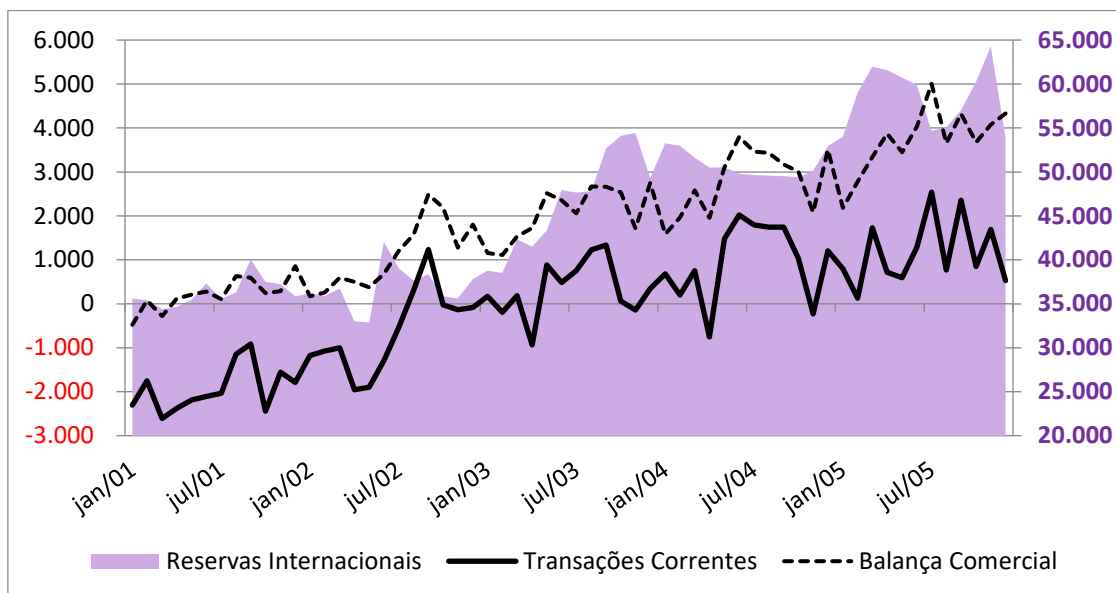
¹⁴⁵⁸ Os «swaps cambiais reversos» equivalem aos derivativos ofertados pelo BCB a partir de 2002, com a diferença que a exposição das instituições invertia-se em relação à do contrato original. Com os novos instrumentos era a autoridade monetária que assumia a ponta ativa em variação cambial, ficando passiva em taxa de juros. O anúncio do início dos leilões periódicos de contratos de swap cambial reverso foi feito por meio de uma nota da diretoria de Política Monetária do BCB, em 2 de fevereiro de 2005.

¹⁴⁵⁹ Resolução nº 3.265, de 4 de março de 2005.

¹⁴⁶⁰ Circular nº 3.307, de 30 de dezembro de 2005. A medida pôs fim ao limite das posições comprada e vendida dos bancos – até então fixado em US\$ 6 milhões, sendo necessário recolher aos cofres do BCB os valores que superassem este limite.

que poderia contribuir para ampliar a demanda por dólares¹⁴⁶¹ – embora a decisão não tenha tido oficialmente esse objetivo.

Figura 53 - Evolução dos saldos mensais da balança comercial e das transações correntes, e do estoque das reservas internacionais do Brasil (US\$ milhões)



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil

A apreciação do real e a melhora dos indicadores domésticos levaram o governo a tomar duas decisões inéditas no segundo semestre do ano, ambas relacionadas ao endividamento externo do país. A primeira foi promoção da primeira captação de recursos no exterior por meio da emissão de títulos denominados em reais (realizada com êxito em setembro). A segunda foi a antecipação, em dois anos, do pagamento da dívida do Brasil com o FMI, concretizada em dezembro por meio da utilização de cerca de US\$ 15,5 bilhões das reservas internacionais.

No âmbito político, o governo Lula sofrera seu primeiro grande revés em fevereiro, com a eleição de Severino Cavalcanti (PP-PE) para a presidência da Câmara. A vitória do deputado (sobre o candidato do governo) contara com o apoio da oposição e de parte dos aliados ao Planalto, evidenciando a fragilidade da relação do Executivo com aquela casa. A presidência Cavalcanti, entretanto, não duraria muito tempo. Envolvido em

¹⁴⁶¹ Por meio da redução do custo de montagem das carteiras em moeda estrangeira.

acusações de corrupção, Severino acabou por renunciar à presidência e ao mandato ao final de setembro, abrindo espaço para uma nova eleição.

Entretanto, seriam outras as denúncias de corrupção que maculariam o governo, produzindo efeitos que alcançariam elementos chave da gestão Lula neste e no ano seguinte. A primeira recebeu a alcunha de «Mensalão», e compreendeu um esquema de compras de votos no Congresso que envolveu os nomes de pessoas próximas ao presidente, levando ao afastamento e à perda de mandato de elementos de sua mais alta confiança, como o ministro-chefe da Casa Civil, José Dirceu. A segunda foi fruto da chamada «CPI dos Bingos», também denominada «CPI do Fim do Mundo», cujo objetivo original era investigar as relações de um empresário com um ex-assessor do ministro da Casa Civil e a influência dos «bicheiros» no país. A ampla abrangência da Comissão Parlamentar de Inquérito (CPI) acabaria por atingir o ministro da Fazenda em 2006 – levando Antônio Palocci a deixar o cargo.

No tocante à política fiscal, a preocupação com os investimentos não alterou o rigor dispensado às contas públicas. Por um lado, o «projeto piloto» (acordado com o FMI) transformou-se em oito projetos na área de infraestrutura (sendo a maior parte dos recursos direcionada ao Ministério dos Transportes). Por outro, a perseguição aos superávits primários foi mantida, com o setor público consolidado a registrar números superiores a 5% do PIB até o mês de agosto¹⁴⁶².

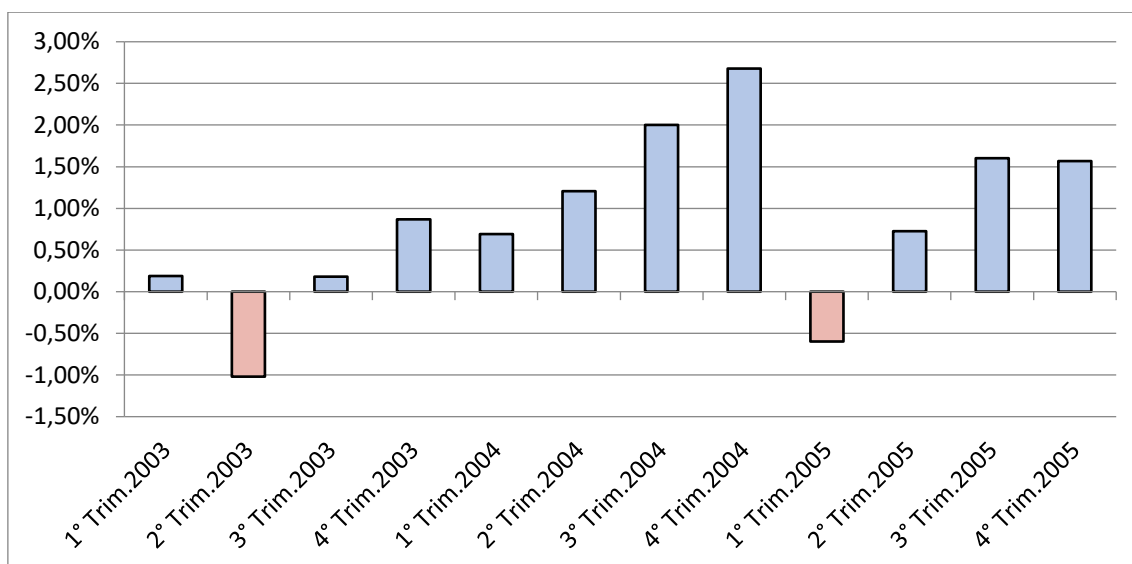
O Brasil recebera (em fevereiro) o aval do Fundo Monetário para utilizar até US\$ 3 bilhões em projetos prioritários e lucrativos em infraestrutura até 2007 («projeto-piloto»), sem que o montante visse a afetar o cálculo do superávit primário. A liberação fora considerada especialmente importante, pois os cortes orçamentários continuariam a ser realizados, impactando, inclusive, os recursos destinados aos investimentos.

Em relação à política monetária, o foco do Copom permaneceu voltado para a limitação da oferta agregada no atendimento à expansão da demanda – orientando suas decisões.

¹⁴⁶² O diretor do departamento Econômico do Banco Central, Altamir Lopes, pontuaria, em 2004, haver uma questão de sazonalidade nesses resultados, com o Governo tendendo a gastar menos no primeiro semestre.

O ciclo iniciado em setembro de 2004 estendeu-se por oito meses, sofrendo uma desaceleração a partir de abril, quando as sucessivas elevações da meta para a Selic foram reduzidas de 0,5% para 0,25%, e uma interrupção em junho, quando pela primeira vez o Comitê decidiu manter estável a taxa básica de juros, em 19,75% a.a.. Com as projeções (oficiais) para a inflação a convergir para as metas fixadas, apesar da presença de choques externos importantes (como a elevação do preço do petróleo e a alta dos juros nos EUA), o cenário passou a ser considerado benigno (favorável à manutenção de um ritmo de expansão da demanda compatível com as condições de oferta).

Figura 54 - Variação percentual do consumo das famílias ante o trimestre anterior (dados dessazonalizados)

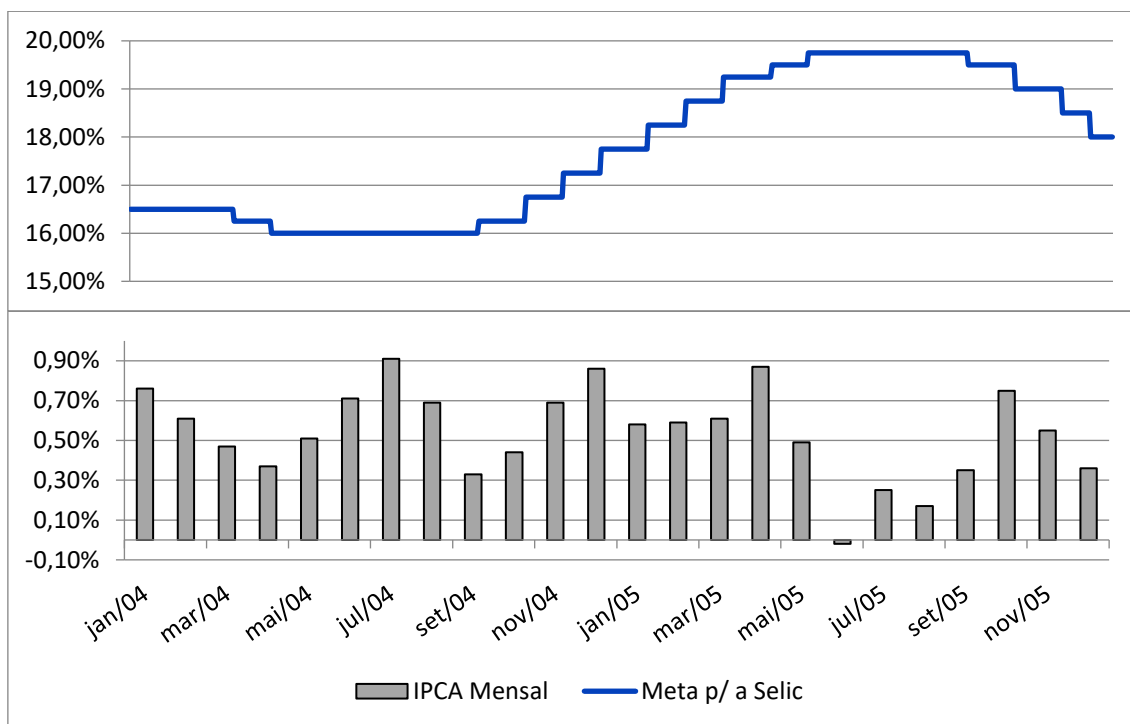


Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil

A partir de setembro, diante da previsão de que a flexibilização da política monetária não comprometeria a convergência da inflação para as metas, o Copom tornou a afrouxar as condições monetárias. Inicialmente a meta para a Selic foi reduzida em 0,25% (para 19,50% a.a.). Porém, nos demais encontros do colegiado em 2005 a taxa básica de juros seria sucessivamente cortada em meio ponto percentual, levando-a a encerrar o ano em 18% a.a..

Contudo, os meses de aperto monetário haviam imposto um custo à economia. Após oito trimestres consecutivos de expansão, o PIB registrara sua primeira retração no terceiro quarto de 2005¹⁴⁶³.

Figura 55 - mensal do IPCA e da meta para a Selic



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil

Ao final de outubro, «diante da crescente normalização e estabilidade do ambiente econômico do país», que reduzia «a necessidade de decisões referentes à fixação da taxa de juros básica em maior frequência», a autoridade monetária «decidiu ampliar o intervalo entre as reuniões do Comitê de Política Monetária (Copom)»¹⁴⁶⁴. Com a mudança, o período médio entre os encontros do Comitê foi ampliado dos então trinta dias para aproximadamente quarenta e quatro, reduzindo o total anual de ocorrências de doze para oito.

Apesar da retração no terceiro trimestre, o PIB acabou por registrar uma expansão anual de 3,2%, motivada principalmente pelo setor de serviços (3,66%). No tocante ao

¹⁴⁶³ Ante o resultado do trimestre anterior, números dessazonalizados. Em relação ao mesmo trimestre de 2004 houve crescimento da economia.

¹⁴⁶⁴ Trechos da nota publicada pela Assessoria de Imprensa do Banco Central do Brasil em 31 de outubro de 2005.

emprego, a economia não foi capaz de igualar os mais de 1,5 milhão de postos de trabalho formais líquidos criados no ano anterior, mesmo assim produziu um número superior a 1,25 milhão, contribuindo para o recuo da taxa de desemprego, de 11% para 9,75%.

A variação do IPCA acabou por superar a meta fixada para o ano (5,69% x 5,1%), mas ficou dentro do intervalo de tolerância. Além da proximidade do objetivo, o resultado constituiu o terceiro ano consecutivo de redução da taxa anual de inflação da economia, contribuindo para o ganho de credibilidade da forma de atuação da autoridade monetária.

8.2.8. 2006

Tal como ocorrera no ano anterior, as exportações brasileiras continuaram a aumentar ao longo de 2006, contribuindo para um novo saldo recorde na balança comercial (US\$ 46,45 bilhões). Entretanto, e contrariando a tendência observada desde 2000, o ritmo de expansão das importações acelerou, acabando por superar o das vendas ao exterior (24,11% x 16,48%) – resultado, ao menos em parte, da apreciação da moeda nacional.

As medidas adotadas pelo BCB em 2005 haviam sido insuficientes para compensar a pressão altista sobre o real, levando sua cotação a progredir de um patamar médio de R\$ 2,70/US\$ na primeira quinzena do ano para uma máxima de R\$ 2,16/US\$ em novembro. Apesar dos esforços do BCB, a moeda nacional manter-se-ia apreciada na maior parte de 2006 e, especialmente a partir do segundo semestre, tornar-se-ia mais estável, passando a flutuar no entorno da máxima do ano anterior.

A despeito das críticas à pouca eficácia da política cambial, uma série de ações de governo contribuiriam para frear o avanço da moeda brasileira, entre elas: (i) a decisão do Tesouro de lançar um Programa de Recompra de Títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal externa (DPMFe)¹⁴⁶⁵, que retirou do mercado internacional o equivalente a US\$

¹⁴⁶⁵ Apesar do anúncio oficial em fevereiro, o programa teve início em janeiro e foi executado ao longo de todo o ano de 2006.

14,2 bilhões em valor de face (US\$ 15,2 bilhões em financeiro) da dívida brasileira; (ii) a manutenção da compra de dólares no mercado interno, levando as reservas a saltarem de US\$ 52,799 bilhões (2005) para US\$ 85,839 bilhões (2006), a despeito dos dispêndios do Tesouro; (iii) a continuação das ofertas públicas de contratos de swap cambial reverso que, entre outros, zeraram a exposição cambial da dívida interna ainda em janeiro, com o governo passando a manter uma posição ativa em dólares dos EUA¹⁴⁶⁶; e, por fim, (iv) a aprovação, por parte do CMN, de mudanças nas regras de internalização dos recursos obtidos pelos exportadores, ficando estes autorizados a deixar até 30% das receitas de suas vendas ao mercado externo no estrangeiro¹⁴⁶⁷ – o que buscava reduzir o volume de dólares em circulação no mercado interno.

Por um lado, e tal como ocorrera nos primeiros anos do real, a moeda apreciada favorecia o controle da inflação – e isso ficaria claro nas últimas atas do ano do Copom. Por outro, a despeito do aperto monetário nos EUA e da progressiva redução da meta para a Selic no Brasil, tanto a taxa de juro real interna como a diferença para a taxa básica norte-americana permaneciam elevadas, incentivando os fluxos de entrada de moeda estrangeira.

Paralelamente, a política de promoção do alongamento do perfil da dívida interna (defendida tanto pelo Tesouro Nacional quanto pelo Banco Central) ganhou o reforço da publicação da Medida Provisória nº 281, em fevereiro. A MP isentou os investidores estrangeiros do pagamento do Imposto de Renda e da CPMF nas aplicações em títulos públicos federais, tendo por base a premissa de que este grupo investia (majoritariamente) em instrumentos com maturidades elevadas, ao contrário do que faziam seus correspondentes nacionais. Porém, além de contribuir para uma melhor distribuição dos vencimentos da dívida interna e para o desenvolvimento da estrutura a termo das taxas de juros (curva de juros), o incentivo estimulou a expansão dos fluxos de entrada de moeda estrangeira – pressionando o real.

¹⁴⁶⁶ A exposição cambial das posições vigentes em títulos públicos atualizados pelo dólar e em contratos de swap haviam sido mais que compensadas pelas emissões de contratos de swap reverso.

¹⁴⁶⁷ Resolução nº 3.389, de 4 de agosto de 2006.

Enquanto a questão cambial mobilizava as preocupações no ambiente doméstico, outros desenvolvimentos no Brasil e no exterior adquiriam uma importância crescente. No âmbito externo, o ritmo de expansão da economia e dos superávits comerciais da China passaram a concentrar as atenções do eixo União Europeia-Estados Unidos. O produto do país acabara de ultrapassar o da França, tornando a China a quinta maior economia do mundo (e aproximando-a do Reino Unido no «*ranking*»). Adicionalmente, seu saldo comercial – que entre 2001 e 2004 flutuara entre os US\$ 22 bilhões e os US\$ 32 bilhões – atingira US\$ 102 bilhões em 2005, com os indicadores a sugerirem resultados ainda mais robustos em 2006.

A escala da economia chinesa já havia sido objeto de preocupação de setores da indústria brasileira, motivando até mesmo a adoção de salvaguardas por parte do governo em 2005. Contudo, as necessidades do gigante asiático contribuíam para a elevação das quantidades e dos preços de produtos-chave da pauta exportadora do país, como o minério de ferro e a soja.

Porém, seria o setor de óleo e gás aquele que mereceria maior destaque em 2006. Os sucessivos aumentos do investimento da Petrobras levaram o país à chamada «autossuficiência na produção de petróleo», tornando-o menos vulnerável às oscilações do mercado internacional¹⁴⁶⁸. Além disso, em meados do ano surgiram as primeiras notícias do descobrimento de «um campo [*de petróleo*] infinitamente maior do que as recentes descobertas»¹⁴⁶⁹ e em grande profundidade, reserva que futuramente seria denominada «pré-sal» e promoveria mudanças importantes na política energética do país.

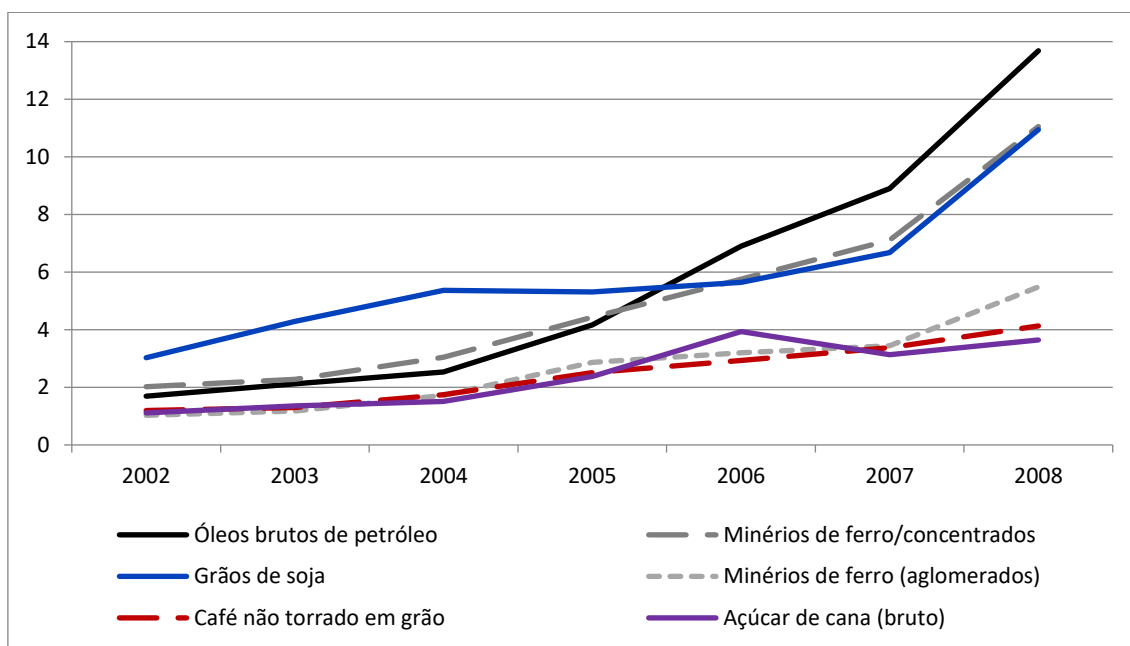
Lula buscava a reeleição, tal como o fizera Fernando Henrique, mas precisaria enfrentar as repercussões políticas e eleitorais do «Mensalão» e da «CPI do Fim do Mundo». Ao final do primeiro trimestre o presidente perdera o seu homem forte da Fazenda, Antonio

¹⁴⁶⁸ Cabe sublinhar que, além de exportador, o país era um grande importador da commodity e, de acordo com os dados do Comex Stat, viria a importar no ano cerca de US\$ 9 bilhões em “Óleos brutos de petróleo”, número superior aos US\$ 6,9 bilhões em exportações.

¹⁴⁶⁹ Trecho retirado da coluna da jornalista Marcia Peltier, da edição de 15 de julho de 2006 do Jornal do Commercio. Ver (PELTIER, 2006).

Palocci¹⁴⁷⁰, vindo a substituí-lo pelo então presidente do BNDES, Guido Mantega, e embora a política econômica não tivesse sofrido maiores mudanças, as ondas de choque dos escândalos impactariam fortemente a política eleitoral. Ao contrário de uma vitória relativamente tranquila em primeiro turno, o presidente acabaria por precisar disputar o 2º turno, no qual sagrar-se-ia vencedor ao final de outubro.

Figura 56 - Evolução das receitas com os principais produtos da pauta exportadora brasileira, de acordo com a classificação comum do Mercosul (US\$ bilhões).



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Comex Stat, do Ministério da Indústria, Comércio Exterior e Serviços.

No âmbito fiscal as preocupações com as metas de superávit foram mantidas. Porém, o governo acabou por adotar medidas para ampliar o nível de investimento, favorecer a oferta de crédito e promover alguma desoneração tributária. Entre elas: (i) uma política de redução progressiva da TJLP – de 9% a.a. para 6,5% a.a.; (ii) a redução das taxas de juros finais do BNDES, em seu programa de financiamento de máquinas e equipamentos de fabricação nacional; (iii) o lançamento de um pacote de medidas de estímulo à

¹⁴⁷⁰ O depoimento do caseiro Francenildo Santos Costa, no âmbito da “CPI do Fim do Mundo”, colocara Antônio Palocci em uma situação delicada, e que foi agravada pela denúncia de que o ministro solicitara à Caixa Econômica Federal – de forma ilegal – uma cópia do extrato bancário do depoente. À luz das novas informações, a situação política de Palocci tornou-se insustentável e o presidente acabou por aceitar seu pedido de demissão em 27 de março.

competição no sistema financeiro¹⁴⁷¹ – cujo objetivo era reduzir as taxas de juros para os tomadores de crédito; e (iv) a sanção da Lei Geral das Micro e Pequenas Empresas¹⁴⁷², ou «Supersimples», que previa um regime tributário diferenciado, com a unificação e a simplificação de seis impostos e contribuições federais, além do ICMS (Estados) e ISS (municípios), para as micro e pequenas empresas que faturassem até R\$ 2,4 milhões por ano.

Já no tocante à política monetária, o afrouxamento iniciado em setembro de 2005 prosseguiu ao longo das (agora) oito reuniões do Copom. Os três primeiros cortes na taxa básica da economia foram de 0,75 pontos percentuais, ritmo que foi desacelerado a partir da reunião de maio – para 0,5 ponto percentual a cada encontro do colegiado.

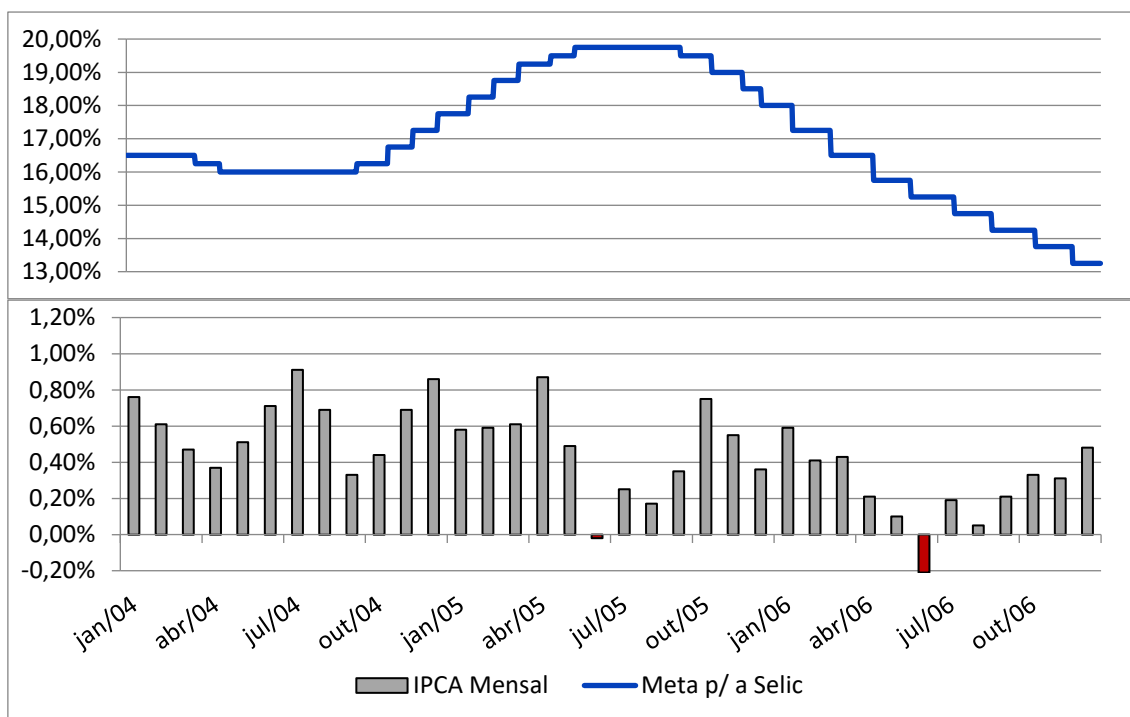
As referências à adequação da atividade econômica às condições da oferta pouco a pouco perderam vigor nas atas do Comitê. Nos primeiros quatro encontros o documento mencionou que os dados sugeriam «a consolidação progressiva de uma trajetória de expansão [*da atividade econômica*] em ritmo condizente com as condições de oferta», situação que migrou para apenas «expansão em ritmo condizente com as condições de oferta», para «ainda sugerem expansão em ritmo condizente» (sexta e sétima reuniões) e, finalmente, para «ainda sugerem uma baixa probabilidade de que observemos pressões significativas sobre a inflação». Cabe acrescentar a menção à contribuição do aumento das importações para a redução da pressão sobre a inflação, a partir da reunião de outubro (a sétima). De todo modo, a variação dos preços medida pelo IPCA manteve-se sob controle, encerrando 2006 abaixo da meta fixada pelo CMN¹⁴⁷³, em 3,14%.

¹⁴⁷¹ Materializado sob a forma das Resoluções nºs 3.400, 3.401 e 3.402, de 6 de setembro de 2006, o pacote incluía, entre outros: (i) o aumento da facilidade para um cliente transferir seu salário de um banco para outro; (ii) a redução do custo das instituições financeiras com o Fundo Garantidor do Crédito (FGC - fundo que buscava preservar o patrimônio do investidor, caso o captador dos recursos venha a falir ou a ser liquidado), por meio da redução da alíquota de contribuição da instituição – de 0,003% para 0,0015% do total de depósitos; e (iii) a elevação da disponibilidade de informações às instituições financeiras sobre cada cliente.

¹⁴⁷² Em dezembro de 2006.

¹⁴⁷³ A meta, fixada pela Resolução nº 3.210, de 30 de junho de 2004, era de 4,5%, com um intervalo de tolerância de 2%, para cima ou para baixo.

Figura 57 - Evolução da meta para a Selic e do IPCA mensal



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil

Ao final de 2006 o ritmo de expansão da atividade econômica voltou a crescer em relação ao do ano anterior, atingindo 3,96%. O resultado contribuiu para a redução da relação dívida líquida/PIB – também favorecida pelo resultado fiscal do governo¹⁴⁷⁴ –, preservando a trajetória decrescente iniciada em 2003, e atingindo 45,02%.

8.2.9. 2007

O bom desempenho econômico de 2006 foi ampliado no ano seguinte, refletindo-se em números como o da expansão do PIB, que atingiu 6,07%, o do acúmulo de reservas internacionais, que superou os US\$ 180 bilhões, e o da criação líquida de empregos com carteira assinada, que aproximou-se dos 1,62 milhão. Adicionalmente, as reservas de petróleo do pré-sal foram oficialmente anunciadas pela Petrobras – impactando de forma importante a política de desenvolvimento econômico do país.

¹⁴⁷⁴ De acordo com os números divulgados pelo BCB em janeiro de 2007, o superávit primário de 2006 atingiu R\$ 90,1 bilhões, cerca de 4,32% do PIB.

Capitaneada pelo impressionante crescimento da China (que atingiria os 14,23% no ano), a economia global continuou a registrar uma expansão vigorosa (4,32%), completando o quarto ano consecutivo de crescimento próximo (ou superior) a 4% a.a.. Entretanto, os ventos favoráveis de 2007 logo dariam lugar aos primeiros sinais de tormenta, com eventos da «crise *subprime*»¹⁴⁷⁵ a elevar a incerteza nos mercados financeiros e a exigir intervenções de autoridades monetárias ao redor do globo.

Internamente, a política econômica seguiu apoiada sobre os mesmos pilares que a haviam suportado no primeiro mandato de Lula, mas a questão dos investimentos ganhou uma atenção adicional.

Ainda em janeiro foi anunciado o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC). Tal como seu nome sugeria, o Plano tinha por objetivo estimular o desenvolvimento acelerado e sustentável da economia, prevendo grandes inversões (públicas e privadas) em obras de infraestrutura social, urbana, logística e energética – estimadas originalmente em R\$ 503,9 bilhões, até 2010. Adicionalmente, políticas vigentes de investimento em produção nacional foram mantidas ou alargadas, caso das encomendas de navios por parte da Petrobras – direcionadas para estaleiros domésticos a fim de promover um ciclo de aquecimento da indústria naval nacional.

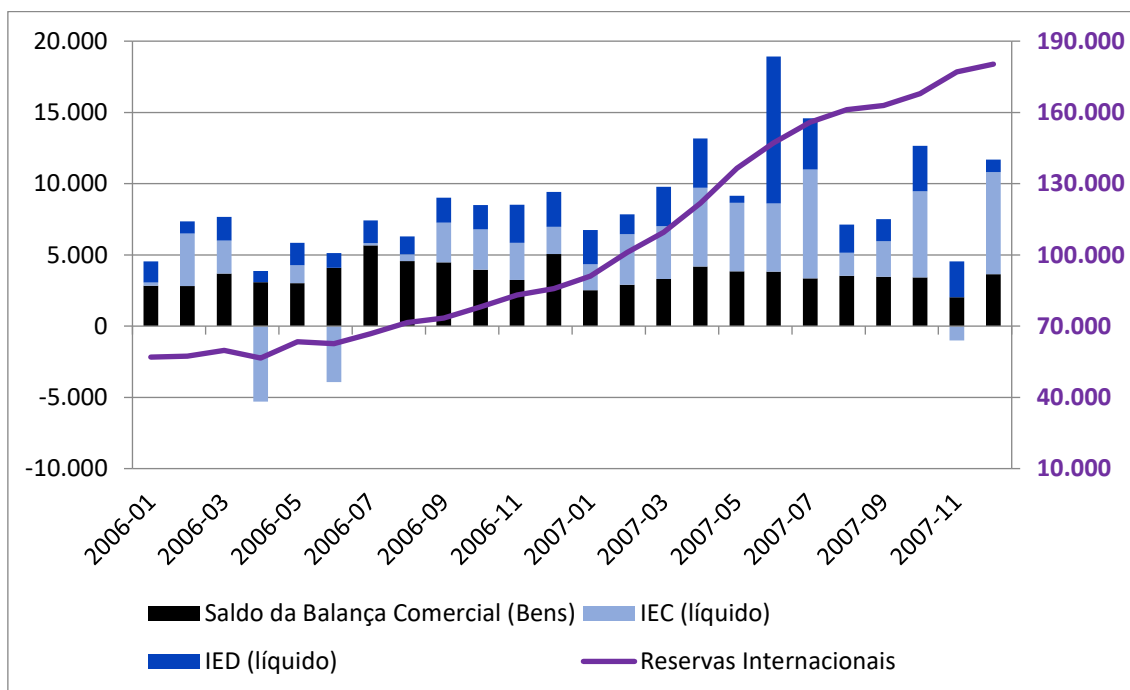
Entretanto, o problema da apreciação do real permanecera no radar. A moeda brasileira apreciara-se cerca de 65% (em relação ao dólar dos EUA) ao longo do primeiro mandato do presidente, mas o ingresso de recursos estrangeiros seguia a aumentar – ampliando a pressão sob a divisa nacional. Mesmo com a política de recompra de títulos da dívida externa (novamente anunciada pelo Tesouro) e com a atuação frequente do BCB no mercado interno, comprando dólares dos EUA, o governo não seria capaz de evitar a apreciação do real – que encerraria 2007 cotado a R\$ 1,77/US\$ (em alta superior a

¹⁴⁷⁵ No início de abril a empresa estadunidense *New Century*, a segunda maior companhia de crédito imobiliário de risco do país, recorreria à lei de falências, arrastada pelo aumento da inadimplência dos mutuários. Meses mais tarde, em agosto, a *American Home Mortgage* pediria concordata, também na esteira da crise do setor imobiliário nos EUA. O agravamento do ambiente no chamado «mercado *subprime*» levaria fundos e bancos (como o BNP Paribas, o UBS e o Bank of America) a começarem a anunciar perdas ou a congelar saques, motivando atuações mais contundentes do Federal Reserve e do Banco Central Europeu no oferecimento de liquidez aos mercados.

20,7%). Cabe sublinhar que as reservas internacionais do país saltariam de US\$ 85,8 bilhões para mais de US\$ 180 bilhões em apenas um ano, dando a dimensão do volume de compras realizado pela autoridade monetária.

É verdade que a apreciação cambial contribuiu para o controle da inflação, tal como ocorrera no primeiro governo de Fernando Henrique. O real apreciado tornava baratos os produtos estrangeiros e incentivava as importações, permitindo que estas últimas funcionassem como complemento à oferta doméstica no atendimento à expansão da demanda agregada. Essa realidade tornaria a ser mencionada pelo Copom como um fator importante na manutenção da política de afrouxamento monetário ao longo de 2007, embora jamais tenha sido oficialmente estimulada pelas autoridades.

Figura 58 - Evolução dos saldos mensais da balança comercial, dos Investimentos Estrangeiros Diretos (IED), dos Investimentos Estrangeiros em Carteira (IEC) e das reservas internacionais do Brasil (US\$ milhões)



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil

Por outro lado, e tal como ocorrera no início do Plano Real, o fortalecimento da moeda brasileira tornava o produtor nacional cada vez menos competitivo, com reflexos no balanço de pagamentos e no mercado interno. Cabe registrar que apesar do ritmo de crescimento das importações ter superado substancialmente o das exportações, o Brasil vinha sendo beneficiado pela elevação da demanda (e dos preços internacionais) por

commodities, fato que favoreceu um recuo menos expressivo do saldo da balança comercial. Porém, este último passou a apoiar-se cada vez mais nos resultados das vendas de matérias-primas, em detrimento de outros produtos da pauta de exportação.

A demanda interna continuou a crescer ao longo de 2007. Influenciada pela escalada do investimento, pelo crescimento das contratações, pela elevação do rendimento médio do trabalho¹⁴⁷⁶ e pela ampliação das políticas sociais, ela também passara sofrer os efeitos da trajetória ascendente da concessão de crédito (desde 2004¹⁴⁷⁷). A expansão das vendas no varejo estimulava o aumento da produção industrial (especialmente a de bens de capital), e a utilização da capacidade instalada acabaria por atingir os 87,2% em novembro (2007), em linha com uma trajetória ascendente praticamente ininterrupta¹⁴⁷⁸ desde o início do ano (82,4% em janeiro).

O aquecimento econômico manteve-se sob o radar da autoridade monetária, mas não a desviou da política de afrouxamento (iniciada em setembro de 2005). Sua postura mais cautelosa apenas restringiu os cortes na meta para a Selic a 0,25 pontos percentuais nas três primeiras reuniões do ano – levando o seu valor para 12,5% a.a. em meados de abril. O Comitê identificava o crescimento da demanda agregada e antecipava os efeitos expansionistas das políticas do governo. Entretanto, entendia que as importações contribuíam de forma relevante para uma situação de equilíbrio, o que permitia ao colegiado levar adiante – com parcimônia – o processo de redução da taxa básica de juros.

Porém, o entendimento sofreria mudanças nas reuniões de junho e de julho, passando a prevalecer a tese de que a contribuição do setor externo poderia ser superior à inicialmente antecipada (por meio da oferta de bens transacionáveis e da ampliação dos

¹⁴⁷⁶ O rendimento médio mensal de todos os trabalhos, que recuara de R\$ 996 para R\$ 831 entre 1994 e 2002, aumentara para R\$ 932 em 2003 e seguiria em elevação em 2007, atingindo R\$ 960 (série FDT800 do IBGE).

¹⁴⁷⁷ Entre dezembro de 2003 e dezembro de 2007, o saldo total das concessões de empréstimos com recursos livres aumentou de R\$ 255,6 bilhões para R\$ 660,8 bilhões, sendo os totais para as pessoas físicas e jurídicas de R\$ 101 bilhões e de R\$ 154,6 bilhões em 2002, e de R\$ 317,6 bilhões e R\$ 343,2 bilhões em 2007 - crescimentos de 214,4% e de 122%, respectivamente. Em 2007 essas mesmas expansões foram de 33,4% e de 31,8%, respectivamente.

¹⁴⁷⁸ O único recuo deu-se entre fevereiro e março, quando o indicador variou de 83,9% para 83,1%.

investimentos), o que permitiria levar adiante reduções mais contundentes da meta para a Selic. Dessa forma, o Comitê realizou dois cortes consecutivos de 0,5 pontos percentuais na taxa básica de juros, levando-a para 11,5% a.a..

Porém, a tranquilidade do ambiente externo passou a sofrer abalos a partir de agosto. Além da concordata de uma empresa de financiamento de imóveis nos EUA (American Home Mortgage), outros eventos ligados ao mercado imobiliário elevaram a incerteza dos agentes financeiros, como o cancelamento, por parte do banco BNP Paribas, dos saques de três fundos com exposição no mercado *subprime* dos EUA.

O aumento da turbulência motivou o Federal Reserve e o Banco Central Europeu (BCE) a atuarem para garantir oferta de liquidez às instituições e, a partir de setembro, o primeiro deu início a um novo ciclo de afrouxamento monetário – visando proteger a economia norte-americana das consequências dos problemas com o mercado imobiliário doméstico.

No Brasil, as primeiras reações à deterioração do ambiente externo assumiram as formas de uma nova redução dos ingressos de recursos no país e da depreciação (temporária) do real. Mais à frente, na reunião de setembro do Copom, o entendimento do colegiado foi que a contribuição do setor externo para consolidação de um cenário benigno (para a inflação) corria o risco de tornar-se menos efetiva, motivando o Comitê a reduzir o ritmo dos cortes da taxa básica de juros – 0,25 pontos percentuais, para 11,25% a.a..

Essa seria a última redução da taxa básica de juros do ano. Diante do aumento da incerteza no exterior e dos «sinais que *poderiam* apontar para a intensificação de riscos inflacionários em escala global», o colegiado decidiu manter a meta para a Selic em 11,25% a.a. nas duas reuniões restantes, interrompendo o ciclo de afrouxamento monetário.

No tocante à política fiscal, duas situações relevantes viriam a materializar-se ao longo de 2007: (i) o fim das vigências da CPMF e da DRU, em 31 de dezembro; e (ii) a colocação em mercado de um título público federal prefixado com prazo elevado: a Nota do Tesouro Nacional série F (NTN-F) com vencimento em 2017.

A primeira exigiu um esforço do governo para obter a renovação de ambas as vigências (dessa vez até 2011), mas acabou por produzir resultados aquém dos desejados pelo Planalto. Embora a PEC que prorrogava a DRU tenha sido aprovada pelas duas casas legislativas, e em dois turnos, o mesmo não ocorreu com a CPMF, que foi rejeitada pelo Senado. A derrota subtraiu cerca de 1,3% de toda a receita do governo central, obrigando-o a buscar novas fontes para 2008. A segunda representou uma vitória importante do Tesouro Nacional e, por extensão, do Banco Central. A emissão primária de um título prefixado com tal maturidade estava em linha com as políticas de elevação da participação dos títulos prefixados no perfil do endividamento interno e, principalmente, de aumento dos prazos dos instrumentos da dívida.

Ao final do ano a inflação medida pelo IPCA acelerara em relação à de 2006 (4,46%), mas novamente fora inferior à meta fixada pelo CMN (4,5%).

8.2.10. 2008

Embora a turbulência externa tivesse contribuído para a interrupção do afrouxamento monetário doméstico e a preocupação com a crise «*subprime*» fosse real, o mercado financeiro brasileiro antecipava uma situação relativamente benigna para a economia no início do novo ano. As previsões para 2008 apontavam para uma expansão de 4,5% do PIB, um recuo de meio ponto percentual da meta para a Selic (para 10,75% a.a.), uma inflação próxima aos 4,5% fixados pelo CMN (4,9%) e uma taxa de câmbio relativamente estável (R\$ 1,80/US\$)¹⁴⁷⁹. De fato, nem os agentes financeiros nem o governo imaginavam a amplitude do choque que estava a caminho, e cujas consequências arrastar-se-iam por anos.

No âmbito fiscal, o fim da CPMF levou o governo a cortar gastos, a elevar a alíquota de outros tributos (como o IOF e a CSLL¹⁴⁸⁰), e a contar com o crescimento da economia para ampliar a arrecadação. O objetivo era preservar a meta fixada para o superávit

¹⁴⁷⁹ De acordo com a mediana das expectativas das instituições consultadas no âmbito da elaboração do Relatório Focus do BCB de 4 de janeiro de 2008.

¹⁴⁸⁰ Contribuição Social sobre o Lucro Líquido.

primário (3,8% do PIB), e isso demandava a compensação da receita perdida¹⁴⁸¹. Além disso, os títulos da dívida do país encontravam-se próximos à conquista do chamado «grau de investimento» e a manutenção dos bons resultados fiscais era uma condição percebida como fundamental para atingir essa condição.

As medidas adotadas pelo governo mostraram-se mais que suficientes para a manutenção da meta e, juntamente com outros resultados econômicos, contribuíram para a elevação da nota de risco do país. Em maio, tanto a Standard & Poor's como a Fitch, duas das maiores agências internacionais de *rating*, acabaram por conferir o desejado «grau de investimento» ao Brasil.

Entretanto, enquanto a economia doméstica mantinha-se aquecida, levando o Copom a registrar estar pronto para elevar a Selic (caso a trajetória da inflação ameaçasse o cumprimento da meta), os passos dados pelo Federal Reserve seguiam o caminho oposto. Preocupado com a «desaceleração aguda» da atividade econômica, o BC dos EUA intensificou os cortes na meta para os *Fed Funds*¹⁴⁸² e seguiu a injetar liquidez no mercado. Suas ações, entretanto, não seriam capazes de evitar o colapso do banco de investimentos Bear Sterns¹⁴⁸³, em um prelúdio do que estava por vir alguns meses mais tarde.

A taxa básica de juros no Brasil foi mantida em 11,25% a.a. nas duas primeiras reuniões do Copom, mas a manutenção do aquecimento econômico e do «descompasso entre o ritmo da demanda e da oferta agregadas» acabou por dar início a um novo ciclo de elevação dos juros na reunião de abril (a terceira), quando o colegiado elevou a taxa básica para 11,75% a.a.

O BCB já estabelecera em janeiro o recolhimento compulsório sobre os depósitos interfinanceiros das empresas de leasing¹⁴⁸⁴, cuja alíquota sofreria uma elevação gradual até atingir os 25% em janeiro de 2009. Com a medida, a autoridade monetária esperava

¹⁴⁸¹ A receita com a CPMF em 2007 atingira R\$ 36,52 bilhões, ou 1,3% do PIB.

¹⁴⁸² A taxa foi reduzida de 4,25% a.a. para 2% a.a. no primeiro semestre, sendo que o BC dos EUA chegou a promover duas reduções consecutivas em oito dias (0,75% e 0,5%) no mês de janeiro.

¹⁴⁸³ Posteriormente vendido para o JP Morgan Chase.

¹⁴⁸⁴ Circular nº 3.375, de 31 de janeiro de 2008.

retirar até R\$ 40 bilhões do sistema financeiro e conter a expansão da demanda, por meio da redução da oferta de crédito.

O processo de acúmulo de reservas internacionais manteve-se firme e, em janeiro, o BCB anunciou que o Brasil tornara-se credor internacional líquido pela primeira vez na história. Dois meses mais tarde, o CMN adotaria uma série de medidas para frear a apreciação do real e estimular as exportações. Entre elas, permitiria que os exportadores preservassem no exterior a integralidade dos recursos obtidos com a venda de produtos/serviços aos clientes estrangeiros¹⁴⁸⁵.

A quase contínua apreciação do real impactara os resultados da balança comercial, especialmente no primeiro trimestre, acelerando a reversão dos saldos em transações correntes. Entretanto, e a despeito das iniciativas oficiais, a trajetória da moeda seria mantida até o início de agosto (quando o real alcançou os R\$ 1,55/US\$), sendo revertida somente após o agravamento do cenário internacional.

No tocante ao desenvolvimento econômico, o governo manteve-se comprometido com a promoção do investimento e com a política de conteúdo nacional. Ao longo de maio foram anunciados a Política de Desenvolvimento Produtivo (PDP, ou PAC da Indústria), que previa a disponibilização de um grande volume de recursos para a indústria e o setor de serviços¹⁴⁸⁶, e o novo Plano de Renovação da Frota de Petroleiros e Barcos de Apoio da Petrobras (146 barcos de apoio, 40 sondas de perfuração e 23 petroleiros), sob orientação para aquisição das embarcações na indústria naval brasileira. No discurso de lançamento deste último, Lula enfatizaria a motivação da estratégia, ao sublinhar que a Petrobras «existe também para ser a alavanca de desenvolvimento desse país».

Além de investimentos em embarcações, a Petrobras seguiria a anunciar descobertas de novos campos no Pré-Sal. Entre eles o de Iara, em agosto, e o de Parque das Baleias, em novembro. No início de setembro seria comemorada a retirada do «primeiro óleo»

¹⁴⁸⁵ Resolução nº 3.548, de 12 de março de 2008.

¹⁴⁸⁶ A proposta original previa a liberação, até 2010, de aproximadamente R\$ 245 bilhões, entre fundos dedicados do Tesouro, programas da Financiadora de Estudos e Projetos (Finep) e empréstimos do BNDES para os segmentos da indústria e dos serviços. Adicionalmente, a política anunciada previa outros R\$ 21,4 bilhões em desonerações tributárias.

do Pré-Sal, com o governo a prometer que o país não se tornaria um exportador de óleo cru, e sim de produtos com valor agregado – o que viria a exigir novos investimentos, como os em refinarias.

Ao final do primeiro semestre, capitaneada pelos setores de serviços e da construção civil, a economia criara 1.361.388 empregos líquidos com carteira assinada, mais que em todos os outros anos do século XXI, com a exceção de 2004 (1,52 milhão). No tocante à construção civil, os financiamentos com recursos da poupança haviam aumentado 86,66% e o número de unidades financiadas crescera 58,9%¹⁴⁸⁷, na comparação com o mesmo semestre de 2007.

O aquecimento da demanda, que segundo o Copom era sustentada em parte pelo crescimento da renda e do crédito, motivou o Comitê a promover três novas elevações da taxa básica da economia: 0,5%, em 4 de junho; 0,75%, em 23 de julho; e 0,75%, em 10 de setembro. Dessa forma, ao final da sexta reunião do Comitê a meta para a Selic alcançara os 13,75% a.a.

Essa última decisão do colegiado fora tomada logo após a intervenção do governo dos EUA em duas das mais importantes companhias de crédito imobiliário do país, a Fannie Mae e a Freddie Mac. Além disso, ela se dera quase que simultaneamente ao colapso do banco de investimentos Lehman Brothers e ao aprofundamento das dificuldades da American Insurance Group (AIG), a maior seguradora norte-americana.

O aprofundamento da crise norte-americana, que há meses produzia reflexos importantes na economia global, passou a impactar de forma mais severa a economia brasileira – com destaque para a mudança das condições de oferta de liquidez (interna e externa) e para a reversão do comportamento do câmbio.

A deterioração aguda do real e da oferta de liquidez obrigou o BCB a agir. Ainda no fim de setembro, a autoridade monetária adotou um amplo conjunto de medidas para atenuar ou corrigir as disfuncionalidades do mercado, visando evitar o chamado

¹⁴⁸⁷ Segundo dados da Associação das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança (Abecip) reproduzidos em (QUINTÃO, 2008).

«empoçamento de liquidez»¹⁴⁸⁸ e garantir a oferta de dólares para os exportadores, entre outros. Essas medidas compreenderam:

1. 24/09 – A ampliação do cronograma de implementação dos recolhimentos sobre os depósitos interfinanceiros das empresas de leasing, postergando – na prática – os aumentos das alíquotas¹⁴⁸⁹ (impacto estimado em R\$ 8 bilhões);
2. 24/09 – A elevação do valor a ser deduzido pelas instituições financeiras no cálculo da exigibilidade adicional sobre os depósitos a prazo, à vista e da poupança, de R\$ 100 milhões para R\$ 300 milhões¹⁴⁹⁰ (impacto estimado em R\$ 5,2 bilhões);
3. 02/10 – A instituição de uma dedução de até 40% do total a ser recolhido – a título de recolhimento compulsório sobre os depósitos a prazo – para os bancos que adquirissem operações de crédito de instituições de pequeno porte e originadas por estas¹⁴⁹¹ (impacto estimado em R\$ 23,5 bilhões);
4. 08/10 – A elevação do valor a ser deduzido pelas instituições financeiras do total da exigência de recolhimento compulsório sobre os depósitos a prazo, de R\$ 300 milhões para R\$ 700 milhões¹⁴⁹²;
5. 08/10 – A redução das alíquotas da exigibilidade adicional sobre os depósitos a prazo e à vista, de 8% para 5%¹⁴⁹³;
6. 08/10 – O retorno da venda de dólares à vista ao mercado por parte do BCB – o que não ocorria desde março de 2003;
7. 13/10 – Uma nova ampliação dos valores a serem deduzidos pelas instituições financeiras do total das exigências de recolhimento compulsório: (i) depósitos a prazo, de R\$ 700 milhões para R\$ 2 bilhões; e (ii) exigibilidade adicional, de R\$ 300 milhões para R\$ 1 bilhão¹⁴⁹⁴;
8. 13/10 – A ampliação da abrangência da medida de 2 de outubro, passando a incluir as instituições de médio porte (o patrimônio de referência foi elevado de R\$ 2,5

¹⁴⁸⁸ Situação em que, a despeito da disponibilidade de liquidez no mercado, as instituições preferem retê-la à assumir o risco de ofertar os recursos a terceiros (como outros bancos ou empresas).

¹⁴⁸⁹ Circular nº 3.405, de 24 de setembro de 2008.

¹⁴⁹⁰ Circular nº 3.405, de 24 de setembro de 2008.

¹⁴⁹¹ Circular nº 3.407, de 2 de outubro de 2008.

¹⁴⁹² Circular nº 3.408, de 8 de outubro de 2008.

¹⁴⁹³ Circular nº 3.408, de 8 de outubro de 2008.

¹⁴⁹⁴ Circular nº 3.410, de 13 de outubro de 2008.

- bilhões para R\$ 7 bilhões), e alargando o teto da dedução, de 40% para 70% do total da exigência¹⁴⁹⁵ (impacto estimado desta e da medida anterior em R\$ 47,1 bilhões);
9. 14/10 – A redução da alíquota do recolhimento compulsório sobre os depósitos à vista, para 42%¹⁴⁹⁶;
10. 15/10 – A ampliação do leque de instrumentos que uma instituição financeira poderia adquirir de outra para reduzir o valor do recolhimento compulsório sobre os depósitos a prazo previstos na medida de 2 de outubro¹⁴⁹⁷;
11. 17/10 – O estabelecimento de regras para o leilão de empréstimos de moeda estrangeira por parte do BCB, comprometendo os tomadores com o direcionamento total ou parcial dos recursos para linhas de financiamento aos exportadores¹⁴⁹⁸;
12. 24/10 – A autorização para que os bancos deduzissem do recolhimento compulsório sobre os depósitos à vista o valor correspondente a 60 contribuições ordinárias ao Fundo Garantidor de Crédito (FGC) – valor correspondente ao mês de agosto¹⁴⁹⁹ (impacto estimado de até R\$ 6 bilhões);
13. 30/10 – O estabelecimento de que 70% dos recolhimentos compulsórios sobre os depósitos a prazo necessitariam ser realizados em espécie, sem receber remuneração, visando pressionar as instituições a repassarem os recursos ao mercado¹⁵⁰⁰;
14. 04/11 – A alteração das regras dos leilões de empréstimos de moeda estrangeira, visando elevar a oferta de linhas de crédito para os exportadores¹⁵⁰¹;
15. 13/11 – A alteração das regras do recolhimento da exigibilidade adicional, passando a permitir que este fosse realizado por meio de títulos públicos (desde sua criação, em 2002, tais recolhimentos eram feitos exclusivamente em espécie)¹⁵⁰²;

¹⁴⁹⁵ Circular nº 3.411, de 13 de outubro de 2008.

¹⁴⁹⁶ Circular nº 3.413, de 14 de outubro de 2008.

¹⁴⁹⁷ Circular nº 3.414, de 15 de outubro de 2008.

¹⁴⁹⁸ Medida Provisória nº 442, de 6 de outubro de 2008, Resolução nº 3.622, de 9 de outubro de 2008, Resolução nº 3.624, de 16 de outubro de 2008, e Circular nº 3.415, de 17 de outubro de 2008.

¹⁴⁹⁹ Circular nº 3.416, de 24 de outubro de 2008. Para tal, a instituição necessitaria antecipar as 60 contribuições e o valor original da dedução seria reduzido em um sessenta avos do valor original a cada mês.

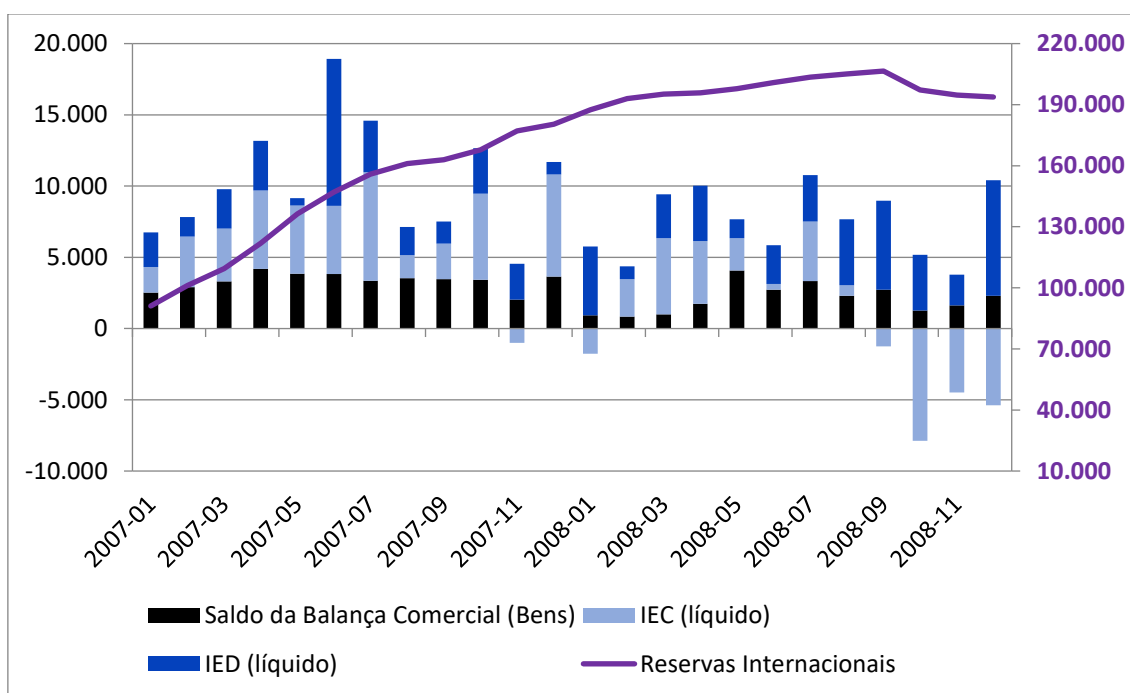
¹⁵⁰⁰ Circular nº 3.417, de 30 de outubro de 2008.

¹⁵⁰¹ Circular nº 3.418, de 4 de novembro de 2008.

¹⁵⁰² Circular nº 3.419, de 13 de novembro de 2008. O objetivo era amenizar o impacto negativo que a medida de 30 de outubro havia tido sobre a rolagem da dívida pública e sobre a oferta de liquidez.

16. 19/12 – A redução, para 60%, do percentual do compulsório sobre os depósitos a prazo recolhido em espécie¹⁵⁰³;
17. 19/12 – A fixação da data limite 31 de março de 2009 para a aquisição de instrumentos passivos de ser utilizados na dedução do montante a recolher sobre os depósitos a prazo nos termos da medida de 2 de outubro¹⁵⁰⁴, e a supressão do limite de 70% para a dedução¹⁵⁰⁵.
18. 30/12 – A alteração das regras das operações de crédito e de leasing, visando elevar a oferta de liquidez no mercado¹⁵⁰⁶.

Figura 59 - Evolução dos saldos mensais da balança comercial, dos Investimentos Estrangeiros Diretos (IED), dos Investimentos Estrangeiros em Carteira (IEC) e das reservas internacionais do Brasil (US\$ milhões)



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil

¹⁵⁰³ Circular nº 3.427, de 19 de dezembro de 2008. Novamente com o intuito de amenizar o impacto da medida de 30 de outubro.

¹⁵⁰⁴ Esse prazo seria ampliado pelas Circulares nºs 3.447, de 26 de março de 2009, e 3.456, de 29 de junho de 2009, para 30 de junho de 2009 e 30 de setembro de 2009, respectivamente.

¹⁵⁰⁵ Circular nº 3.427, de 19 de dezembro de 2008.

¹⁵⁰⁶ Resolução nº 3.674, de 30 de dezembro de 2008. Até então, os bancos que faziam um provisionamento superior ao exigido pela legislação tinham sua capacidade de repasse de recursos aos clientes reduzida, pois a operação afetava o cálculo do patrimônio de referência (PR). A mudança excluiu o provisionamento extra desse cálculo, permitindo que instituições mais conservadoras não perdessem capacidade de emprestar às famílias e às empresas.

A deterioração do câmbio fora liderada pelas vendas de ativos brasileiros (para cobrir prejuízos no estrangeiro), pela antecipação de pagamentos ao exterior (ante o receio de uma maior desvalorização do real) e pela remessa de multinacionais às suas sedes. A conta financeira do balanço de pagamentos, que ao longo dos trimestres do ano vinha registrando uma trajetória descendente (US\$ 22,2 bilhões, US\$ 17,6 bilhões e US\$ 13,3 bilhões), passou a apresentar números amplamente negativos já a partir de outubro, encerrando o quarto trimestre com perdas superiores a US\$ 25 bilhões.

As medidas, contudo, não se restringiram às políticas monetária e cambial. A redução das ofertas de liquidez e de crédito motivou o governo a adotar medidas fiscais e a lançar mão dos bancos públicos para disponibilizar recursos para empresas e consumidores. Entre outros objetivos, destacavam-se a sustentação do consumo e a disponibilização de capital de giro para as empresas, especialmente para aquelas de porte mais reduzido. Essas medidas incluíram, entre outros:

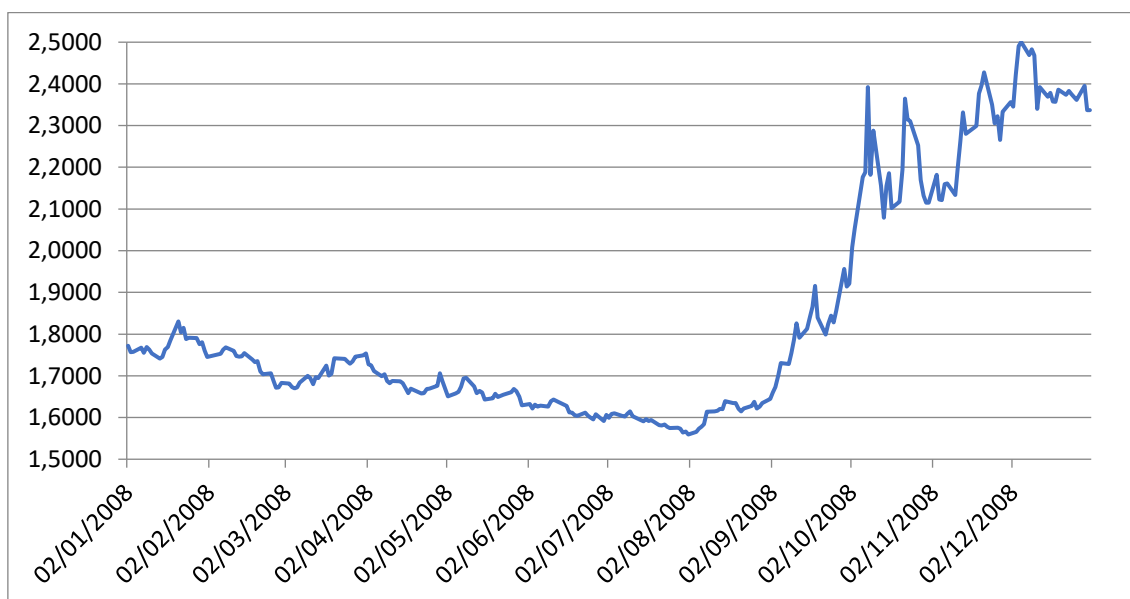
1. 05/11 – A disponibilização de R\$ 4 bilhões do Banco do Brasil para que os bancos das montadoras financiassem a compra de veículos;
2. 06/11 – O alongamento dos prazos de pagamento de diversos tributos federais (impacto estimado em R\$ 21 bilhões), combinado com uma política de aceleração da devolução dos créditos tributários (empresas);
3. 06/11 – O aporte de R\$ 10 bilhões no BNDES para ser aplicado em linhas de capital de giro, financiamento da exportação e outros;
4. 06/11 – A abertura de uma linha de R\$ 5 bilhões no Banco do Brasil para financiar o capital de giro de pequenas e médias empresas;
5. 12/11 – A abertura de linha de R\$ 2 bilhões na CEF para o financiamento da aquisição de bens de consumo («Crediário Caixa Fácil»);
6. 17/11 – A abertura de linhas de crédito de financiamento habitacional na CEF e no Banco do Brasil (R\$ 4 bilhões cada) exclusivas para servidores públicos, combinada com a elevação de 25% da oferta de crédito consignado para 2009 (de R\$ 8 bilhões para R\$ 10 bilhões);
7. 19/11 – O anúncio da CEF de que dispunha de R\$ 20 bilhões adicionais para emprestar às micro e pequenas empresas;

8. 27/11 – A ampliação, por parte do Banco do Brasil, dos prazos de pagamento da linha de capital de giro atrelada às vendas de créditos, de 12 para 24 meses;
9. 11/12 – O lançamento de um pacote de desoneração fiscal (impacto estimado de R\$ 8,4 bilhões) para estimular o consumo e o crescimento em 2009; e
10. 21/12 – O lançamento de um pacote de redução de juros pela CEF, em atendimento à determinação do presidente da República.

O agravamento da crise interrompeu o recém-inciado ciclo de aperto monetário. Em sua sétima decisão do ano, em 29 de outubro, o Comitê concluiu que as condições restritivas impostas pelo novo contexto poderiam ampliar os efeitos da política monetária sobre a demanda e, no longo prazo, sobre a inflação. Assim, tal como o faria em sua oitava e última reunião do ano (em dezembro), o colegiado optou por manter a meta para a Selic inalterada em 13,75% a.a..

Enquanto o Brasil lutava para conter os efeitos da crise na economia local, o agravamento da situação nos EUA levou o Federal Reserve a aprofundar a política de redução de sua meta para a taxa de juros. Finalmente, em dezembro, o BC norte-americano acabou por alterar o modelo de fixação da meta para os *Fed Funds*, passando a utilizar uma faixa – que encerraria o ano entre 0% e 0,25% a.a..

Figura 60 - Evolução da cotação do dólar dos EUA (em R\$)



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil

Apesar da forte contração da economia no quarto trimestre, a expansão anual do PIB acabou por superar a previsão de crescimento do início do ano, atingindo 5,09%. As demais expectativas do mercado foram frustradas, com a Selic encerrando 2008 em 13,75% a.a., o IPCA em 5,9% (ainda dentro do intervalo da meta) e a taxa de câmbio a R\$ 2,337/US\$.

8.2.11. 2009

O agravamento dos efeitos da crise foi sentido em diversos indicadores, e os relativos ao emprego não foram exceção. Embora tradicionalmente o país registrasse uma perda líquida de cerca de 300 mil postos de trabalho com carteira assinada a cada mês de dezembro, o número de 2008 superara os 654 mil. Diante disso, com setores da economia fortemente atingidos pela reversão do cenário e com o governo a buscar sustentar o consumo, foram promovidas mudanças nas regras do IRPF¹⁵⁰⁷ e do seguro-desemprego¹⁵⁰⁸. A primeira deu-se ao final de 2008 e compreendeu a instituição de novas alíquotas do imposto que, na prática, reduziram a carga fiscal da classe média. A segunda, já no início de 2009, resultou na ampliação do número de parcelas do benefício.

Além de fortalecer a situação do trabalhador, o governo intensificou sua política anticíclica por meio de quatro estratégias principais: (i) a ampliação e a instituição de programas de investimento, como o aumento do orçamento do PAC, a criação do «Minha Casa, Minha Vida» (programa nacional de habitação voltado para a população de baixa renda) e mais investimentos por parte da Petrobras; (ii) a desoneração fiscal de setores chave da economia, como o de veículos automotores, materiais de construção, móveis, eletrodomésticos e bens de capital; (iii) o afrouxamento da política monetária,

¹⁵⁰⁷ Visando estimular a economia, o governo instituiu, em dezembro de 2008, duas novas alíquotas intermediárias no IRPF (7,5% e 22,5%). Na prática, a medida reduziu a carga fiscal de grande parte dos contribuintes da classe média – especialmente os de menor renda. As novas alíquotas entraram em vigor em 1º de janeiro de 2009.

¹⁵⁰⁸ A legislação vigente previa o pagamento de três a cinco parcelas do benefício, dependendo do tempo de serviço do trabalhador. Em fevereiro de 2009 o Conselho Deliberativo do Fundo de Amparo ao Trabalhador (Codefat) aprovou a ampliação do seguro-desemprego, em duas parcelas, a trabalhadores demitidos por empresas prejudicadas pela crise.

com o Copom dando início a um novo ciclo de redução da taxa básica de juros da economia; e (iv) a expansão da oferta de crédito para empresas e pessoas físicas, capitaneada pelos bancos públicos federais – principalmente o BNDES, o Banco do Brasil e a CEF.

As medidas visavam sustentar o crescimento da demanda interna e estimular os empresários a investirem. Porém, para que surtisse efeito, era preciso influenciar positivamente as expectativas em meio ao cenário de crise.

O governo procurara assegurar parte da demanda por meio de seus programas de investimento. Além disso, as mudanças tributárias e no seguro-desemprego fortaleciam as políticas pré-existentes (como a de salário mínimo e de transferência de renda), restringindo o recuo do consumo. Dessa forma, esperava-se que a desoneração e a melhoria das condições de crédito fornecessem o estímulo que faltava, revertendo o impacto da crise no mercado interno.

Cabe destacar que a situação fiscal do governo fora bastante fragilizada em função do recuo da arrecadação, e que isso levaria a uma reprogramação do Orçamento em março. A mudança envolveria alterações na previsão da expansão da economia, o contingenciamento de despesas, e o reconhecimento da possibilidade de utilizar (pela primeira vez) a prerrogativa de deduzir da meta do superávit primário as despesas relativas aos investimentos enquadrados no chamado Projeto Piloto de Investimentos (PPI) – originalmente 0,5% PIB. Mesmo assim o cumprimento da meta para o superávit mostrar-se-ia inviável e, em meados de abril, o objetivo acabou por ser reduzido de 3,8% para 2,5% do PIB.

O «arrefecimento do ritmo da atividade econômica e da expansão da demanda» e seus efeitos sobre «os riscos de não concretização de um cenário inflacionário benigno» justificaram as decisões do Comitê de Política Monetária em suas cinco primeiras reuniões de 2009. De 13,75% a.a. na virada do ano, a taxa básica da economia foi gradualmente reduzida para 8,75% a.a. em julho. Tal patamar seria mantido até o final de 2009, dada a melhora das condições econômicas e a avaliação da necessidade de

«manter uma postura cautelosa, com vistas a assegurar a manutenção da convergência da inflação para a trajetória de metas».

Contudo, outras questões demandariam a atenção das autoridades monetárias.

A redução da oferta de liquidez no mercado internacional impactara a capacidade das empresas brasileiras de honrar dívidas existentes e, para suprir essa lacuna, o CMN autorizara o BCB, ainda em 2008¹⁵⁰⁹, a conceder empréstimos com características específicas para que as instituições financeiras atendessem às demandas dessas empresas. Tal facilidade seria alargada e facilitada ao longo de março de 2009, com a criação da possibilidade das instituições financeiras captarem recursos para honrar suas próprias obrigações¹⁵¹⁰ e com a ampliação do leque de instrumentos dados em garantia das operações¹⁵¹¹.

Adicionalmente, visando o mercado interno e buscando estimular os bancos menores a voltarem a conceder empréstimos, o CMN instituiu os depósitos a prazo com garantia especial do FGC, ou CDB Especial¹⁵¹². A criação de tais instrumentos buscava facilitar a captação de recursos por parte das instituições, pois em meio a um ambiente de incerteza elevada, estabelecia um patamar de proteção para o investidor bastante superior ao então oferecido pelo Fundo Garantidor de Crédito (R\$ 20 milhões x R\$ 60 mil).

A sucessão de medidas adotadas pelo governo acabou por surtir efeito. Após registrar recuos de 3,77% e de 1,37% no último quarto de 2008 e no primeiro de 2009, respectivamente, o PIB brasileiro voltou a crescer no segundo trimestre.

A retomada da expansão foi acompanhada por um amplo aumento do nível de emprego. De uma média de cerca de 130 mil/mês novos postos de trabalho com carteira assinada entre maio e julho, as contratações líquidas médias saltaram para mais de 243 mil novos

¹⁵⁰⁹ Resolução nº 3.672, de 17 de dezembro de 2008.

¹⁵¹⁰ Resolução nº 3.689, de 4 de março de 2009.

¹⁵¹¹ Resolução nº 3.691, de 23 de março de 2009.

¹⁵¹² Resolução nº 3.692, de 26 de março de 2009.

postos mensais entre agosto e novembro, fazendo a taxa de desemprego recuar de 8,3% para 7,8% – a despeito do aumento da população economicamente ativa (PEA).

Mesmo diante da elevação da demanda, o Copom preservou sua avaliação de que tanto o consumo como a margem de ociosidade da capacidade produtiva mantinham limitados os riscos para a trajetória da inflação. Seu posicionamento mais cauteloso (a partir de setembro) teria por base a defasagem entre a implementação da política monetária e seus efeitos sobre o nível da atividade e da inflação (após a redução em 5 pontos percentuais da meta para a Selic).

Paralelamente, e tal como ocorrera no período que antecederia à crise, o real voltou a apreciar-se ante a divisa dos EUA a partir do segundo trimestre. O movimento acompanhou a tendência global de enfraquecimento do dólar, mas foi favorecido pela melhora dos resultados da balança comercial e pela grande diferença entre as taxas de juros brasileiras e as das principais economias centrais.

A preocupação com a apreciação da moeda (que entre março e outubro saltou de R\$ 2,42/US\$ para US\$ 1,70/US\$) intensificou a atuação do BCB. Porém, a despeito das operações com derivativos, da manutenção da política de compra de dólares no mercado e da redução da taxa básica de juros doméstica, os esforços da autoridade monetária acabaram por mostrar-se mais uma vez insuficientes para frear o comportamento do real.

Diante disso o Ministério da Fazenda acabou por decidir tributar as entradas destinadas a investimentos em renda fixa e variável partir de outubro¹⁵¹³ – medida cujo único propósito era conter a apreciação excessiva da moeda. A partir de então a moeda norte-americana passou a ser negociada em relativa estabilidade, próxima aos R\$ 1,75.

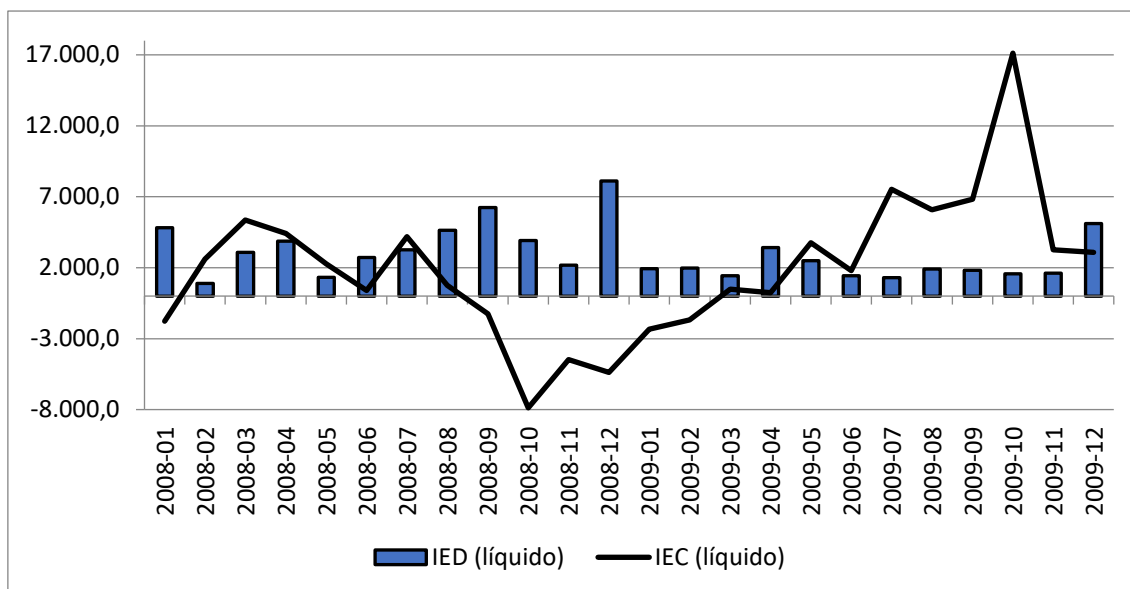
Ao final do terceiro trimestre, a melhora das condições de captação das instituições de médio porte levou o BCB a alterar mais uma vez as regras do recolhimento compulsório sobre os depósitos a prazo¹⁵¹⁴. Por um lado, a autoridade monetária ampliou a oferta de liquidez por meio da diminuição da alíquota da exigibilidade e da redução do percentual

¹⁵¹³ Para isso foi fixada uma alíquota de 2% (IOF) sobre ingresso dos recursos.

¹⁵¹⁴ Circular nº 3.468, de 28 de setembro.

do recolhimento em espécie (para 13,5% e para 55%, respectivamente). Por outro, estabeleceu que somente os créditos adquiridos de instituições de pequeno porte poderiam se somar aos já obtidos para fins de dedução do recolhimento¹⁵¹⁵.

Figura 61 - Evolução dos saldos mensais dos Investimentos Estrangeiros Diretos e dos Investimentos Estrangeiros em Carteira (US\$ milhões)



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil

No âmbito fiscal, a combinação entre a queda da arrecadação, decorrente da crise, e as políticas de desoneração impactaram negativamente as contas do governo central. Ao longo dos três primeiros trimestres, as receitas recuaram cerca de 6,8%, enquanto as despesas aumentaram quase 12,1%¹⁵¹⁶. Diante da possibilidade de incumprimento da meta de 2,5% do PIB para o superávit primário, o governo acabou por elevar o limite da prerrogativa de deduzir dos dispêndios as despesas relativas aos investimentos do PPI, de 0,5% para 0,94% do PIB.

Entretanto, a reação da economia no último trimestre acabou por amenizar a situação, elevando as receitas em cerca de 12,6% (ante as equivalentes do ano anterior). Assim, também considerado o recuo das expensas em aproximadamente 4,3%, foi possível

¹⁵¹⁵ Com a nova regra, os instrumentos já adquiridos de instituições de médio porte (até aquela data) poderiam continuar a ser utilizados para fins de dedução. Porém, qualquer novo instrumento adquirido para o mesmo fim necessitaria vir de uma instituição pequena (até R\$ 2,5 bilhões de patrimônio de referência), devendo ser obtido até 31 de março de 2010.

¹⁵¹⁶ Percentuais calculados com base em valores atualizados pelo IPCA.

cumprir a meta estabelecida sem necessitar do aumento da dedução das despesas do PPI¹⁵¹⁷.

Após dois trimestres consecutivos de retração, a economia brasileira dera sinais vigorosos de recuperação, registrando expansão nos três últimos quartos do ano e levando a variação do PIB para um patamar próximo ao zero (-0,13%) em 2009. Além disso, a meta para o superávit primário fora cumprida, a inflação medida pelo IPCA encerrara o ano pouco abaixo do alvo fixado pelo CMN (4,31% x 4,50%) e o real interrompera sua apreciação. O tripé macroeconômico havia sobrevivido à primeira grande crise do governo Lula e as condições mostravam-se amplamente favoráveis ao país em 2010.

Contudo, a razão entre a dívida líquida e o PIB tornara a aumentar, após seis anos consecutivos de recuo. Dos 37,7% atingidos em 2008, o indicador saltaria para 42,48% (patamar próximo ao do final de 2007).

8.2.12. 2010

Tal como encerrara 2009, a economia brasileira iniciou o novo ano em ritmo de crescimento acelerado. A expansão das contratações¹⁵¹⁸, o aumento da renda, a ampliação da oferta de crédito e a manutenção das políticas de desoneração, acabaram por elevar o consumo, com impacto sobre a inflação. O IPCA chegou a registrar uma variação acumulada de 2,06% no primeiro trimestre – pouco menos da metade de toda a inflação do ano anterior.

O aquecimento econômico beneficiou os resultados da arrecadação. Mesmo assim, preocupado com a meta para o superávit primário (3,3% do PIB) e com a manutenção do ritmo de investimentos no PAC, o governo decidiu anunciar um novo contingenciamento do Orçamento em março (R\$ 21,8 bilhões). A medida seria sucedida, dois meses mais tarde, por uma nova redução das despesas (cerca de R\$ 10 bilhões em

¹⁵¹⁷ De acordo com os números divulgados pelo BCB em janeiro de 2010, o superávit primário de 2009 atingiu R\$ 64,5 bilhões, cerca de 2,06% do PIB.

¹⁵¹⁸ A despeito da (tradicional) perda líquida de postos com carteira assinada de dezembro.

custeio e em despesas das estatais). Dessa vez, entretanto, a iniciativa seria apresentada como um meio para reduzir a pressão da demanda sobre a economia (contribuindo para conter a evolução dos preços).

O Copom identificara o aumento dessa pressão e a redução das margens de ociosidade do setor produtivo em suas duas primeiras reuniões do ano. Mesmo assim, e apesar de reconhecer o aumento dos riscos para a inflação, optara por preservar a taxa básica da economia em 8,75% a.a..

Cabe mencionar que algumas isenções tributárias haviam tido um papel importante na sustentação da demanda, e que parte delas não seria prorrogada ao final do primeiro trimestre, casos das reduções do IPI de móveis e de veículos. Com isso, as vendas no varejo atingiriam um pico no final de março, passando a arrefecer a partir de abril. Outras isenções, entretanto, seriam estendidas – como a do IPI incidente sobre os materiais de construção (prorrogada de julho para dezembro de 2010).

O setor da construção civil receberia especial atenção da política econômica. Além de ser atingido pelo programa «Minha Casa Minha Vida» e pelas políticas de expansão do crédito, ele era intensivo em trabalho, contribuindo para a política de geração de emprego – que tinha por meta a criação líquida de 2,5 milhões de vagas com carteira assinada ao longo do ano.

Os investimentos oficiais foram mantidos ou ampliados. Entre 2009 e 2010 os desembolsos anuais do BNDES saltaram de R\$ 137,4 bilhões para R\$ 168,4 bilhões¹⁵¹⁹ e o saldo das concessões de crédito imobiliário da CEF foram ampliados de aproximadamente R\$ 47 bilhões para R\$ 76 bilhões. Além disso, o governo anunciou a segunda etapa do Programa de Aceleração do Crescimento em março (PAC2).

Dividido em duas fases, o PAC2 previa investimentos de R\$ 958,9 bilhões entre 2011 e 2014, e de R\$ 631,6 bilhões nos anos seguintes – sendo os maiores aportes direcionados para os setores de energia e habitação.

¹⁵¹⁹ Dos quais R\$ 25 bilhões referentes ao programa de capitalização da Petrobras.

Porém, a política de inversões que chamaria maior atenção seria a da Petrobras. Devido ao volume de investimentos que a companhia necessitaria fazer para explorar o pré-sal (estimado em mais de R\$ 220 bilhões até 2013), tornara-se necessário capitalizar a empresa, e a fórmula escolhida pelo governo buscava contemplar tanto as necessidades desta última como as da própria União, combinando um mecanismo de cessão onerosa¹⁵²⁰ com a ampliação do capital da companhia.

A cessão onerosa teria por base um preço do barril fixado em US\$ 8,51, levando a empresa a recolher aos cofres públicos cerca de US\$ 42,5 bilhões, o equivalente a R\$ 74,8 bilhões¹⁵²¹. Já a ampliação de capital envolveria a emissão de novas ações. Assim, para que participação percentual dos acionistas não fosse diluída na operação, tornava-se necessário que cada um dos envolvidos adquirisse uma fração dos papéis emitidos, o que no caso da União representava um desembolso de cerca de R\$ 43 bilhões. Cabe registrar que a diferença entre os valores tornar-se-ia um reforço de receita para o governo.

A operação acabou por ser realizada ao final de setembro e logrou êxito. A oferta pública de ações viabilizou uma captação total próxima a R\$ 120 bilhões, a União recebeu os recursos líquidos correspondentes à diferença entre a cessão onerosa e a aquisição de ações, e a Petrobras incorporou mais de R\$ 40 bilhões líquidos ao capital a ser utilizado no plano de investimentos da empresa.

De volta à política monetária, a expansão da inflação, seus efeitos sobre as expectativas dos agentes, e a maior pressão sobre os fatores de produção levaram o Copom a concluir em abril que «os riscos à concretização de um cenário inflacionário benigno, no qual a inflação seguiria consistente com a trajetória das metas» haviam aumentado. Com isso, o Comitê optou por dar início a um novo ciclo de elevação da meta para a Selic, aumentando a taxa básica da economia para 9,5% a.a. (alta de 0,75%).

¹⁵²⁰ No qual a União cedeu à Petrobras «o direito de produzir, com 100% de participação, um volume de até 5 bilhões de barris de óleo equivalente (boe) em seis blocos no pré-sal da Bacia de Santos».

¹⁵²¹ O pagamento de 67,8 bilhões deu-se em títulos públicos, com o restante sendo liquidado em espécie.

Porém, o novo ciclo seria curto. Em maio, a variação mensal do IPCA declinou para 0,43%, e nos três meses seguintes ficou abaixo de 0,05%. Assim, as novas elevações da meta para a Selic se limitaram à quarta e à quinta reunião (0,75% e 0,5%, respectivamente), tendo a taxa básica de juros atingido um máximo de 10,75% a.a. ao final de julho. Na visão do Comitê, as medidas de cunho fiscal (retirada dos estímulos), combinada com a redução do (já lento) ritmo de recuperação das economias centrais e com o incipiente aperto monetário, haviam sido suficientes para reduzir os riscos inflacionários.

Ainda no tocante à política monetária, cabe registrar que o BCB chegara a promover três mudanças importantes nas regras do recolhimento compulsório (duas em fevereiro e uma em junho). Os objetivos haviam sido iniciar um processo de reversão das medidas de combate à crise e restringir a oferta de crédito. As duas primeiras alteraram as regras da exigência sobre os depósitos a prazo¹⁵²² e da exigibilidade adicional¹⁵²³. Já a última fixou um calendário para a elevação gradual dos recolhimentos sobre os depósitos à vista, trazendo a alíquota de volta ao patamar pré-crise ¹⁵²⁴.

As principais mudanças de fevereiro foram: (i) a elevação da alíquota dos recolhimentos sobre os depósitos a prazo, de 13,5% para 15%; (ii) a exigência de que todo o recolhimento sobre os depósitos a prazo fosse realizado em espécie¹⁵²⁵ (sendo remunerado de acordo com a taxa Selic); (iii) a fixação de novos valores a deduzir do montante a ser recolhido, de acordo com o patrimônio de referência da instituição¹⁵²⁶; (iv) a limitação das deduções instituídas em dezembro de 2008¹⁵²⁷; (v) a ampliação das

¹⁵²² Circular nº 3.485, de 24 de fevereiro de 2010.

¹⁵²³ Circular nº 3.486, de 24 de fevereiro de 2010.

¹⁵²⁴ Circular nº 3.497, de 24 de junho de 2010.

¹⁵²⁵ Até a mudança este recolhimento era 55% feito em espécie e 45% em títulos públicos.

¹⁵²⁶ O valor a ser deduzido do montante por recolher foi fixado em (i) R\$ 2 bilhões, para instituições financeiras independentes ou integrantes de conglomerado financeiro cujo nível I do patrimônio de referência fosse inferior a R\$ 2 bilhões, (ii) R\$ 1,5 bilhão, para instituições financeiras independentes ou integrantes de conglomerado financeiro cujo nível I do patrimônio de referência fosse igual ou superior a R\$ 2 bilhões e inferior a R\$ 5 bilhões, e (iii) Zero, para instituições financeiras independentes ou integrantes de conglomerado financeiro cujo nível I do patrimônio de referência fosse superior a R\$ 5 bilhões.

¹⁵²⁷ As deduções previstas na Circular nº 3.427, de 19 de dezembro de 2008 - referentes às aquisições e aos depósitos financeiros - foram limitadas às operações realizadas até 30 de junho de 2010, ficando o valor total da dedução limitado a 45% do montante da exigibilidade.

alíquotas da exigibilidade adicional¹⁵²⁸; (vi) a restituição da obrigatoriedade da exigibilidade adicional ser recolhida em espécie (sendo remunerada pela Selic); e (vii) o estabelecimento dos valores a serem deduzidos da exigibilidade adicional nos mesmos termos dos do recolhimento sobre depósitos a prazo. Já a medida de julho determinou uma elevação lenta e gradual da alíquota incidente sobre os depósitos à vista, fixando os percentuais da exigência em 43%, 44% e 45%, a partir dos meses de julho de 2010, de 2012 e de 2014, respectivamente.

Apesar do ritmo de expansão da economia ter desacelerado a partir de segundo trimestre, alguns setores da produção passaram a temer gargalos, como o da construção civil. Entre as preocupações figuravam a escassez de mão de obra, especialmente a qualificada.

Cabe registrar que a criação líquida de postos de trabalho mantivera-se elevada e que, a despeito do crescimento da PEA, a taxa de desemprego (regiões metropolitanas) apresentaria um recuo quase contínuo ao longo dos três primeiros trimestres do ano – estabilizando em 6,2% a partir de setembro. Com isso, a meta dos 2,5 milhões de empregos líquidos seria atingida em novembro, embora o resultado viesse a recuar em dezembro (2,13 milhões) devido a fatores sazonais.

Após oscilar entre janeiro a agosto, o real voltou a registrar uma apreciação contundente a partir de setembro. A moeda foi impactada pelo aumento expressivo da entrada de recursos estrangeiros, tanto sob a forma de IED como (principalmente) de IEC, chegando a ser negociada a R\$ 1,65/US\$ (outubro). Parte dos ingressos devera-se à capitalização da Petrobras (setembro), entretanto, outra parcela importante fora fruto de operações de arbitragem, na quais os investidores captavam recursos no estrangeiro (a custo praticamente zero) para aplicar no Brasil (a 10,75% a.a.).

Em resposta à trajetória da moeda e preocupado com o impacto do câmbio no comércio exterior, o Ministério da Fazenda anunciou, no início de outubro, a elevação da alíquota (IOF) incidente sobre os ingressos destinados aos investimentos em renda fixa (de 2%

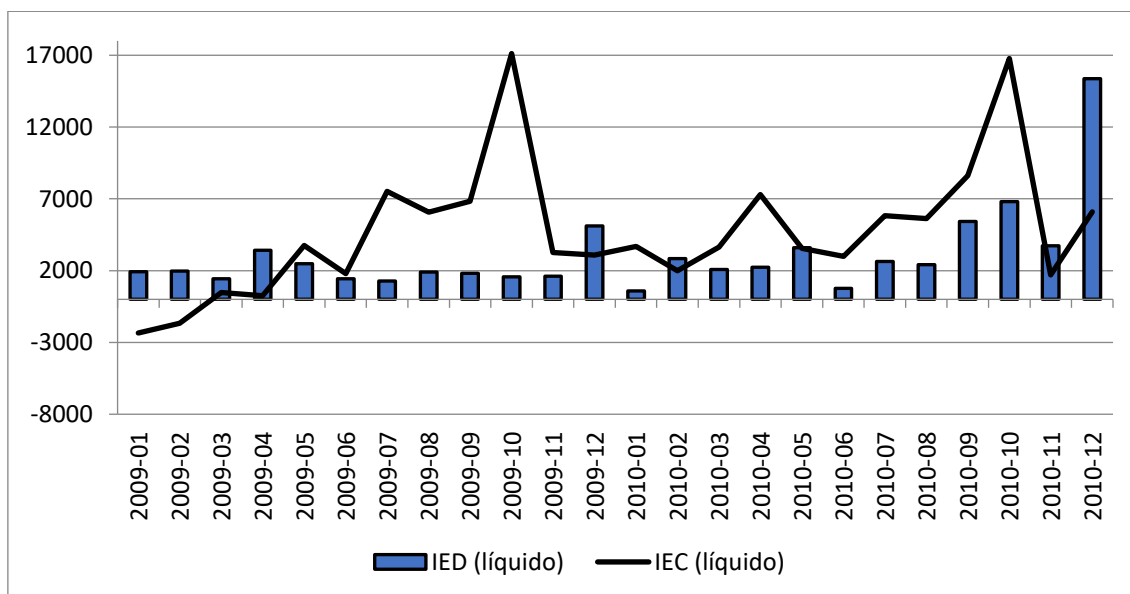
¹⁵²⁸ Ficando os percentuais fixados em 8%, para depósitos à vista e a prazo, e 10% para os depósitos de poupança.

para 4%¹⁵²⁹). A medida, entretanto, não surtiu o efeito desejado e o real continuou a se apreciar.

Duas semanas mais tarde, e após a moeda brasileira atingir sua cotação máxima, a Fazenda tornou a intervir, dessa vez por meio de três iniciativas. A primeira foi a ampliação da alíquota da medida anterior (para 6%). A segunda foi a elevação da alíquota do IOF incidente sobre o recolhimento de margem na BM&FBovespa (operações com derivativos – de 0,38% para 6%). A terceira foi a declaração de Guido Mantega sobre a possibilidade de adotar medidas adicionais para frear o ingresso dos recursos estrangeiros, enfatizando o comprometimento do governo com a interrupção da trajetória do real.

Dessa vez as medidas surtiram o efeito desejado e, embora o real não tenha revertido a tendência de alta, o processo de apreciação foi interrompido.

Figura 62 - Evolução dos saldos mensais dos Investimentos Estrangeiros Diretos e dos Investimentos Estrangeiros em Carteira (US\$ milhões).



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil

Apesar dos saldos mensais da balança comercial terem permanecido positivos ao longo do ano, os resultados recuaram ante os de 2009. Além disso, a situação das transações

¹⁵²⁹ Não houve aumento da alíquota incidente sobre os recursos destinados aos investimentos em renda variável, que permaneceu 2%.

correntes deteriorou-se a passos largos, influenciada pelo aumento das despesas (especialmente com serviços). Ao final de 2010, o resultado deficitário dessa conta alcançaria os US\$ 47,3 bilhões, praticamente o dobro do obtido no ano anterior.

Cabe mencionar que 2010 era um ano eleitoral e que, tal como em 2002, o presidente reeleito não poderia disputar um terceiro mandato. Devido a isso, Lula indicou e «abraçou» a candidatura de sua ex-ministra chefe da Casa Civil, Dilma Rousseff, à presidência. A disputa seria acirrada e, mesmo dispondo de grande popularidade, o presidente acabaria por precisar que sua candidata enfrentasse os dois turnos das eleições em outubro daquele ano. Entretanto, e ao contrário de 2002, o presidente acabaria por fazer sua sucessora, e Dilma Rousseff tornar-se-ia a primeira mulher presidente da República no Brasil.

No tocante às contas públicas, e tal como iniciara o ano, a receita total do governo central manteve-se elevada e encerrou 2010 com uma expansão real de 18,44% em relação a 2009¹⁵³⁰. Como as despesas cresceram em menor magnitude (16,29%), não foi necessário recorrer ao abatimento dos investimentos referentes ao PAC para o cumprimento do superávit primário¹⁵³¹.

Já em relação à política monetária, o Copom manteve intocada a meta para a Selic após a reunião de julho, apesar da constatação de que o cenário tornara-se menos benigno para a inflação (em seu último encontro do ano). Ao invés de alterar a taxa básica da economia (e criar mais incentivos para a entrada de recursos estrangeiros), o BCB tornou a ampliar as alíquotas dos recolhimentos compulsórios sobre os depósitos a prazo¹⁵³² e

¹⁵³⁰ Considerada a receita extra líquida referente à cessão onerosa dos 5 bilhões de barris de petróleo do pré-sal à Petrobras.

¹⁵³¹ De acordo com os números divulgados pelo BCB em janeiro de 2011, o superávit primário de 2010 atingiu R\$ 101,7 bilhões, cerca de 2,78% do PIB.

¹⁵³² Circular nº 3.513, de 3 de dezembro de 2010. A medida (i) elevou a alíquota da exigência, de 15% para 20%, (ii) ampliou o valor a ser deduzido do montante a recolher por instituições de pequeno e médio portes, e (iii) reduziu as deduções previstas na Circular 3.427, de 2008.

a exigibilidade adicional¹⁵³³ (dezembro), buscando arrefecer o ritmo da atividade econômica.

A aceleração da inflação no último quadrimestre levou a variação do IPCA (5,91%) a superar o centro da meta fixada pelo CMN (4,5%), mas não o suficiente para fazê-la ultrapassar a margem de tolerância de 2%. Além disso, o país registrou seu maior crescimento desde 1985 (7,53%), capitaneado por uma expansão de 10,2% da produção industrial.

¹⁵³³ Circular nº 3.514, de 3 de dezembro de 2010. A medida (i) elevou os percentuais incidentes sobre depósitos à vista e a prazo, de 8% para 12%, e (ii) ampliou o valor a ser deduzido do montante a recolher por instituições de pequeno e médio portes.

Capítulo IX – A política monetária e a distribuição de renda

9.1. Introdução

Como pode ser observado nos capítulos anteriores, a política monetária brasileira percorreu um longo caminho para que as autoridades competentes passassem a dispor de condições adequadas para o cumprimento de suas principais atribuições. Ao longo do percurso, o Banco Central (e antes a Sumoc) acumulou funções, dividiu sua autoridade com o Banco do Brasil, participou de um grande número de experiências monetárias (como os diversos planos econômicos das décadas de 1980 e 1990) e, entre outros, adotou políticas regionalizadas (como a exigência diferenciada de recolhimentos compulsórios) ou direcionadas a setores específicos da economia.

As iniciativas voltadas para assegurar o poder de compra da moeda, entretanto, não sugerem ter havido uma maior atenção à possibilidade de um impacto diferenciado das ações em segmentos distintos de um elemento fundamental da economia: o consumo das famílias. Representando cerca de 65% do PIB, o componente da demanda agregada parece ter sido objeto de um tratamento quase sempre uniforme, ou seja, voltado para uma média da infinidade de características dos elementos do todo, sem que tenha sido levada em conta a hipótese de que as respostas às ações não se dariam de forma comum nos segmentos da população (que por sua vez não são estáticos). O fato pode ter tido implicações relevantes tanto para a sociedade como para o desempenho das políticas adotadas (tema desta pesquisa), justificando a análise e a reflexão sobre as alternativas disponíveis. É importante ter em mente que o Brasil alia uma grande assimetria distributiva com um nível do rendimento médio reduzido, e que se tais fatores forem relevantes para o desempenho das políticas monetárias, negligenciá-los pode ter um custo elevado para a sociedade.

Um estudo relativamente recente, com dados da Romênia, sugere que as iniciativas de política monetária apresentam um melhor desempenho quando a desigualdade diminui. Os resultados encontrados em (VOINEA; LOVIN; COJOCARU, 2018) suportam a tese de que a transmissão da política é mais eficaz entre as famílias de rendimento

médio, seguidas pelas famílias de rendimento mais elevado. Adicionalmente, o estudo conclui que o rendimento disponível foi o fator determinante crítico do consumo nas famílias mais pobres.

Cabe registrar que no ano de sua publicação (2018), e de acordo com as estimativas do Banco Mundial, o problema da assimetria distributiva era bem mais sério no Brasil que no país do estudo. Por um lado, o nosso índice GINI apresentava valores bem superiores aos da república europeia (0,539 x 0,358). Por outro, o rendimento médio por pessoa na Romênia era mais de 60% superior ao brasileiro em paridade de poder de compra¹⁵³⁴.

O objetivo deste capítulo é introduzir as características da política monetária e, mediante a análise dos seus canais de transmissão e das características do consumo no Brasil, identificar elementos da assimetria distributiva que tenham o potencial de comprometer a capacidade do Banco Central de influenciar as decisões intertemporais de consumo.

A segunda subseção apresenta de forma sucinta os diferentes tipos de metas perseguidas pela autoridade monetária, tendo por objetivo contextualizar a operacionalização das suas ações.

A subseção seguinte introduz os canais de transmissão de política monetária identificados pelo BCB como os mais relevantes, sendo realizada uma breve discussão sobre como a assimetria distributiva poderia influenciar o funcionamento de parte deles.

O capítulo se encerra com um estudo da relação entre os rendimentos e o consumo no Brasil. A análise ampara-se nos dados das Pesquisas de Orçamento Familiar (POF) do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) e tem por objetivo identificar as características dessa relação em diferentes segmentos da população – organizados por faixa de renda.

¹⁵³⁴ Com base em dados da PNAD Contínua, do Instituto Nacional de Estatística da Romênia, do Banco Mundial e da OCDE, a renda média mensal domiciliar per capita no Brasil (paridade de poder de compra) era de US\$ 602,19, enquanto na Romênia o número alcançava os US\$ 979,09 (US\$ de 2018).

Cabe registrar que este capítulo incorpora trechos das subseções 2.2. e 2.4. de minha dissertação de mestrado, intitulada «A política monetária e a curva de rendimentos dos títulos públicos federais: a atuação do Banco Central do Brasil no período 2003-2012», defendida na Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ) em 2014. Esses trechos abrangem a subseção 9.2. e parte importante da subseção 9.3., tendo sido realizadas atualizações de menor relevância na linguagem e adaptações necessárias ao objeto desta investigação.

9.2 Objetivos e metas da política monetária

A execução da política monetária (PM) tem por objetivos elementos diversos que incluem a produção de resultados sobre o emprego, o crescimento da economia, a manutenção do poder de compra da moeda, o equilíbrio externo, e a estabilidade do sistema financeiro, entre outros. A escolha desses últimos depende fundamentalmente dos problemas macroeconômicos a enfrentar e das convicções do formulador das políticas quanto a questões controversas da teoria monetária. Temas que, embora fujam aos objetivos deste trabalho, compreendem, mas não se restringem a, a questão da não neutralidade da moeda no longo prazo, a existência de uma taxa natural de desemprego e ao reconhecimento de uma relação inversa estável entre desemprego e inflação (curva de Philips).

Para perseguir seus objetivos, as autoridades competentes contam com três instrumentos considerados «clássicos», ou «convencionais»: (i) os recolhimentos compulsórios; (ii) o redesconto de liquidez e (iii) as operações de mercado aberto. Além disso, essas mesmas instituições podem utilizar instrumentos considerados «não convencionais», como, por exemplo, os controles diretos sobre o crédito ou sobre as taxas de juros.

Normalmente as iniciativas de uma autoridade monetária requerem uma quantidade expressiva de tempo para que os resultados sejam alcançados, não sendo os últimos fruto direto da utilização dos instrumentos disponíveis. Devido a isso, e para tornar possível aferir a evolução das medidas adotadas, são estabelecidas metas

intermediárias, elementos que permitem a realização de uma avaliação contínua da política em curso. Em outras palavras, essas metas funcionam como indicadores de sucesso, concentrando os efeitos das ações da autoridade monetária ao longo de um intervalo mais alargado de tempo.

Normalmente as metas se dividem em: (i) taxas de juros de longo prazo, (ii) agregados monetários e (iii) taxas de câmbio; sendo estas mutuamente excludentes em uma economia minimamente aberta. A adoção de uma das metas implica em tornar as demais variáveis endógenas – ficando o ajuste subordinado ao funcionamento dos diversos canais de transmissão da política monetária (assunto abordado na subseção 9.3). Na prática, o desempenho da política monetária está condicionado ao comportamento desses canais, que deverão repercutir as medidas adotadas para todo sistema financeiro, produzindo efeitos sobre o crédito (tanto no custo como na disponibilidade), o custo de oportunidade da moeda e, indiretamente, a demanda agregada.

É importante pontuar que a utilização dos instrumentos de política monetária tem impacto no curto e no curtíssimo prazo, e que para que as metas intermediárias sejam atingidas, outras metas tornam-se necessárias. Devido a isso, a autoridade monetária estabelece e persegue no dia-a-dia as chamadas metas operacionais, que podem ser, por exemplo, um determinado patamar para a taxa básica de juros de curto prazo (operações de um dia/*overnight*) ou o controle do nível de reservas bancárias.

Como ocorrem com as metas intermediárias, os objetivos operacionais também são mutuamente excludentes. Caso a autoridade monetária opte por fixar um valor para a taxa básica de juros de curto prazo, as reservas bancárias servirão como variável de ajuste, e vice e versa. Será por meio da perseguição das metas operacionais que a autoridade monetária procurará conduzir a economia para o cenário fixado nas metas intermediárias e, conseqüentemente, para os objetivos macroeconômicos estabelecidos.

9.3 Os canais de transmissão da política monetária e as distribuições de renda e de riqueza

O primeiro relatório de inflação elaborado pelo BCB após a adoção do regime de metas para a inflação (junho de 1999) destacou cinco canais de transmissão da política monetária como os mais importantes na visão da autoridade monetária: (i) a taxa de juros; (ii) o preço dos ativos; (iii) o crédito; (iv) a taxa de câmbio; e (v) as expectativas. Adicionalmente, o documento pontuou que a intensidade e o mecanismo de repercussão de cada um desses canais estavam intrinsecamente relacionados às características da economia.

Normalmente as decisões de consumo e de investimento dos agentes não têm por base o valor da taxa básica de juros da economia (uma meta operacional de curto prazo), e sim o valor das taxas correspondentes a prazos mais elevados. Por isso, ao intervir na taxa básica de curto prazo, um banco central espera que o canal de transmissão da taxa de juros opere de forma a modificar o custo do dinheiro em operações de maior maturidade, influenciando o comportamento da demanda agregada e, por extensão, da economia.

Dado que a taxa de juros interfere diretamente na viabilidade e no custo de oportunidade do investimento, variações positivas do seu valor, *ceteris paribus*, deverão produzir um efeito negativo no agregado, pois tornarão algumas operações inviáveis ou financeiramente desinteressantes. Paralelamente, como registra (MISHKIN, 1996), há estudos que sugerem que as decisões dos consumidores quanto à aquisição de imóveis e de bens duráveis devam ser tratadas como decisões de investimento, obedecendo ao mesmo princípio e produzindo os mesmos resultados.

O mecanismo de ajuste de portfólio ocupa um papel importante nesse processo. Ao alterar o custo da disponibilidade de reservas, o banco central estimula o setor bancário a promover um ajuste de portfólio – movimento que tende a propagar-se para outras instituições financeiras e para os demais agentes econômicos, estabelecendo novas condições de equilíbrio entre a oferta e a demanda por moeda nos diversos prazos de maturidade.

Cabe indagar, entretanto, se o resultado desse tipo de intervenção pode ser ampliado ou reduzido em função das características da distribuição da renda ou da riqueza. Na prática, que impacto a assimetria distributiva poderia vir a provocar no equilíbrio entre a oferta e a demanda por moeda?

A abordagem tradicional sugere que a elevação da assimetria distributiva possa ampliar a oferta de moeda, uma vez que as famílias pertencentes ao topo da distribuição tendem a ter uma menor propensão ao consumo. Adicionalmente, há estudos que sugerem que essa mesma assimetria possa operar sobre o lado da demanda, reduzindo a procura por moeda.

(ALESINA; PEROTTI, 1996)¹⁵³⁵ concluem que as sociedades com maior assimetria distributiva tendem a ser mais instáveis no âmbito sociopolítico, elevando o nível de incerteza e impactando negativamente tanto as inversões como o crescimento. Na mesma linha, (GALOR; ZEIRA, 1993) sustentam que, diante de imperfeições no mercado de capitais, o efeito da distribuição da riqueza sobre o investimento em capital humano influencia de forma significativa o investimento e a produção.

Outro canal elencado pelo BCB, o de preços de ativos, foi dividido em (MISHKIN, 1996) em dois subcanais, de acordo com as premissas teóricas do modelo utilizado: (i) a teoria do q de Tobin; e (ii) o modelo do ciclo de vida de Modigliani.

O primeiro estabelece que a política monetária afeta as variáveis econômicas por meio dos efeitos do custo da moeda sobre os preços das ações das empresas. Segundo Tobin, há uma razão, denominada q , entre o preço de mercado das ações das empresas (PMA) e o custo de reposição do capital da firma (CRC), tal que $q = PMA / CRC$. Dessa forma, sempre que esse q for maior que a unidade, o investimento torna-se relativamente barato em relação ao valor das empresas, incentivando-as a adquirir novos bens de capital e ampliando a demanda agregada. Por outro lado, um valor de q inferior à unidade torna o investimento relativamente caro, incentivando as empresas que desejem adquirir capital a fazê-lo mediante a aquisição de outras empresas.

¹⁵³⁵ Com base em dados de 71 países, incluído o Brasil, no período entre 1960 e 1985

São apresentadas duas explicações para a variação no preço das ações: (i) a monetarista; e (ii) a keynesiana (MISHKIN, 1996). Na primeira, a elevação da oferta de moeda induz os agentes a aumentarem seus gastos, sendo o mercado de ações um dos destinos do excedente de liquidez. Dessa forma, o aumento da demanda sem a correspondente contrapartida na oferta levaria os preços a se elevarem. Na segunda, a redução das taxas de juros tornaria os títulos de dívida menos atraentes em relação às ações, ampliando a demanda por essas últimas e promovendo a sua apreciação.

O segundo subcanal tem por base a hipótese do ciclo de vida de Modigliani, segundo o qual os agentes planejam seus comportamentos de poupança e de consumo no longo prazo visando à manutenção de um padrão de consumo ao longo de suas vidas. Dessa forma, as famílias tenderiam a acumular poupança ao longo dos períodos de renda mais elevada para poder consumir nas fases mais avançadas de suas vidas, quando esperam obter fluxos de renda inferiores.

De acordo com essa hipótese, o consumo estaria condicionado ao valor do estoque de riqueza dos agentes (ações, títulos de dívida, imóveis etc.), variando positivamente em relação a ele. Portanto, ao promover a elevação da taxa básica de juros, a autoridade monetária estaria a restringir a oferta de moeda, reduzindo a demanda pelos ativos que constituem a reserva de valor das famílias e, conseqüentemente, os seus preços. O resultado seria a retração do consumo de bens e de serviços, deslocando a curva de demanda para baixo e influenciando as demais variáveis da economia.

Entretanto, as informações disponíveis sobre o estoque de riqueza da população brasileira sugerem haver uma limitação importante para a eficiência deste último subcanal. Segundo os dados das declarações anuais de Imposto de Renda apuradas em (CASTRO, 2014), uma grande parcela dos contribuintes dispõe de uma riqueza extremamente reduzida. Entre as aproximadamente 24,3 milhões de declarações

entregues à RFB em 2010¹⁵³⁶ apenas cerca de 15 milhões apresentavam um total de bens e direitos superior a R\$ 1.000,00 (US\$ 574,32¹⁵³⁷).

Outro canal mencionado pelo Banco Central do Brasil, o de crédito, é dividido por (MISHKIN, 1996) e por (BERNANKE; GERTLER, 1995) em dois subcanais: (i) o de empréstimos bancários; e (ii) o de balanços.

O primeiro tem por base a premissa de que os bancos exercem um papel diferenciado no sistema financeiro, pois estão mais bem equipados que as demais instituições para resolver os problemas relacionados à assimetria de informações. Tal condição confere a essas instituições a possibilidade de reduzir os riscos de suas operações de concessão de crédito e, conseqüentemente, os custos envolvidos.

Enquanto as empresas de grande porte podem obter recursos através de canais diversos de financiamento, como os mercados de ações e de debêntures, empresas menores e sem reputação estabelecida no mercado de capitais não dispõem da mesma capacidade a um custo viável, tornando-se dependentes das instituições bancárias para ter acesso a crédito.

Assim, ao alterar o nível das reservas bancárias, a política monetária modifica a capacidade dos bancos de ofertar moeda, ampliando ou restringindo as operações e, por consequência, as despesas com consumo e investimento dos agentes que dependem do crédito.

O segundo (subcanal de balanços) baseia-se na premissa de que quanto maior a capacidade financeira do tomador, menor deverá ser o prêmio de risco exigido pelo detentor dos recursos. Isso ocorre porque quanto melhor for a situação financeira

¹⁵³⁶ Estavam obrigados a fazer a declaração do IRPF 2009 os contribuintes que: (i) houvessem obtido rendimentos tributáveis anuais superiores a R\$ 17.215,08 (US\$ 9.886,91); (ii) possuíssem bens ou direitos superiores a R\$ 300 mil (US\$ 172.294,97) em 31 de dezembro de 2009; tivessem recebido rendimentos isentos, não-tributáveis ou tributados exclusivamente na fonte superiores a R\$ 40 mil (US\$ 22.972,66); (iv) houvessem obtido ganho de capital na alienação de bens ou direitos, sujeito à incidência do imposto, ou realizado operações em Bolsas de Valores, de Mercadorias, de Futuros e assemelhadas; (v) tivessem optado pela isenção do imposto sobre o ganho na venda de imóveis residenciais aplicado na aquisição de outro imóvel no prazo de até 180 dias após a venda; ou (vi) houvessem passado a ser considerados residentes no país no ano de 2009.

¹⁵³⁷ Valores convertidos ao câmbio de R\$ 1,7412/US\$, de 30 de dezembro de 2009.

líquida do primeiro, maior será sua capacidade de reduzir potenciais conflitos de interesse com os segundos, seja por meio do autofinanciamento (de uma parcela dos investimentos) ou da capacidade de oferecer maiores garantias nas operações.

Porém, ao alterar o custo da moeda no mercado de reservas bancárias, a autoridade monetária promove um ajuste de portfólio que modifica a relação de preços entre os ativos mais líquidos, resultando na variação da capacidade dos agentes de oferecer garantias às operações de crédito. Caso as mudanças venham a reduzir o valor dos ativos dados como garantia, os ofertantes de recursos serão incentivados a elevar os prêmios de risco das operações, o que tenderá a afastar os tomadores com maior capacidade financeira. O resultado será a elevação dos riscos associados à seleção adversa, pois os agentes com maior risco de crédito são também os mais propensos a aceitar prêmios elevados nas operações de captação de recursos.

Cabe acrescentar que a redução de preços das garantias também diminui o comprometimento patrimonial dos tomadores, ampliando os incentivos para que estes disponham dos recursos com menor prudência (risco moral), engajando-se em formas mais arriscadas de investimento, o que também eleva o risco de perdas dos ofertantes.

Devido a isso, e buscando administrar o risco em suas carteiras, os bancos deverão contrair o volume de crédito concedido ante uma redução do valor das garantias, deslocando para baixo o volume de investimento, a demanda agregada e o crescimento da economia.

É razoável, contudo, assumir que a realidade socioeconômica do Brasil tenha comprometido (e siga a comprometer) o bom funcionamento desse canal. Por um lado, as características da assimetria distributiva mantiveram uma parcela significativa dos consumidores à margem do sistema bancário¹⁵³⁸, o que, combinado com o início tardio da adoção de políticas de incentivo à bancarização, restringiu/restringe a influência da oferta de recursos do segmento na tomada de decisão das pessoas. Por outro, trabalhos

¹⁵³⁸ De acordo com a pesquisa sobre inclusão financeira e bancarização realizada pelo Sistema de Indicadores de Percepção Social (SIPS) do IPEA em 2010, cerca de 40% da população acima de 18 anos não possuía nenhuma conta bancária e, entre os 60% restantes, cerca de 35% haviam tido suas contas abertas nos últimos 5 anos. Mais informações em (SCHIAVINATTO; SCHMIDT, 2011).

como (BRUSKY; FORTUNA, 2002) e (MATTOSE, 2005) indicam prevalecer percepções diferenciadas dos significados das operações «pedir empréstimo» e «comprar a crédito» em meio à parcela da população pertencente às faixas de menor renda.

Nesse grupo a solicitação de empréstimo costuma ser identificada como uma operação financeira, cujo objeto é o dinheiro, demandando uma maior atenção ao valor das taxas praticadas. Contudo, tal percepção tende a ser alterada nas operações de compra a crédito. Neste (último) caso, são os produtos e os serviços adquiridos no crediário aqueles percebidos como o objeto da transação, sendo as prestações a serem pagas (independentemente das taxas embutidas) apenas um meio para a aquisição «caber» no orçamento.

Ainda que seja amplamente reconhecido e entendido que comprar parcelado seja, no final das contas, mais caro do que tomar um empréstimo, quando existe a possibilidade de escolha entre as duas formas raramente a opção é pelo empréstimo.

In (BRUSKY; FORTUNA, 2002), p. 30.

A crescente internacionalização das economias e a adoção de modelos de câmbio flutuante resultaram em uma maior atenção ao canal de transmissão da política monetária baseada no câmbio, pontua (MISHKIN, 1996). De fato, a relação entre as taxas de juros domésticas e a cotação das moedas tende a se estreitar conforme cresce a abertura da economia para a mobilidade de capitais.

Na prática, a transmissão via o canal de câmbio se dá em duas etapas cronologicamente diferentes. Na primeira, curto prazo, a ampliação de uma diferença positiva entre a taxa de juros doméstica (em uma economia aberta) e a taxa de juros praticada no exterior, *ceteris paribus*, deverá incentivar o ingresso de recursos estrangeiros, alterando as condições de equilíbrio entre a oferta e a demanda por divisas estrangeiras e promovendo a apreciação da moeda local (o mecanismo inverso é igualmente verdadeiro). Na segunda, médio prazo, a variação da cotação da moeda deverá influenciar os preços relativos dos produtos, e, por meio desses, a inflação e o resultado das exportações líquidas, produzindo efeitos sobre a economia real.

O impacto do câmbio sobre o nível de preços tende a se dar tanto de forma direta como indireta. O primeiro caso decorre das variações dos custos (em moeda local) de bens e de serviços transacionáveis com o exterior. Já o segundo pode se dar por meio de dois caminhos distintos: (i) o efeito sobre os preços dos produtos nacionais da variação do custo de insumos importados; e (ii) a redução (ou o aumento) do poder de formação de preços dos produtores nacionais, em decorrência do aumento (ou da redução) da substituição de bens nacionais por similares estrangeiros. Todas as situações estão condicionadas ao grau de abertura comercial da economia.

Cabe acrescentar que as variações da taxa de câmbio também tendem a impactar o resultado líquido das exportações. Afinal, a apreciação da moeda nacional favorece a aquisição de produtos estrangeiros e tende a exercer uma influência negativa sobre o setor exportador – beneficiando apenas os segmentos fortemente dependentes de insumos estrangeiros em sua estrutura de custos.

O quinto e último canal relaciona diretamente o impacto da política monetária à formação de expectativas. Ao alterar uma meta previamente fixada (como o valor da taxa básica de juros), a autoridade monetária pode promover mudanças na percepção dos agentes quanto ao crescimento da economia, ao controle da inflação, ou ao nível de comprometimento das autoridades com os objetivos estabelecidos, entre outros. Tais variações podem incentivar a expansão ou a contração das despesas com o consumo ou com o investimento, impactando as demais variáveis econômicas.

9.4 A renda monetária, o consumo monetário e a POF

Os indícios da existência de um nexo entre a assimetria distributiva e o funcionamento dos canais de transmissão da política monetária motivou a análise da relação entre a distribuição da renda e os hábitos de consumo das famílias no Brasil. O objetivo foi identificar padrões que contribuíssem para a elaboração de uma proposta que, em conjunto com os indícios previamente mencionados, explicassem os eventuais ganhos

ou perdas de influência da autoridade monetária sobre as escolhas intertemporais dos agentes.

Entretanto, a disponibilidade de informações sobre os hábitos de consumo no Brasil padece de limitações importantes. O único levantamento amplo, detalhado e periódico sobre o tema é realizado a cada (aproximadamente) sete anos pelo IBGE: a Pesquisa de Orçamentos Familiares (POF).

A POF é uma pesquisa de âmbito nacional, com grande capilaridade e detalhamento de informação, que busca disponibilizar dados «sobre a composição orçamentária doméstica, a partir da investigação dos hábitos de consumo, da alocação de gastos e da distribuição dos rendimentos, segundo as características dos domicílios e das pessoas» (IBGE, 2007). Seus resultados têm aplicação em diversas áreas dos setores público e privado, destacando-se, no primeiro caso, o subsídio ao estabelecimento de prioridades nas políticas oficiais e o embasamento da estruturação e do cálculo de índices de preço, como o IPCA e o INPC.

A pesquisa teve origem no Estudo Nacional de Despesa Familiar (Endef)¹⁵³⁹, trabalho realizado no biênio 1974-1975 e que forneceu «os pesos para a implantação, em 1978, do Sistema Nacional de Índices de Preços ao Consumidor – SNIPC». Sua primeira edição, já na década de 1980, deveu-se à necessidade de atualização das estruturas de ponderação e, por consequência, das cestas básicas de consumo adotadas na elaboração dos índices. Mesmo assim foi necessária mais de uma década para que a primeira edição da POF fosse realizada no país, o que só ocorreu no período 1987-1988. Desde então, e até a conclusão deste trabalho, foram realizadas outras quatro edições da Pesquisa, nos biênios 1995-1996, 2002-2003, 2008-2009 e 2017-2018.

Esta primeira análise da relação entre a distribuição da renda e os hábitos de consumo das famílias limitou-se às quatro primeiras edições da pesquisa. Isso se deu em função da indisponibilidade dos microdados do Endef e devido ao fato do biênio 2017-2018 ter ocorrido após o período coberto por esta investigação.

¹⁵³⁹ O Endef foi realizado no biênio 1974-1975 e buscava dar prosseguimento a uma série de pesquisas domiciliares iniciada na segunda metade da década de 1960.

Apesar de todas as edições da pesquisa conterem informações detalhadas sobre as receitas e as despesas das famílias, cabe pontuar que ao longo dos anos o IBGE promoveu uma série de alterações na organização, no detalhamento e na abrangência dos dados coletados. Dentre essas, duas de grande importância foram realizadas no biênio 2002-2003, o que exigiu uma maior atenção no tratamento dos dados.

A primeira foi a ampliação do domínio geográfico da POF, que tornou a pesquisa nacional. Cabe registrar que até a edição de 1995-1996 a coleta de dados limitava-se às regiões metropolitanas urbanas de Belém, Fortaleza, Recife, Salvador, Belo Horizonte, São Paulo, Rio de Janeiro, Curitiba e Porto Alegre, além do Distrito Federal e do município de Goiânia.

A segunda foi a introdução das despesas não monetárias na Pesquisa (que até então restringia-se às despesas monetárias). Foram consideradas despesas não monetárias (i) tudo o que tivesse sido «produzido, pescado, caçado, coletado ou recebido em bens [...], utilizados ou consumidos durante o período de referência da pesquisa e que, pelo menos na última transação, não [tivesse] passado pelo mercado», e (ii) «o aluguel atribuído ao domicílio cuja condição de ocupação [fosse] diferente de alugado»¹⁵⁴⁰. Paralelamente, o Instituto reconheceu como receita não monetária o montante equivalente às despesas não monetárias, excluído o valor correspondente ao aluguel estimado.

Os microdados das quatro edições da Pesquisa foram carregados em um Sistema Gerenciador de Banco de Dados (SGBD), onde foram organizados, padronizados e posteriormente processados para poderem oferecer um amplo grau de flexibilidade à análise pretendida. Adicionalmente, optou-se por trabalhar com a integralidade das amostras, apesar das diferenças identificadas entre as edições. Isso se deu pelos seguintes motivos: (i) a alternativa seria restringir as edições mais recentes e completas da pesquisa a subconjuntos das famílias e da renda; (ii) a opção não impediria uma análise restrita aos subconjuntos comuns; e (iii) considerou-se importante comparar os resultados encontrados nos diferentes contextos, uma vez que poderiam trazer alguma

¹⁵⁴⁰ Trechos retirados da definição de despesas não monetária do IBGE em (IBGE, 2004, p. 25).

indicação do impacto da abrangência ou da consideração dos valores não monetários no estudo pretendido.

Em cada edição da POF os elementos de todas as famílias foram ordenados de acordo com a Renda Familiar *Per Capita* (RFPC). Contudo, dado que as pesquisas dos anos 2000 também continham informações sobre o rendimento não monetário, foram criadas seis relações ordenadas distintas. As primeiras ampararam-se exclusivamente na renda monetária e compreenderam todas as quatro edições da POF, já as seguintes abrangeram o rendimento total e limitaram-se aos dados de 2002-2003 e 2008-2009.

Em seguida, cada relação ordenada foi dividida em dez grupos de igual tamanho. Para isso, os membros das famílias tiveram sua representação ponderada pelo fator de expansão calculado pelo IBGE¹⁵⁴¹. O primeiro grupo correspondeu aos 10% da população com menor RFPC, o segundo compreendeu os 10% seguintes com menor RFPC, e assim por diante, até que o décimo (e último) grupo abrangesse os 10% mais ricos.

Finalmente, e para cada grupo, foram reunidas as despesas monetárias totais com o consumo. Também foram reunidas as demais despesas para as edições 2002-2003 e 2008-2009 da Pesquisa.

A partir dos dados ordenados e de seus respectivos fatores de expansão (ponderação), foram calculados, por grupo, os valores médios mensais da RFPC monetária e da Despesa Familiar *Per Capita* (DFPC) monetária com consumo. O mesmo foi feito para a RFPC total e para a DFPC total nas edições 2002-2003 e 2008-2009. Esses números permitiram visualizar, em cada um dos casos, a fração da RFPC média dispendida (consumo monetário ou despesa total, a depender do caso). Os resultados são apresentados nas figuras 63 e 64.

O primeiro fato a chamar atenção foi o recuo observado na RFPC monetária média dos grupos de menor RFPC entre as edições de 1995-1996 e 2002-2003. Embora isso não

¹⁵⁴¹ «Cada domicílio pertencente à amostra da Pesquisa de Orçamentos Familiares representa um determinado número de domicílios particulares permanentes da população (universo) de onde esta amostra foi selecionada. Com isso, a cada domicílio da amostra está associado um peso amostral ou fator de expansão que, atribuído às características investigadas pela POF, permite a obtenção de estimativas das quantidades de interesse para o universo da pesquisa.» (IBGE, 2004), p. 40.

tenha ocorrido em todos os grupos, os resultados provocaram estranheza em um primeiro momento e exigiram uma verificação adicional das rotinas de cálculo.

A resposta para o fenômeno coube à mudança de domínio geográfico entre as edições 1995-1996 e 2002-2003. Uma vez que a primeira limitou-se aos núcleos urbanos de grande parte das regiões mais ricas do país, as RFPC médias refletiram essa realidade, ao passo que as da edição seguinte foram diluídas pela inclusão de áreas mais carentes. Comparados apenas os dados das regiões metropolitanas supracitadas a situação se inverteu, tendo os valores médios da RFPC monetária da quase totalidade dos grupos sido superior na Pesquisa do biênio 2002-2003 (figura 65).

O segundo fato a chamar atenção foi a existência de médias das DFPC monetárias com consumo¹⁵⁴² superiores às RFPC monetárias nas parcelas mais pobres da população. Tal cenário foi observado em todas as edições da POF, tendo variado apenas o total de grupos afetado pelo fenômeno. Cabe acrescentar que a mesma situação foi observada quando consideradas as DFPC e RFPC totais, como pode ser constatado nos dados das POF 2002-2003 e 2008-2009.

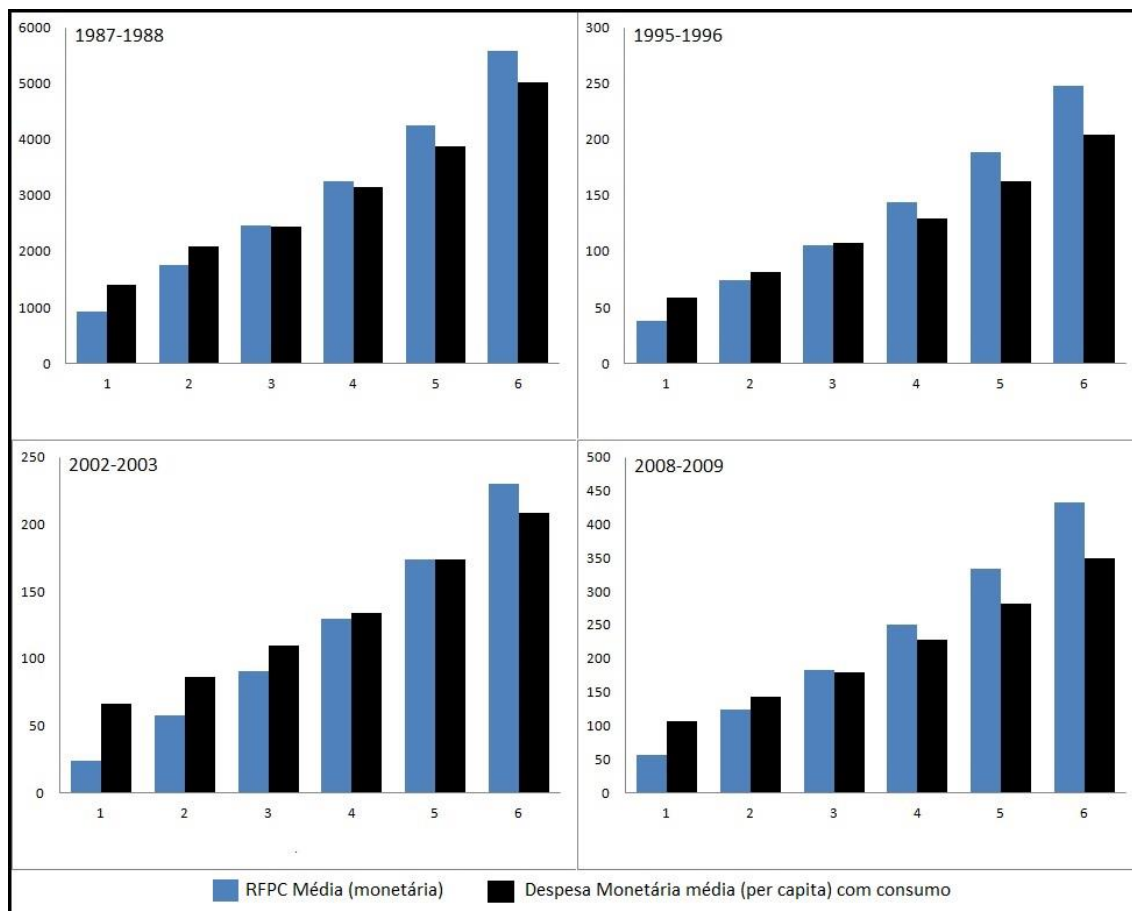
Uma vez que os dados mostravam as despesas dos grupos mais pobres a superarem suas respectivas receitas, tornou-se necessário investigar a situação. Algumas possibilidades elencadas foram (i) a redução do patrimônio, como meio de sustentar um consumo superior ao rendimento, (ii) o endividamento, (iii) as transferências não oficiais e (iv) a subestimação dos rendimentos das famílias.

No tocante à primeira, logo foi observado que as RFPC já incluíam os valores correspondentes às reduções patrimoniais líquidas. Isso devia-se à forma como o IBGE contabiliza as receitas das famílias nas edições da Pesquisa¹⁵⁴³ e à opção deste trabalho de preservar os critérios originais.

¹⁵⁴² No caso das POF 1987-1988 e 1995-1996 utilizaram-se as despesas médias per capita com consumo, pois a grande maioria dos registros das despesas das famílias (microdados) não contém informação sobre a forma de aquisição dos produtos e dos serviços.

¹⁵⁴³ As edições 1987-1988, 1995-1996 e 2002-2003 organizaram esses elementos sob os grupos «vendas esporádicas» e «aplicações de capital». Na edição 2008-2009 o IBGE reorganizou os elementos dos conjuntos sob as rubricas «variação patrimonial» e «outras rendas».

Figura 63 - RFPC monetária média e DFPC monetária média com consumo (dados mensais) nos seis primeiros grupos de menor RFPC monetária de cada edição da POF



Fonte: Elaboração própria com base nos microdados das edições 1987-1988, 1995-1996, 2002-2003 e 2008-2009 da Pesquisa de Orçamentos Familiares do IBGE.

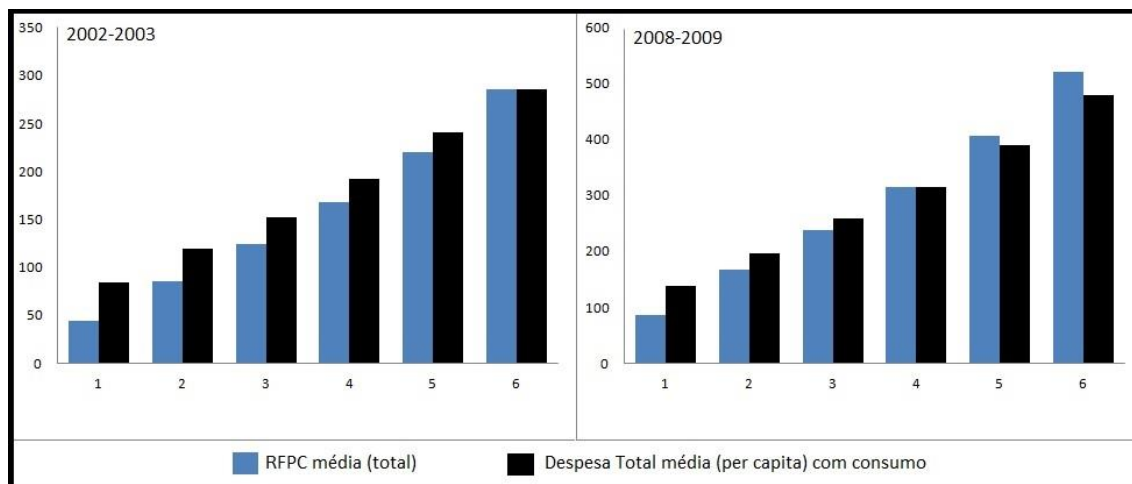
O total abrangia os valores monetários brutos correspondentes a (i) os resgates líquidos de cadernetas de poupança e de fundos de investimento, (ii) as vendas líquidas de ativos financeiros como ações, ouro e as moedas estrangeiras e (iii) as vendas esporádicas de bens de grande e pequeno valor¹⁵⁴⁴. Dessa forma, embora fosse plausível que uma porção da redução patrimonial líquida das famílias tivesse escapado à pesquisa, pareceu improvável que tal valor fosse significativo ou justificasse uma parcela relevante da diferença encontrada.

Em relação à segunda alternativa (endividamento), observou-se que uma parcela razoável do consumo monetário (de todos os grupos) não foi feita à vista, mas por meio

¹⁵⁴⁴ A lista de bens é bastante extensa e inclui elementos como imóveis, automóveis, terrenos, motocicletas, eletrodomésticos, animais, materiais de construção e utensílios domésticos, entre outros.

do pagamento a prazo¹⁵⁴⁵. Cabe pontuar que a pesquisa não oferece detalhes sobre as modalidades adotadas (crediário, cartão de crédito ou outra) e que os valores não foram suficientes para explicar a diferença observada em alguns (figura 66).

Figura 64 - RFPC total média e DFPC total média com consumo (dados mensais) nos seis primeiros grupos de menor RFPC total de cada edição da POF



Fonte: Elaboração própria com base nos microdados das edições 2002-2003 e 2008-2009 da Pesquisa de Orçamentos Familiares do IBGE.

O mesmo ocorreu com a terceira alternativa (transferências). O detalhamento das DFPC com consumo nos grupos mais pobres apresentou uma participação não desprezível das doações nas aquisições realizadas (figura 66). Cabe sublinhar que a soma das demais formas de aquisição especificadas pelo IBGE (troca, produção própria e retirada do negócio) foi inferior ao valor desse tipo de transferência em todas as situações em que a diferença foi detectada.

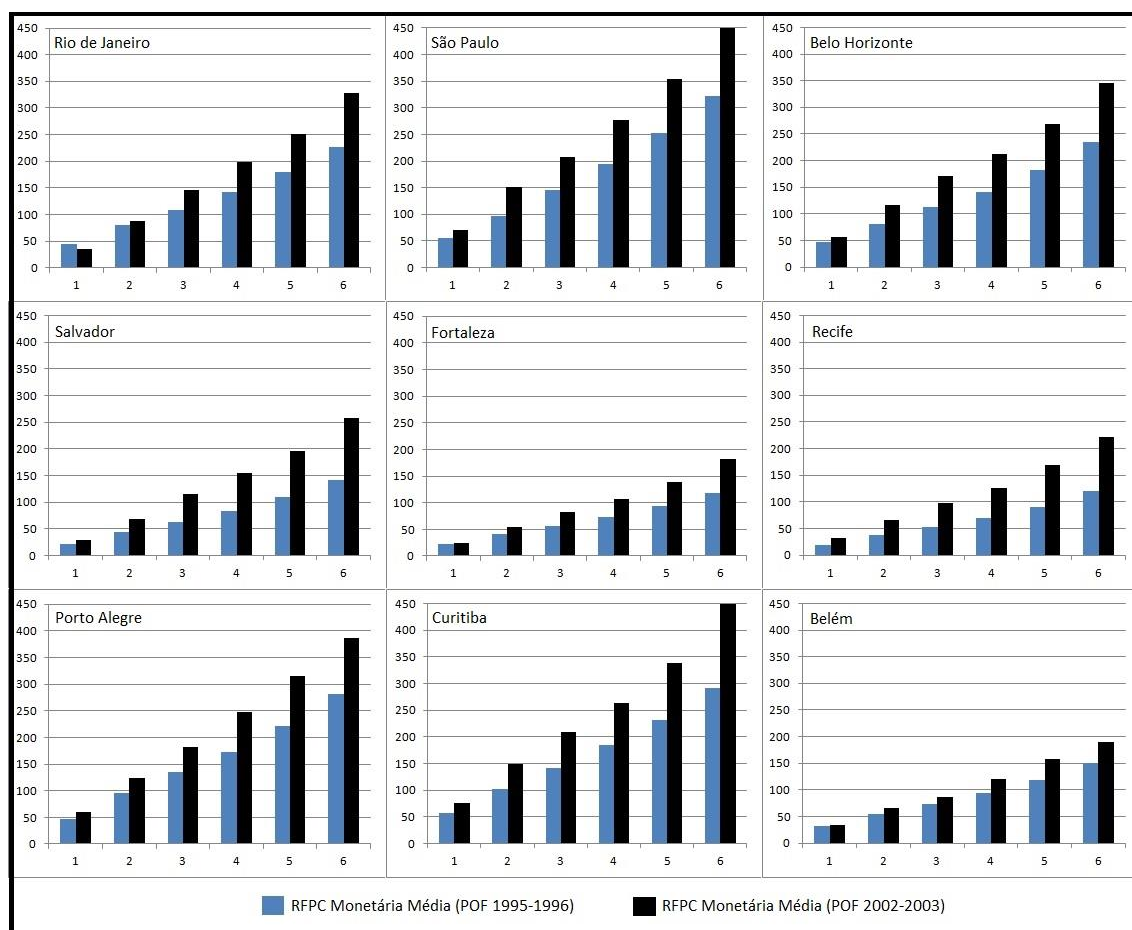
Infelizmente uma parcela expressiva da aquisição de bens e de serviços por parte dos entrevistados foi registrada na pesquisa sob a classificação «Outra», prejudicando uma melhor compreensão das participações relativas. As aquisições classificadas desse modo foram sempre superiores à soma dos pagamentos a prazo com as doações nos grupos

¹⁵⁴⁵ O uso do cartão de crédito para pagamento à vista só passou a ser considerado como forma de aquisição na edição 2008-2009 da Pesquisa. Os números não são significativos.

mais pobres da POF 2002-2003, e sempre inferiores à estas últimas nos mesmos grupos da POF 2008-2009¹⁵⁴⁶.

No tocante à última alternativa, não é possível descartar a hipótese de que os rendimentos familiares tenham sido subestimados pela pesquisa. Em geral, as comparações entre os rendimentos estimados com base em números do Sistema de Contas Nacionais (SCN) e os amparados por dados de pesquisas domiciliares sugerem que as últimas tendem a subestimar as rendas das famílias.

Figura 65 - Comparação entre a RFPC monetária média mensal dos primeiros seis grupos em nove regiões metropolitanas urbanas abrangidas pela POF 1995-1996



Fonte: Elaboração própria com base nos microdados das edições 1995-1996 e 2002-2003 da Pesquisa de Orçamentos Familiares do IBGE.

(LLUCH, 1982) e (HOFFMANN, 1988) concluíram haver uma subestimativa importante na apuração realizada pelos Censos (sendo esta mais relevante nas parcelas da

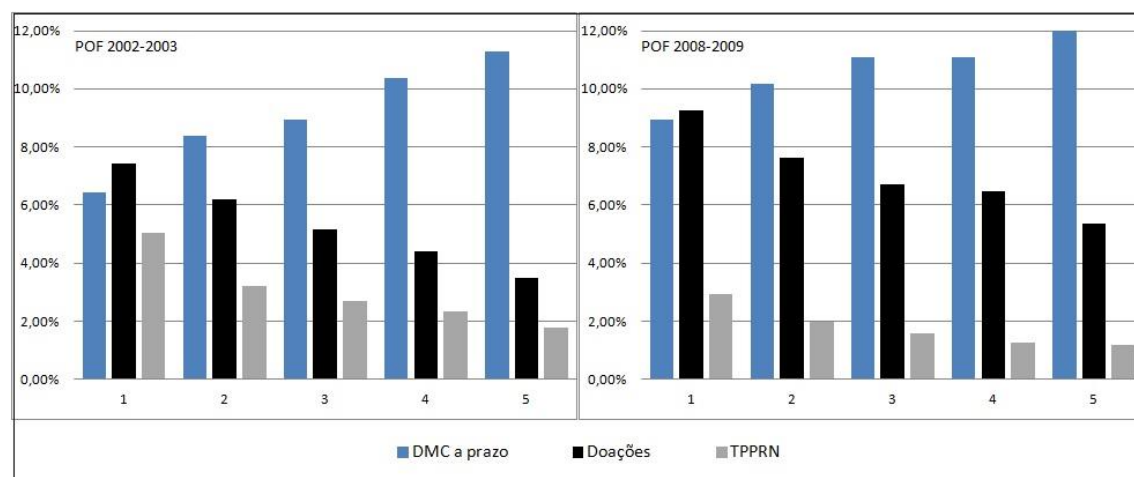
¹⁵⁴⁶ Os microdados das edições de 1987-1988 e 1995-1996 não permitem a realização desse tipo de comparação.

população com renda mais elevada – em função da subdeclaração). Já (BARROS; CURY; ULYSSEA, 2008) detectaram uma subestimativa significativa dos rendimentos nos dados apurados pela PNAD, mas concluíram que praticamente inexistiu diferença quando os números amparados no SCN são confrontados com os estimados com base na POF.

Cabe sublinhar que ao longo do período estudado o IBGE realizou apenas três tipos de pesquisa domiciliar que incluíram a coleta dos dados da renda familiar: (i) o Censo, a cada dez anos, aproximadamente; (ii) a POF; e (iii) a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD), com periodicidade (quase) anual.

De volta à proposta original da subseção, a análise dos dados das edições da POF apresentou dois fatos relevantes sobre a relação rendimento/consumo das famílias brasileiras: (i) o consumo dos grupos com menor RFPC média foi consistentemente superior à sua renda; e (ii) foram detectadas pelo menos duas formas de aquisição a contribuir para que esse comportamento fosse possível: as compras a prazo e as doações.

Figura 66 - Participações relativas - no total das despesas com consumo dos cinco primeiros grupos - dos itens despesas monetárias com consumo a prazo, doações e soma de trocas, produção própria e retirada do negócio



Fonte: Elaboração própria com base nos microdados das edições 2002-2003 e 2008-2009 da Pesquisa de Orçamentos Familiares do IBGE.

Esses fatos parecem estar em linha com alguns dos resultados encontrados em (VOINEA; LOVIN; COJOCARU, 2018). O estudo identificou que os recursos obtidos por meio de empréstimos pelos domicílios romenos das faixas de menor renda da população foram

utilizados para cobrir despesas relacionadas às suas necessidades básicas – tendo tal consumo se mostrado inelástico ao nível de endividamento.

Capítulo X – Modelo, dados e testes

10.1. Introdução

A proposta deste capítulo é testar a hipótese de que as características da distribuição da renda (CDR) interferem na capacidade de influenciar as escolhas intertemporais de consumo (CIEIC) da autoridade monetária, devendo ser um elemento a ser levado em conta na formulação de suas políticas. Assume-se que as alterações na sensibilidade das famílias às condições da política monetária devam condicionar o sucesso destas últimas ou, em um cenário de maior compromisso do BCB com suas metas, exigir ações de maior (ou menor) custo para a sociedade.

É um fato que a política monetária faz parte de um conjunto de políticas que deve ser formulado de forma harmônica com outras, havendo inúmeros fatores que interferem em sua capacidade de atingir os objetivos programados. Também é verdade que ao longo da história brasileira a política macroeconômica interveio no comportamento dos mercados de diferentes maneiras e em graduações distintas, tendo essa realidade impactado tanto a forma de atuação das autoridades competentes como a divisão de responsabilidades (perseguição das metas fixadas).

Embora o objetivo principal deste capítulo seja analisar o impacto das CDR em meio a uma condução ortodoxa da política macroeconômica (situação vigente no Brasil das últimas décadas – especialmente a partir do Plano Real), a proposta inclui a análise do período precedente e da combinação de ambos. Busca-se, dessa maneira, oferecer um panorama abrangente da influência dessas mudanças na CIEIC do Banco Central, além de iniciar uma discussão que permita identificar mecanismos capazes de contribuir para o ajuste das políticas praticadas.

Este capítulo está organizado em quatro subseções, contando com esta introdução. A segunda apresenta o modelo empregado na avaliação do impacto da assimetria distributiva na CIEIC da autoridade monetária brasileira. A terceira traz um panorama dos dados utilizados e das estratégias adotadas para estimar valores não disponíveis para a economia brasileira, mas necessários para a realização dos testes. Finalmente, a

quarta subseção apresenta os passos para a realização dos testes e os principais resultados encontrados.

10.2. O modelo

O modelo teórico que embasa esta investigação constitui uma adaptação de um dos modelos adotados em (CAMPBELL; MANKIW, 1989) para estudar o comportamento do consumo agregado. Tal como no original, ele baseia-se na existência de dois tipos de consumidor. O primeiro comporta-se de acordo com a Hipótese da Renda Permanente¹⁵⁴⁷ (HRP), sendo (por definição) bastante relutante em modificar suas escolhas intertemporais de consumo em resposta às ações da política monetária. Já o segundo segue o que os autores denominam «Regra Geral»¹⁵⁴⁸, vindo a consumir toda a sua renda corrente.

Na HRP, o agente representativo busca maximizar em t o somatório das utilidades futuras esperadas de seu consumo, ante uma restrição orçamentária preestabelecida. Dessa forma, seja W_t a riqueza acumulada no início do período t ; C_t e Y_t o consumo e a renda ao final de t ; r_t e a taxa de juro real¹⁵⁴⁹ esperada no período; δ a taxa subjetiva de preferência (desconto) intertemporal do agente; e E_t a esperança condicionada à informação disponível em t ; tem-se:

$$\text{Máx } E_t \left[\sum_{\tau=0}^{T-t} (1 + \delta)^{-\tau} U(C_{t+\tau}) \right]$$

Sujeita a

$$W_{t+\tau+1} = (1 + r_{t+\tau+1})(W_{t+\tau} + Y_{t+\tau} - C_{t+\tau})$$

Para $\tau = 0, 1, \dots, T$, sendo W_t dado, e com $W_{T+1} \geq 0$

¹⁵⁴⁷ Ver (FRIEDMAN, 1957).

¹⁵⁴⁸ «Rule of thumb».

¹⁵⁴⁹ Taxa equivalente ao retorno real em um período de um título livre de risco.

Assumindo que o agente representativo possa captar ou emprestar dinheiro a uma mesma taxa de juros (r_t) e não tenha a intenção de deixar uma herança ao final de sua vida ($W_{T+1} = 0$), a condição de primeira ordem (equação de Euler) que maximiza o somatório de utilidades sujeito à restrição orçamentária é dada por:

$$E_t[U'(C_{t+1})] = \frac{1 + \delta}{1 + r_{t+1}} U'(C_t) \quad (1)$$

Assim como em (CAMPBELL; MANKIW, 1989), optou-se por adotar uma função utilidade do consumo do tipo CRRA¹⁵⁵⁰. Isso se deu tanto devido à ausência de uma expressão mais apropriada para a utilidade do consumo da população brasileira, quanto em consideração ao fato desse tipo de representação ser adotada em diversos trabalhos que contemplam o comportamento do consumidor, como (MANKIW, 1981), (HANSEN; SINGLETON, 1983) e (REIS et al., 1998), entre outros.

Dessa forma, assumindo uma função CRRA como a especificada em (MANKIW, 1981),

$$U(C) = \frac{1}{1 - A} C^{1-A} \quad (2)$$

substituindo (2) em (1), obtendo o logaritmo natural de ambos os lados da equação, e adotando aproximações de Taylor para $\log(1 + x)$, obtém-se a seguinte expressão¹⁵⁵¹:

$$\Delta \ln C_{t+1} \approx \mu + \sigma r_{t+1} + \epsilon_{t+1} \quad (3)$$

¹⁵⁵⁰ Aversão ao Risco Relativo Constante, na sigla em inglês.

¹⁵⁵¹ Mais informações sobre o cálculo da expressão no Apêndice A.

Onde $\Delta \ln C_{t+1}$ corresponde à variação do logaritmo natural do consumo entre t e $t + 1$, $\mu = \left(\frac{A+1}{2}\right) E[\tilde{\eta}_{t+1}^2] - \frac{\delta}{A}$, $\sigma = \frac{1}{A}$, e ϵ_{t+1} representa um termo de erro¹⁵⁵².

Por convenção, os logaritmos de valores como o consumo (C) e a renda (Y) serão representados por letras minúsculas. Adicionalmente, dada a proximidade dos valores representados pelos dois lados da expressão (3), adotar-se-á uma abordagem menos rigorosa quanto à forma de escrita da mesma, com a substituição do operador de semelhança pelo de igualdade. Dessa forma, a variação do logaritmo do consumo do agente representativo que se comporta de acordo com a HRP será dada por:

$$\Delta c_t = \mu + \sigma r_t + \epsilon_t \quad (4)$$

A expressão dessa mesma variação no caso dos consumidores que seguem a Regra Geral é bem mais intuitiva. Uma vez que esses consomem toda a sua renda, tem-se necessariamente:

$$\Delta c_t = \Delta y_t \quad (5)$$

O modelo proposto divide a sociedade em grupos distintos, de acordo com a faixa da renda dos participantes, havendo em cada um representantes tanto de elementos que se comportam de acordo com a HRP como dos que seguem a Regra Geral. A ideia é analisar se há diferenças significativas entre o comportamento do consumo dos grupos ante às condições impostas pela política monetária, o que, aliado às mudanças nas características da distribuição de renda, permitirá avaliar se estas últimas exercem uma

¹⁵⁵² Assume-se que $\tilde{\eta}_{t+1}^2$ não esteja correlacionado nem com δ nem com r_{t+1} , sendo absorvido pelo termo constante μ . Para mais informação sobre $\tilde{\eta}_{t+1}^2$ ver o Apêndice A.

influência significativa sobre a sensibilidade agregada dos agentes às decisões das autoridades competentes.

A adoção de perfis distintos de agente representativo para a HRP e a possibilidade de transição entre elementos de um grupo para o outro exige, contudo, uma reflexão prévia.

Na HRP a renda de cada unidade de consumo é dividida em dois componentes: (i) a porção permanente (Y_p); e (ii) a porção transitória (Y_t). A primeira reflete «o efeito daqueles fatores que unidade entende serem determinantes do seu valor de capital ou riqueza», incluindo o capital não-humano e os atributos pessoais. A segunda compreende os fatores que «tendem a ser tratados pela unidade afetada como “acidentais” ou “ao acaso”, embora possam (...) ser o efeito previsível de forças especificáveis, por exemplo, flutuações cíclicas na atividade econômica»¹⁵⁵³.

(FRIEDMAN, 1957) registra ser tentador interpretar o componente permanente como equivalente ao valor médio ao longo da vida, enquanto o transitório corresponderia à diferença entre o primeiro e os valores efetivamente observados. Contudo, chama atenção para essa visão ser equivocada por dois motivos. Em primeiro lugar, a experiência de uma unidade representa apenas à de uma pequena amostra de um universo bem mais amplo, não havendo motivo para se supor que seus componentes transitórios tenham média zero ao longo de sua vida. Em segundo lugar, pontua ser preciso ter cuidado com o significado atribuído à palavra «permanente», devendo a linha a separar este componente daquele «transitório» ser determinada pelos dados apurados.

There is nothing about the concept of permanent income that requires the relevant parts of the figure to remain the same for any later date. Aside from the point already made, that in advance the probability distribution for any future date depends on the measured income actually experienced, the whole joint probability distribution may be shifted by occurrences that were entirely unanticipated at the date in question. In our empirical work, we shall sometimes find it desirable to suppose that permanent income, or the age

¹⁵⁵³ Tradução do autor de trechos de (FRIEDMAN, 1957).

pattern of permanent income remains unchanged over a period of years, but it should be clear that this is an empirical specialization of a more general concept.

In (FRIEDMAN, 1957), p. 25.

A ausência de instrumentos para medir o quanto da transição entre as faixas de renda deve-se às mudanças na renda permanente ou às variações na renda transitória certamente impõe alguma dificuldade à investigação. Entretanto, é razoável assumir que uma porção não desprezível das migrações intergrupos ocorra em função de mudanças em «fatores que unidade entende serem determinantes do seu valor de capital» e que dinâmicas que se prolonguem ao longo do tempo exerçam uma influência importante sobre essa autoavaliação.

De volta à organização da sociedade em grupos, e adotando o modelo de (CAMPBELL; MANKIW, 1989), tem-se para os grupos A e B:

$$\Delta c_t^A = \mu + \lambda_A \Delta y_t^A + \theta_A r_t + \epsilon_t^A$$

$$\Delta c_t^B = \mu + \lambda_B \Delta y_t^B + \theta_B r_t + \epsilon_t^B$$

Onde λ corresponde à parcela de Δc justificada por Δy e $\theta = (1 - \lambda)\sigma$.

Caso as CDR não interfiram de forma importante na CIEIC da política monetária, espera-se encontrar valores semelhantes dos θ s acompanhados de indicadores que permitam considerar os números estatisticamente significativos. Caso contrário, ou os θ s apresentarão resultados divergentes ou os mesmos indicadores deverão indicar a significância estatística em apenas um dos casos. A ausência de significado estatístico nos resultados de ambos os θ s não permitirá extrair qualquer conclusão dos resultados.

(CAMPBELL; MANKIW, 1989) registram que tanto λ quanto θ não podem ser estimados diretamente por Mínimos Quadrados Ordinários (MQO). Afinal, o termo de erro ϵ_t pode estar correlacionado tanto com Δy_t quanto com r_t , levando esse tipo de regressão a produzir estimadores inconsistentes. A solução de contorno é a utilização de variáveis instrumentais, ou seja, instrumentos válidos, relevantes, e não correlacionados com o termo de erro ϵ_t , que sejam capazes de determinar de forma significativa os valores de Δy_t e de r_t .

Outra ponto importante é o fato de que tanto os dados de renda como os de consumo utilizados (e que serão tratados na próxima subseção) terem sido coletados ao longo do período de um ano, não tratando-se de dados pontuais. Tal situação estabelece uma correlação serial de primeira ordem entre estes e seus antecessores, demandando uma restrição adicional às variáveis instrumentais. Torna-se necessário que as mesmas sejam defasadas em mais de um período em relação aos valores originais (pelo menos $t-2$).

10.3. Os dados

10.3.1. Renda

A adoção do modelo apresentado exigiu o estabelecimento de critérios para a divisão da população nos grupos estudados. Embora tenha sido definido *a priori* que seria a renda a balizar essa decisão, tornou-se identificar tanto o tipo de rendimento a ser utilizado no processo quanto o valor da linha de corte empregada na seleção dos elementos de cada grupo.

10.3.1.1. Tipo de Renda

De acordo com (THE CANBERRA GROUP, 2001), os limites estabelecidos para a definição de renda têm sido objeto de um longo histórico de debates, sendo grande parte da discussão voltada para questões como: (i) se a renda deve incluir apenas as receitas recorrentes ou se também deve abranger os recebimentos inesperados ou pontuais; (ii) se a renda deve compreender apenas os elementos que contribuem para o bem-estar econômico atual ou se deve alcançar os recursos que contribuirão para o bem-estar futuro; e (iii) se a medição da renda deve levar em conta a manutenção do valor do patrimônio líquido.

Por esse motivo, dado que a renda é um dos principais insumos desta pesquisa e que seus limites estão sujeitos a algum grau de arbitrariedade, torna-se necessário definir *a priori* o seu significado no restante do trabalho.

"The purpose of income calculations in practical affairs is to give people an indication of the amount which they can consume without impoverishing themselves. Following out

this idea, it would seem that we ought to define a man's income as the maximum value which he can consume during a week, and still expect to be as well off at the end of the week as he was at the beginning."

in (HICKS, 1946), p. 172.

Em linha com o raciocínio de Hicks e levando em conta as ponderações do The Canberra Group, é possível interpretar a renda (ou rendimento) como a capacidade total de consumo presente adquirida por uma unidade em estudo (indivíduo, família ou outro) ao longo de um intervalo de tempo definido, descontados os valores correspondentes a uma eventual variação negativa de seu patrimônio líquido.

Nesse caso são consideradas todas as receitas regulares e esporádicas líquidas (após o cumprimento das respectivas obrigações tributárias) recebidas ao longo de um mesmo período e compreendendo os rendimentos monetários e não monetários. Cabe sublinhar que os últimos são fruto do autoconsumo (bens alimentares e demais produtos de produção própria), do autoabastecimento (bens ou serviços obtidos de estabelecimento próprio, sem contrapartida monetária), da autolocação (valor estimado do aluguel da moradia própria ou da qual usufrui-se de alojamento gratuito) e dos demais recebimentos em bens ou serviços (trocas, doações e remunerações diversas).

Contudo, e antes de chegar à definição proposta, é preciso responder a duas questões-chave: (i) Qual rendimento melhor representa a capacidade de consumo dos agentes? (ii) Os dados disponíveis permitem trabalhar com essa representação ideal?

No tocante à primeira pergunta, (SOUZA, 2015) explica que «o padrão internacional recomenda o uso da renda disponível – rendimentos monetários e não monetários líquidos de tributos diretos – como aproximação mais fidedigna da capacidade de consumo das famílias». Já em relação à questão seguinte a resposta é negativa, e isso ocorre porque o único levantamento oficial de dados com abrangência nacional¹⁵⁵⁴,

¹⁵⁵⁴ Embora prevista para ser nacional desde o seu início, a abrangência geográfica da PNAD entre os anos de 1967 e 1972 alcançou apenas os estados do Sudeste, do Sul, do Nordeste e o Distrito Federal, não contemplando necessariamente todos eles em suas edições. A partir de 1973, após expansão, a pesquisa

periodicidade adequada (igual ou inferior a um ano)¹⁵⁵⁵, que contempla o período estudado, e que inclui informações sobre a renda da população é a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD), do IBGE, cuja coleta se concentra nas informações sobre a renda monetária bruta dos agregados.

Diante dessa realidade, e feita a ressalva de que além de incompleta, a renda monetária bruta tende a subestimar ou a superestimar a capacidade de consumo de uma parcela importante da população (a depender das obrigações tributárias e do valor ignorado da renda não monetária), esta pesquisa tratará por renda o rendimento monetário bruto total dos elementos estudados. Toda exceção à regra será explicitada para evitar problemas de interpretação e de consistência.

A seguir, torna-se igualmente necessário determinar a forma como os dados dessa renda serão utilizados na medição da capacidade de consumo da população.

De acordo com (Hoffmann et al., 2019), o nível de vida das pessoas é, «em geral, determinado pelo rendimento familiar», e não pelas rendas individuais das pessoas economicamente ativas. Indivíduos com rendimento relativamente baixo, ou mesmo sem renda alguma, podem pertencer a famílias abastadas ou cujos demais integrantes disponham de um rendimento elevado. Por outro lado, uma renda elevada não implica necessariamente em uma grande capacidade de consumo individual, uma vez que a pessoa economicamente ativa pode ser responsável por uma família pobre e numerosa, ou cujos demais membros não disponham de rendimentos.

Dessa forma, dada a relação muito próxima do nível de vida com a capacidade de consumo, a unidade a ser adotada nesta pesquisa foi a renda familiar *per capita* (RFPC), isto é, a divisão do rendimento agregado da família pelo número de seus integrantes.

tornou-se nacional, porém continuou a não coletar os dados das áreas rurais das regiões Centro-Oeste e Norte, só incorporados à pesquisa a partir das edições de 1981 e de 2004, respectivamente.

¹⁵⁵⁵ A PNAD teve início em 1967, sendo originalmente trimestral. Tornou-se anual a partir de 1971 e a coleta dos dados passou a ser realizada sempre no último trimestre do ano. Cabe registrar que a pesquisa não foi realizada nos anos de 1970, 1980, 1991, 2000 e 2010, em função dos Censos Demográficos, e no biênio 1974-1975, em decorrência da realização do Estudo Nacional da Despesa Familiar (ENDEF).

10.3.1.2. Linha de corte

Uma vez estabelecido o tipo de renda (RFPC), tornou-se necessário estabelecer a linha de corte a ser utilizada na organização dos grupos. O objetivo era identificar um valor que ao mesmo tempo representasse uma capacidade real de consumo e dispusesse de um significado social relevante.

A escolha recaiu sobre a linha de pobreza (LP), isto é, o valor limítrofe da renda que divide a população entre pobres e não pobres. O montante equivalente a essa linha seria adotado como unidade, sendo os grupos da população organizados de acordo com o intervalo entre linhas de pobreza ao qual pertencessem. Em outras palavras, o grupo 1 compreenderia as pessoas cuja RFPC se situasse entre zero e uma vez a LP, o grupo 2 compreenderia as pessoas cuja RFPC estivesse entre uma e duas vezes a LP, e assim por diante.

Essa opção, entretanto, introduziu uma nova questão: Qual critério seria adotado para fixar a linha de pobreza?

De acordo com (ROCHA, 1997), a «pobreza é um fenômeno complexo, para o qual não existe uma definição inequívoca, que está associado à ocorrência de carências relativas aos diferentes aspectos da condição de vida dos indivíduos». No tocante aos «países onde as necessidades básicas são geralmente atendidas, pobres são aqueles relativamente pobres» e «neste caso, o valor da linha de pobreza não se vincula ao custo de atendimento das necessidades básicas», só fazendo sentido caso esteja «associado a um padrão de vida reconhecidamente baixo para aquela sociedade».

Ao abordar o mesmo problema, (SOARES, 2009) observa que , «há uma série de opções a se definir: se a pobreza se reduz ou não à insuficiência de renda, se a condição de pobre é absoluta ou deve variar com a evolução de renda da sociedade, se a pobreza deve ter uma relação estreita com necessidades nutricionais ou se as necessidades básicas dependem de parâmetros culturais e sociais». E completa, «respostas diferentes a cada uma destas perguntas levam a abordagens distintas para o cálculo da linha de pobreza».

Assim, dadas as preocupações com (i) a identificação do potencial de escolha entre os consumos presente e futuro, e com (ii) o estabelecimento de um critério objetivo e factível, a opção pela inclusão de dimensões que extrapolassem a questão da insuficiência de renda mostrou-se pouco adequada – apesar do reconhecimento de que as mesmas possam exercer influência sobre o comportamento dos indivíduos. Na mesma linha, a adoção de um conceito relativo de pobreza como a opção por referências como o salário mínimo, mostra-se inadequada, uma vez que as mesmas não mantêm necessariamente uma relação estável com a capacidade de consumo.

Diante disso, a alternativa natural foi a adoção de uma linha de pobreza baseada em um critério objetivo, vinculado a um conceito universal.

«No Brasil, onde a renda de amplos contingentes populacionais é reconhecidamente insuficiente para garantir seu acesso a bens e serviços básicos, a linha de pobreza deve estar associada ao conceito de pobreza absoluta», pontua (ROCHA, 1997). Tal conceito, de acordo com a definição da Cimeira Mundial para o Desenvolvimento Social das Nações Unidas (UN, 1995), é caracterizado «pela privação severa das necessidades humanas básicas, incluindo alimentação, água potável, instalações sanitárias, saúde, abrigo, educação e informação»¹⁵⁵⁶.

A centralidade da alimentação na determinação da linha de pobreza é enfatizada tanto em (ROCHA, 1997) como em (SOARES, 2009). A primeira pontua que essa é uma «necessidade básica por excelência», enquanto o segundo chama atenção para o fato de ser a «única necessidade absoluta e objetiva, que vale tanto na Bélgica como em Bangladesh».

A mesma premissa parece ter norteado o Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA) na elaboração de uma série histórica para a linha de pobreza no Brasil. Com base nas recomendações da Organização das Nações Unidas para a Alimentação e a Agricultura (FAO) e da Organização Mundial de Saúde (OMS), e amparados em dados da PNAD, os números calculados pelo Instituto baseiam-se no custo de uma cesta de

¹⁵⁵⁶ A mesma definição acrescenta que a pobreza absoluta depende “não apenas da renda, mas também do acesso aos serviços”.

alimentos com o mínimo de calorias necessárias para suprir adequadamente uma pessoa. Tais valores, tratados pelo IPEA como linha de pobreza extrema, foram utilizados na elaboração de sua linha de pobreza, cujo valor final corresponde ao dobro do montante anterior.

Por tratarem-se de dados oficiais, calculados com base em um critério universal e objetivo, e que têm por fonte os mesmos microdados que embasam as informações sobre a distribuição da renda adotados neste estudo, os números da linha de pobreza do IPEA apresentaram-se como a alternativa de eleição, sendo adotados nesta pesquisa.

É certo que há um grau elevado de arbitrariedade na seleção desta e no abandono de outras possibilidades como a fronteira entre a pobreza e a não pobreza. Também é verdade que um modelo com maior complexidade, e amparado por um leque mais amplo de dados de consumo, permitiria a fixação de linhas de pobreza mais adequadas ao propósito desta investigação. Contudo, cabe sublinhar que qualquer outro indicador disponível carregaria consigo algum grau de subjetividade, e dificilmente seria amparado por uma base de dados tão abrangente como a das PNAD.

10.3.1.3. A Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD)

A PNAD foi a primeira pesquisa do sistema de pesquisas domiciliares do IBGE. Teve por objetivo suprir a falta de informações básicas sobre a população durante o período intercensitário e permitir o estudo de temas específicos, cujo levantamento dos dados fosse factível por esse tipo de coleta.

Sua primeira edição ocorreu em 1967, sendo a pesquisa então trimestral e limitada aos antigos estados da Guanabara e do Rio de Janeiro. Porém, fixado o objetivo de torná-la abrangente, o IBGE passou a ampliar paulatinamente a área de coleta dos dados, de forma a que ao final de 1968 a PNAD já contemplava todas as Unidades da Federação das regiões Sul, Sudeste e Nordeste, além do Distrito Federal.

A realização da pesquisa foi interrompida em 1970, devido ao Censo, sendo retomada em 1971 – quando passou a ter periodicidade anual. A PNAD foi novamente ampliada em 1973, alcançando as áreas urbanas das Regiões Norte e Centro-Oeste, e tal

abrangência prevaleceu até o fim da década de 1970. Contudo, cabe registrar as interrupções dos anos de 1974 e 1975, em função da realização do Estudo Nacional da Despesa Familiar – Endef –, e de 1980, devido ao Censo.

Retomada mais uma vez em 1981, a pesquisa passou a contemplar as áreas rurais da Região Centro-Oeste, situação que se manteve até 2004, quando pela primeira vez as áreas rurais da Região Norte foram abrangidas. Mais uma vez cabe sublinhar a não realização das edições de 1991, 1994 e 2000 da pesquisa. A primeira e a última em função da realização do Censo naqueles anos, e a segunda devido a um problema de escassez de recursos, agravado pelo atraso na apuração dos resultados da pesquisa nos dois anos anteriores.

Interrompida pela última vez em 2010, devido ao Censo, a Pesquisa entrou em processo de substituição no ano seguinte (implementação experimental da nova PNAD Contínua), tendo suas últimas edições sido realizadas entre 2011 e 2015.

Em função das diferenças metodológicas entre a PNAD e a PNAD Contínua, sobretudo na captação do rendimento do trabalho, o IBGE pontua que os números da renda apurados nas pesquisas não são comparáveis (IBGE, 2017). Esse fato, combinado com a disponibilidade de microdados das edições da PNAD apenas a partir da edição de 1976, impôs uma primeira restrição temporal aos testes de hipótese, limitando-os ao período compreendido entre os anos de 1976 e 2015.

A utilização dos dados da PNAD exigiu a fixação de um processo comum de tratamento das informações contidas nos microdados das edições da pesquisa. Isso foi necessário porque ao longo dos anos o IBGE incluiu, excluiu e modificou campos da coleta, variou linhas de corte importantes (como a idade mínima do indivíduo para que o rendimento fosse considerado) e alterou a codificação adotada em algumas de suas variáveis-chave.

Além disso, optou-se por adotar parcialmente o critério utilizado pelo Instituto na divulgação de grande parte dos dados da pesquisa, ou seja, a análise compreendeu todos os tipos de domicílio¹⁵⁵⁷, sendo desconsiderados os indivíduos cuja condição na

¹⁵⁵⁷ Uma parcela importante das divulgações do IBGE compreende apenas os domicílios particulares permanentes.

unidade domiciliar fosse pensionista¹⁵⁵⁸, empregado doméstico ou parente de empregado doméstico¹⁵⁵⁹. Também estabeleceu-se os 10 anos de idade como a linha de corte para que a renda do indivíduo fosse considerada, mesmo princípio adotado na ampla maioria das edições da pesquisa.

No tocante à relação entre a PNAD e às linhas de pobreza calculadas pelo IPEA, cabe registrar que o Instituto disponibiliza uma série que contém valores para 24 regiões distintas do país (compreendendo todo o território nacional) e que abrange as edições da PNAD entre 1976 e 2013. Tal como mencionado anteriormente, cada valor corresponde ao dobro do montante equivalente à linha de pobreza extrema, estimativa do custo de uma cesta de alimentos com o mínimo de calorias necessário para suprir adequadamente uma pessoa realizada com base em recomendações da FAO e da OMS. Porém, é necessário acrescentar que os números foram calculados a partir das respostas à PNAD em cada uma das regiões.

Assim, de forma a viabilizar uma linha de corte única para a população do país, optou-se por transformar cada conjunto de vinte e quatro valores em um número único. Isso foi feito por meio do cálculo de uma média ponderada das linhas de pobreza – pelo total de habitantes de cada região contemplada.

É importante sublinhar que a utilização das linhas de pobreza do IPEA impôs uma segunda restrição temporal aos testes de hipótese, limitando-os ao período compreendido entre 1976 e 2013.

Ainda em relação ao tratamento dos dados da PNAD, cabe registrar que todos os arquivos do IBGE (microdados) foram importados por meio de rotinas em linguagem Java para um Sistema de Gerenciamento de Banco de Dados (SGBD) Microsoft® SQL Server®. A utilização de uma rotina especializada foi necessária para contornar a ausência de um padrão comum e superar algumas limitações da formatação dos dados.

¹⁵⁵⁸ Pessoa que não era parente da pessoa de referência da família nem do seu cônjuge e paga hospedagem ou alimentação a membro da família.

¹⁵⁵⁹ Parente do empregado doméstico que não presta serviço doméstico remunerado a membro(s) da família.

Os números do IPEA foram carregados diretamente no SGBD por meio de sua ferramenta de importação.

Todos os dados da PNAD foram reorganizados e processados no SGBD para a obtenção de uma base de dados padronizada e própria para a realização dos cálculos pretendidos.

10.3.2. Consumo das Famílias

A viabilidade do modelo proposto enfrentou, já em um primeiro momento, uma restrição crítica: a ausência de informações periódicas sobre o consumo das famílias por faixa de renda. Isso se deu porque as duas únicas fontes de informação sobre este tipo de consumo são os dados do SCN (trimestrais ou anuais), cujos números expressam o total do consumo agregado, e a Pesquisa de Orçamentos Familiares (POF), cuja realização ocorre a cada 7 ou 8 anos. Além disso, cabe sublinhar que a POF nem sempre teve abrangência nacional, limitando-se em suas primeiras edições ao consumo monetário das regiões metropolitanas.

Diante da inviabilidade de extrair as informações necessárias (aos testes) diretamente dessas fontes, optou-se por estimar os números a partir de uma pesquisa alternativa, a única com periodicidade adequada e cujos microdados contém informações semelhantes às da POF (como números detalhados sobre a renda das famílias, a distribuição geográfica das mesmas e seu peso relativo no total da população): a PNAD. A proposta passou a ser utilizar os dados da POF comuns à ambas as pesquisas para extrair uma fórmula capaz de estimar o consumo observado por faixa de renda (dado só possível de ser calculado a partir da POF). Desse modo, e uma vez identificada tal «fórmula», seria possível estimar os consumos a partir dos dados da PNAD nos anos em que a pesquisa foi realizada, ampliando a disponibilidade dos números e viabilizando o teste proposto.

Alguns fatos, entretanto, precisavam ser levados em consideração: (i) ambas as pesquisas sofreram mudanças na abrangência da coleta ao longo dos anos; (ii) os tipos de rendimento contemplados pelas pesquisas foram ampliados conforme as mesmas

evoluíram; (iii) há divergências nos critérios adotados para a apuração do rendimento das famílias; (iv) os períodos de coleta de dados não são coincidentes; e (v) a PNAD não dispõe de qualquer informação sobre o consumo.

No tocante aos dois primeiros, a solução foi restringir o estudo aos dados comuns a todas as edições das pesquisas. Isso limitou a abrangência da investigação à algumas regiões metropolitanas (Belém, Fortaleza, Recife, Salvador, Belo Horizonte, São Paulo, Rio de Janeiro, Curitiba, Porto Alegre e do Distrito Federal) e à consideração apenas dos rendimentos monetários das famílias. Em relação ao terceiro, não havia possibilidade de contornar a situação. Embora a estrutura da distribuição de renda seja bastante semelhante nas edições de ambas as pesquisas, algum patamar de erro necessariamente seria introduzido na estimativa, uma vez que inexistem meios para unificar os critérios. No tocante ao quarto fato, a ausência de coincidência entre os períodos da coleta da POF e da PNAD não mostrou-se um problema sério, uma vez que em ambas as pesquisas o período de referência era de um ano. Nesse caso, o deslocamento de alguns meses entre os inícios da POF e da PNAD tenderia a produzir resultados não coincidentes, mas sem maiores impactos na consistência dos mesmos. Finalmente, a ausência de informações sobre o consumo na PNAD exigiu que o valor estimado fosse relativo a um dado coletado, tendo a escolha recaído sobre os números do rendimento – tornando a estimativa do consumo (DFPC) um percentual da RFPC.

10.3.2.1. Modelagem do consumo

De forma a encontrar a «fórmula» perseguida, foram calculadas as seguintes variáveis da POF e da PNAD para as primeiras vinte faixas de renda (RFPC), abrangendo mais de 95% do total da população:

pconpc - percentual do rendimento total (acumulado de todas as faixas) correspondente ao consumo per capita da faixa de rendimento;

prenpc - percentual do rendimento total (acumulado de todas as faixas) correspondente à renda per capita da faixa de rendimento;

ppop – percentual da população total correspondente ao número de elementos da faixa de rendimento;

prenpc_pnad - percentual do rendimento total (acumulado de todas as faixas) correspondente à renda per capita da faixa de rendimento – a partir dos dados da PNAD; e

ppop_pnad – percentual da população total correspondente ao número de elementos da faixa de rendimento – a partir dos dados da PNAD;

Adicionalmente, foram obtidos os logaritmos naturais de todos os valores, sendo as variáveis efetivamente utilizadas: *lnpconpc*, *lnprenpc* e *lnppop*, *lnprenpc_pnad* e *lnppop_pnad*.

Como mencionado, as variáveis *lnpconpc*, *lnprenpc* e *lnppop*¹⁵⁶⁰ seriam utilizadas para obter uma «fórmula» capaz de estimar o consumo. Já as variáveis *lnprenpc_pnad* e *lnppop_pnad* seriam empregadas, em um segundo momento, para obter as estimativas do consumo a partir dos dados da PNAD (*lnpconpc_pnad*).

Com as variáveis organizadas em duas dimensões, por faixas de renda e ao longo do tempo, optou-se pela utilização da técnica de análise de dados em painel. De acordo com (PESARAN, 2015), «os dados em painel oferecem várias vantagens importantes sobre conjuntos de dados com apenas uma dimensão temporal ou longitudinal», sendo uma grande motivação para o seu uso «a capacidade de controlar a heterogeneidade possivelmente correlacionada e invariante no tempo, sem realmente observá-la». O uso da técnica, entretanto, requer a especificação do modelo a ser adotado e, embora haja um grande número de opções disponíveis, normalmente as escolhas recaem entre um dos seguintes três: efeitos fixos (*Fixed-Effects*); efeitos aleatórios (*Random-Effects*); e mínimos quadrados de amostragem (*Pooled OLS*).

Entretanto, e antes de realizar os testes necessários para a seleção do modelo, tornou-se necessário investigar a presença de raízes unitárias nas variáveis explicativas (*lnprenpc* e *lnppop*), o que não foi possível devido ao número muito reduzido de

¹⁵⁶⁰ Calculadas a partir dos dados da POF.

períodos da amostra da POF. Como alternativa, optou-se por realizar os mesmos testes a partir das variáveis calculadas com base na PNAD (*Inprenpc_pnad* e *Inppop_pnad*), cuja amostra era bem mais ampla.

Foram realizados os testes Harris-Tzavalis (HARRIS; TZAVALLIS, 1999) e Breitung (BREITUNG, 2000; BREITUNG; DAS, 2005) para dados em painel, com e sem a inclusão de uma tendência temporal. Os resultados permitiram descartar a hipótese nula do painel conter raízes unitárias no caso de *Inppop_pnad*, mas não foi possível descartar a mesma hipótese nula para *Inprenpc_pnad*, cujos testes só permitiram o descarte quando foi incluída uma tendência temporal.

Diante disso, ambas as variáveis *Inprenpc* e *Inprenpc_pnad* foram objeto da remoção da tendência observada (*detrend*), sendo criadas duas variáveis *Inprenpc_detrend* e *Inprenpc_pnad_detrend*. As novas variáveis foram submetidas aos mesmos testes e dessa vez a hipótese nula foi descartada.

Superada essa etapa, a preocupação voltou-se para a escolha do modelo a ser empregado na estimativa do consumo.

Em linhas gerais, o modelo de dados em painel pode ser expresso da seguinte forma:

$$y_{it} = \alpha_i + \beta x_{it} + u_{it}$$

Onde y_{it} corresponde à observação da i -ésima unidade transversal no período t , α_i representa o efeito não variante com o tempo da unidade transversal, β é um vetor de dimensão k dos parâmetros desconhecidos, x_{it} corresponde ao vetor $k \times 1$ dos regressores de cada i -ésima unidade transversal no período t , e u_{it} representa o termo de erro.

(PESARAN, 2015) registra que «sob a especificação de efeitos fixos os α_i são tratados como parâmetros livres que são incidentais à análise, sendo β o foco de interesse». Paralelamente, (BALTAGI, 2005) ensina que «o modelo de efeitos fixos é uma especificação apropriada se estivermos nos concentrando em um conjunto específico de N empresas, digamos, IBM, GE, Westinghouse, etc. e nossa inferência estiver restrita ao comportamento desse conjunto de empresas».

Por outro lado, (PESARAN, 2015) observa que o modelo de efeitos aleatórios «assume que os α_i são realizações de uma função de distribuição de probabilidade com um número fixo de parâmetros, distribuídos independentemente dos regressores». Ainda segundo o autor, «ao contrário da abordagem efeitos fixos, sob a formulação de efeitos aleatórios a inferência refere-se à população da qual a amostra foi sorteada aleatoriamente». (BALTAGI, 2005) pondera que «o modelo de efeitos aleatórios é uma especificação apropriada se estivermos sorteando N indivíduos aleatoriamente de uma grande população», sendo «geralmente o caso dos estudos de painel familiar». Ele acrescenta que «neste caso, N é geralmente grande e um modelo de efeitos fixos levaria a uma enorme perda de graus de liberdade. O efeito individual é caracterizado como aleatório e a inferência pertence à população da qual a amostra foi sorteada aleatoriamente».

Finalmente, o modelo de mínimos quadrados de amostragem (*Pooled OLS*) tem por base a premissa de que os interceptos do modelo são homogêneos, isso é, que $\alpha_i = \alpha$ para todas as unidades transversais. Nesse caso, registra (PESARAN, 2015), α e β podem ser estimados por mínimos quadrados ordinários (MQO).

Normalmente o processo de seleção dos modelos tem por base, além da natureza das informações, três testes econométricos: (i) teste F para o modelo de efeitos fixos – cuja hipótese nula é que os efeitos fixos do modelo não são significativos; (ii) teste LM de Breusch-Pagan – cuja hipótese nula é que os efeitos aleatórios do modelo não são significativos; e (iii) teste de Hausman – que compara as estimativas de efeitos aleatórios com as de efeitos fixos, e tem por hipótese nula a consistência dos estimadores de efeitos aleatórios.

$$\ln pconpc_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 \ln prenpc\_detrend_{i,t} + \beta_2 \ln ppop_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

Os três testes foram realizados para o modelo acima. O primeiro (teste F) não permitiu rejeitar a hipótese nula ($F = 0,23$; $p\text{-valor} = 0,993$), indicando que os efeitos fixos do modelo eram pouco significativos. O segundo também não permitiu rejeitar a hipótese nula ($p\text{-valor} = 1$), indicando que os efeitos aleatórios do modelo também eram pouco significativos. Finalmente, embora já assumido que o modelo de mínimos quadrados de

amostragem seria o mais indicado, foi realizado o teste de Hausman, que não permitiu rejeitar a hipótese de consistência dos estimadores de efeitos aleatórios.

Uma análise posterior dos dados sugeriu a existência de uma tendência temporal decrescente na variável de consumo (*lnpconpc*). Devido a isso, optou-se pela inclusão da variável ano na regressão, alterando o modelo para:

$$\ln pconpc_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 \ln prenpc\_detrend_{i,t} + \beta_2 \ln ppop_{i,t} + \beta_3 ano_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

Os testes previamente realizados foram repetidos, sem que houvesse mudanças significativas nos resultados. Tanto o teste F como o teste LM de Breusch-Pagan não permitiram rejeitar as hipóteses nulas, com $F = 0,84$ e $p\text{-valor} = 0,652$ no primeiro, e com o $p\text{-valor} = 1$ no segundo.

O modelo foi então submetido aos testes de normalidade e de homoscedasticidade dos termos de erro. Tanto os testes de curtose e assimetria (0,903)¹⁵⁶¹, como os de Shapiro-Wilk (0,886) e de Shapiro-Francia (0,914) não permitiram descartar a hipótese nula de normalidade. O mesmo ocorreu com os testes Breusch-Pagan LM (0,247) e White (0,178), com a hipótese nula de homoscedasticidade.

Finalmente, o modelo foi submetido aos testes de correlação serial e ao «*linktest*»¹⁵⁶², disponibilizado pelo *software* Stata® – que testa a especificação da variável dependente com base em (TUKEY, 1949) e (PREGIBON, 1980). O teste de autocorrelação de dados de painel de Wooldridge (0,359) não permitiu descartar a hipótese nula de ausência de correlação serial de primeira ordem. Já o *linktest* indicou que a especificação do modelo estava correta ($\_hat = 0,022$; $\_hatsq = 0,487$)¹⁵⁶³

O modelo, entretanto, ainda viria a sofrer uma segunda modificação. Apesar de não ter sido identificado um problema de correlação serial, cabe registrar que, tal como ocorre

¹⁵⁶¹ Os números entre parênteses correspondem aos p-valores reportados pelos testes.

¹⁵⁶² «Embora o *linktest* seja formalmente um teste de especificação da variável dependente, muitas vezes ele é interpretado como um teste de que, condicionalmente à especificação, as variáveis independentes são especificadas incorretamente». A utilização do *linktest* foi uma recomendação da comunidade do fórum do software Stata.

¹⁵⁶³ Caso o modelo esteja especificado corretamente, a regressão de *lnpconpc* nos valores previstos (*lnpconpc_hat*) e nos quadrados dos mesmos (*lnpconpc_hatsq*) deve indicar que o coeficiente dos últimos (*lnpconpc_hatsq*) não tem poder explicativo – o que pode ser observado no p-valor de *_hatsq*.

com a renda e com a taxa de juros no modelo de teste, *lnppop* é uma variável de ajuste lento, podendo estar correlacionada com o termo de erro. Por isso, e para evitar o risco de autocorrelação, optou-se por realizar a regressão em dois estágios, utilizando como variável instrumental o primeiro valor defasado de *lnppop_pnad* cuja distância temporal em relação à variável *lnppop* fosse igual ou superior a dois anos.

A defasagem selecionada acabou por ser de quatro anos, devido à não realização da PNAD nos anos de 1994 e de 2000, o que tornou as defasagens de dois e de três anos inviáveis. Cabe acrescentar que os testes indicaram uma forte correlação da variável instrumental com *lnppop* (R^2 parcial: 0,709; F: 136,75; p-valor: 0,000).

O resultado da regressão pode ser observado na figura abaixo.

Figura 67 - Resultado da regressão de *lnpconpc* em dois estágios

```
. ivregress 2sls lnpconpc lnprenpc_dettrend (lnppop = L4.lnppop_pnad) ano
```

Instrumental variables 2SLS regression	Number of obs	=	60
	Wald chi2(3)	=	5086.47
	Prob > chi2	=	0.0000
	R-squared	=	0.9883
	Root MSE	=	.08026

lnpconpc	Coefficient	Std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]	
lnppop	-.1404348	.0274173	-5.12	0.000	-.1941718	-.0866979
lnprenpc_dettrend	.6132844	.0395564	15.50	0.000	.5357553	.6908134
ano	-.022729	.0019505	-11.65	0.000	-.0265519	-.0189061
_cons	27.43569	3.906826	7.02	0.000	19.77845	35.09293

Endogenous: **lnppop**

Exogenous: **lnprenpc_dettrend ano L4.lnppop_pnad**

10.3.2.2. O consumo estimado

Uma vez obtida a «fórmula» para estimar *lnpconpc* a partir dos dados da POF, o modelo foi utilizado com os dados (praticamente) anuais da PNAD, sendo empregadas em substituição à *lnppop* e à *lnprenpc_dettrend* as variáveis *lnppop_pnad* e *lnprenpc_pnad_dettrend*, além do ano correspondente à cada edição da PNAD. No total foram geradas informações sobre o consumo anual per capita das vinte faixas de renda

para trinta e três anos diferentes¹⁵⁶⁴, tendo alguns dos anos do intervalo entre 1976 e 2013 ficado de fora em função da não realização da pesquisa pelo IBGE.

Como esperado, os valores do consumo per capita estimado apresentaram algumas divergências em relação aos números calculados a partir da POF. Além da diferença dos períodos de coleta das informações entre as pesquisas, cabe pontuar a divergência de critérios na apuração dos rendimentos. De todo modo, os números calculados a partir da POF e os estimados pelo modelo com base na PNAD podem ser consultados na tabela abaixo para os anos de referência 1996, 2003 e 2009.

Tabela 1 - Consumos da POF e consumos estimados a partir da PNAD

LP	Anos de referência								
	1996			2003			2009		
	POF	PNAD	Dif	POF	PNAD	Dif	POF	PNAD	Dif
1	837,59	741,08	-11,5%	1 392,70	1 082,95	-22,2%	1 913,03	1 743,83	-8,8%
2	1 438,73	1 340,88	-6,8%	2 320,43	2 056,20	-11,4%	2 990,55	2 944,37	-1,5%
3	2 129,54	1 987,42	-6,7%	3 307,55	3 094,88	-6,4%	4 357,89	4 209,38	-3,4%
4	2 912,96	2 620,12	-10,1%	4 500,55	4 142,67	-8,0%	5 815,81	5 574,96	-4,1%
5	3 643,98	3 247,54	-10,9%	5 150,33	5 130,18	-0,4%	7 623,66	7 061,34	-7,4%
6	4 390,97	3 878,00	-11,7%	6 370,98	6 211,86	-2,5%	8 464,46	8 346,60	-1,4%
7	5 154,37	4 504,60	-12,6%	7 107,24	7 141,62	0,5%	9 768,90	9 741,79	-0,3%
8	5 543,92	5 124,48	-7,6%	8 596,28	8 413,10	-2,1%	11 318,65	11 212,78	-0,9%
9	5 571,91	5 682,49	2,0%	9 735,32	9 150,88	-6,0%	14 138,08	12 393,03	-12,3%
10	6 487,69	6 404,68	-1,3%	11 461,34	10 238,45	-10,7%	14 313,96	14 230,74	-0,6%
11	7 644,49	7 071,90	-7,5%	9 391,30	10 907,06	16,1%	14 372,94	14 806,33	3,0%
12	7 365,80	7 408,58	0,6%	12 673,01	12 182,37	-3,9%	17 623,52	16 724,16	-5,1%
13	9 821,91	8 273,01	-15,8%	14 049,54	13 487,05	-4,0%	16 333,13	17 703,18	8,4%
14	10 485,65	8 543,06	-18,5%	14 838,23	13 558,04	-8,6%	18 495,44	19 832,55	7,2%
15	10 081,40	9 286,57	-7,9%	14 544,72	15 381,57	5,8%	22 242,11	21 071,77	-5,3%
16	9 970,13	9 892,82	-0,8%	13 210,77	16 286,72	23,3%	24 029,66	21 388,74	-11,0%
17	11 312,76	10 573,58	-6,5%	15 070,56	17 744,40	17,7%	22 426,73	23 561,75	5,1%
18	10 092,48	10 849,82	7,5%	19 700,31	17 386,95	-11,7%	27 301,15	23 499,15	-13,9%
19	12 007,73	11 941,37	-0,6%	20 171,00	18 891,65	-6,3%	27 552,17	27 177,64	-1,4%
20	12 075,53	12 492,38	3,5%	18 781,02	21 093,39	12,3%	29 025,47	27 578,44	-5,0%

10.4. Testes

Estimados os números do consumo por faixa de renda, o passo seguinte foi preparar os dados para a realização dos testes de hipótese, ou seja, para o cálculo dos valores de Δc_t , Δy_t e r_t .

¹⁵⁶⁴ Foram geradas informações para os anos de 1976, 1977, 1978, 1979, 1981, 1982, 1983, 1984, 1985, 1986, 1987, 1988, 1989, 1990, 1992, 1993, 1995, 1996, 1997, 1998, 1999, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2011, 2012 e 2013.

De forma a evitar os efeitos da inflação e das trocas de unidade monetária decorridas no período, optou-se por trazer todos os valores da RFPC e da DFPC de cada faixa de renda e de cada ano para uma mesma moeda (o Real) e para um mesmo mês de referência (janeiro de 1995). Os valores foram adequados com base em dois índices distintos de inflação, o IPCA e o IPC (Fipe). Já a escolha do mês de referência teve por base o fato deste situar-se aproximadamente no centro do intervalo dos dados.

Cabe registrar que a proposta original da pesquisa era trabalhar exclusivamente com o IPCA, índice oficial de inflação. Porém, como o índice teve início somente em 1980, seria inviável atualizar os valores anteriores a este ano com base em suas informações. Assim, de forma alcançar os dados de todos os períodos disponíveis, optou-se por trabalhar com dois conjuntos distintos de dados: (i) os atualizados pelo IPCA, que compreenderam os anos entre 1981 e 2013; e os atualizados pelo IPC (Fipe), que alcançaram todo o período entre 1976 e 2013.

Adicionalmente, e uma vez que as coletas de dados da PNAD para um determinado ano de referência haviam sido realizadas entre o início do quarto trimestre do ano anterior e o final do terceiro trimestre do ano em questão, o cálculo do juro real não poderia ter por base as taxas do ano calendário de juro nominal e de inflação (tanto IPCA como IPC), sendo necessário apurar os valores correspondentes ao período da coleta.

Cabe registrar que o cálculo da taxa nominal de juros de cada período foi realizado com base em informações de três fontes distintas: (i) a taxa Selic diária, obtida por meio do Sistema Gerenciador de Séries Temporais do Banco Central (dados a partir de junho de 1986); (ii) as taxas *overnight*/Selic mensais disponibilizadas pelo IPEA por meio do Ipeadata (dados entre janeiro de 1976 e junho de 1986); e (iii) as taxas *overnight* mensais publicadas pelo Jornal do Brasil (dados entre março e maio de 1986), devido à indisponibilidade dos valores em ambas as fontes anteriores).

10.4.1. Testes preliminares

Para investigar a existência de grupos de faixa de rendimento mais suscetíveis a modificar suas escolhas intertemporais de consumo em função das decisões de política monetária, os primeiros testes realizados tiveram por objetivo procurar indícios de tal susceptibilidade. Dessa forma, as vinte faixas de rendimento foram organizadas em duzentos e dez conjuntos de faixas adjacentes (ou unitárias), compreendendo todas as possibilidades de combinação entre faixas consecutivas da amostra. Em outras palavras, os conjuntos foram organizados da seguinte forma: conjunto 1 – faixa 1; conjunto 2 – faixas 1 e 2; conjunto 3 – faixas 1, 2 e 3; conjunto 20 – faixas de 1 a 20; conjunto 21 – faixa 2; conjunto 22 – faixas 2 e 3; conjunto 209 – faixas 19 e 20; e conjunto 210 – faixa 20.

Isso foi feito para alargar a investigação para unidades mais amplas da renda, tornando possível a análise do comportamento de um leque mais abrangente de possibilidades.

Para cada conjunto e para cada ano foram calculadas as respectivas médias ponderadas (pelo número de elementos de cada faixa) da RFPC e da DFPC, sendo, a partir desses valores, estimados os Δc_t e os Δy_t de cada conjunto.

O processo implicou na indisponibilidade dos valores correspondentes aos anos em que a PNAD não foi realizada (1980, 1991, 1994, 2000 e 2010), além da perda dos dados de 1976 e dos anos imediatamente posteriores a aqueles em que a pesquisa não ocorreu (devido à impossibilidade do cálculo da diferença em relação ao ano anterior). Esse fato acabou por restringir ainda mais a disponibilidade de números da amostra, que passou a conter apenas vinte e sete períodos distintos¹⁵⁶⁵.

Com 210 conjuntos para cada uma das séries elaboradas, uma com base no IPCA e a outra no IPC (Fipe), cada um dos 420 conjuntos de informações anuais (Δc_t , Δy_t e r_t) foi submetido à regressão proposta no modelo de teste sem o uso de variáveis instrumentais. Como mencionado, o objetivo era identificar quais conjuntos apresentariam uma maior susceptibilidade à influência das decisões da política

¹⁵⁶⁵ 1977, 1978, 1979, 1982, 1983, 1984, 1985, 1986, 1987, 1988, 1989, 1990, 1993, 1996, 1997, 1998, 1999, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2012 e 2013.

monetária em suas escolhas intertemporais de consumo, e a proposta era identificar tal susceptibilidade tanto por meio do valor do coeficiente associado à taxa de juros (θ) como por intermédio da probabilidade desse coeficiente ser igual a zero (p-valor).

$$\Delta c_t = \mu + \lambda \Delta y_t + \theta r_t + \epsilon_t$$

Os resultados encontrados, entretanto, trouxeram alguma surpresa.

Dos 210 conjuntos baseados no IPC (atualização dos valores e juro real), 172 apresentaram um coeficiente positivo, indicando que o consumo estava positivamente correlacionado com a taxa de juro real. Além disso, somente em dois desses conjuntos o p-valor pôde ser considerado estatisticamente significativo ao nível de 15%. Em nenhum dos 38 conjuntos que apresentaram coeficientes negativos o p-valor de θ foi inferior a 0,2.

Os 210 conjuntos baseados no IPCA apresentaram resultados mais expressivos, mas ainda assim surpreendentes. Embora 171 deles também tenham apresentado coeficientes positivos para a taxa de juro real, em cinco o p-valor pôde ser considerado estatisticamente significativo ao nível de 15%, sendo dois ao nível de 10%. Adicionalmente, dos 39 conjuntos que apresentaram resultados negativos para θ , dez deles registraram um p-valor do coeficiente inferior a 0,15 (oito deles inferiores a 0,10).

A dificuldade, neste último caso, foi o fato dos conjuntos com os indicadores mais promissores compreenderem toda ou quase toda a amostra, sendo os três com o p-valor mais reduzido: (i) conjunto 16 – faixas de 1 a 16; (ii) conjunto 20 – faixas de 1 a 20; e (iii) conjunto 19 – faixas de 1 a 19. Na prática, não foram encontrados indícios de uma concentração de resultados significativos em um intervalo específico, estando os “melhores” resultados pulverizados em combinações que alcançavam todas ou quase todas as faixas.

Diante dessa realidade, e tendo em mente que grande parte do período em análise foi de elevada inflação e de planos econômicos com patamares distintos de heterodoxia, optou-se por realizar os mesmos testes com base apenas nos anos posteriores à adoção do Real como unidade monetária.

Dessa vez foram encontrados coeficientes negativos para a taxa de juro real em 189 conjuntos baseados no IPC (Fipe) e em 185 conjuntos amparados no IPCA. Além disso, ambas as amostras apresentaram uma maior significância dos coeficientes das taxas de juro real em três conjuntos comuns: (i) conjunto 207 – faixas de 18 a 20; (ii) conjunto 1 – faixa 1; e (iii) conjunto 151 – faixas de 10 a 16. Entretanto, cabe registrar que, tal como ocorrera com o teste preliminar anterior, somente os conjuntos pertencentes à série do IPCA apresentaram p-valores estatisticamente significativos ao nível de 15%.

Todas as combinações de faixas compreendidas entre os limites dos três conjuntos destacados apresentaram coeficientes negativos. Adicionalmente, todos os conjuntos iniciados na faixa 10 ou na faixa 18 apresentaram essa mesma característica, situação não observada na quase totalidade dos conjuntos iniciados na faixa 1.

Em função de tais resultados, optou-se por trabalhar com os conjuntos 151 e 207 como o melhores candidatos a apresentar resultados estatisticamente significativos para θ . Paralelamente, optou-se por selecionar conjuntos cujos coeficientes nos testes preliminares tivessem sido positivos e estatisticamente significativos, de forma a realizar os testes de hipótese (já com as variáveis instrumentais) e confrontar os resultados.

Os dois conjuntos selecionados foram o 5 e o 7 (faixas de 1 a 5 e faixas de 1 a 7). Além de apresentarem coeficientes positivos, ambos registraram a menor probabilidade de θ ser igual a zero (entre seus pares).

10.4.2. Variáveis Instrumentais

Uma vez selecionados os conjuntos, tornou-se necessário fazer a escolha das variáveis instrumentais (VI). Como registrado em (CAMPBELL; MANKIW, 1989), «quaisquer variáveis estacionárias defasadas *seriam* instrumentos potencialmente válidos, uma vez que são ortogonais a ϵ_t ». Entretanto, era importante selecionar instrumentos que estivessem correlacionados com as variáveis explicativas.

Grande parte das VI utilizadas basearam-se nos dados trimestrais do PIB disponibilizados pelo IBGE. Esses dados foram organizados de acordo com o «ano» da coleta da PNAD,

compreendendo, para cada período, o último trimestre do ano anterior e os três primeiros do ano de referência.

Cada uma das informações do PIB (FBCF, consumo do governo, consumo das famílias etc.) foi transformada em um número índice. Os valores de 1995 foram fixados em 100 e os correspondentes a cada novo ano refletiram a variação percentual da variável correspondente entre este ano e o ano base (sempre sendo utilizado como referência o período de coleta da PNAD).

Adicionalmente, e de forma a reproduzir o processo utilizado na formação de Δc_t e de Δy_t , optou-se por trabalhar com a diferença entre os logaritmos naturais de cada número índice. Ou seja, cada variável de um ano t passou a representar a diferença entre o logaritmo do número índice em t e o logaritmo do número índice em $t - 1$.

Tabela 2 - Relação das variáveis instrumentais

Variável	Descrição	Raiz Unitária
delta_r(t)	Diferença entre a taxa de juro real em t e a taxa de juro real em $t-1$	Não
Ano	ano corrente - utilizado como variável de tendência	N/A
delta_pib(t)	Diferença entre o logaritmo natural do índice do PIB em t e o logaritmo natural do índice do PIB em $t-1$	Não
delta_cf(t)	Diferença entre o logaritmo natural do índice do consumo das famílias em t e o logaritmo natural do índice do consumo das famílias em $t-1$	Sim
delta_cg(t)	Diferença entre o logaritmo natural do índice do consumo do governo em t e o logaritmo natural do índice do consumo do governo em $t-1$	Não
delta_fbcf(t)	Diferença entre o logaritmo natural do índice da FBCF em t e o logaritmo natural do índice da FBCF em $t-1$	Não
delta_exp(t)	Diferença entre o logaritmo natural do índice das exportações em t e o logaritmo natural do índice das exportações em $t-1$	Não
delta_imp(t)	Diferença entre o logaritmo natural do índice das importações em t e o logaritmo natural do índice das importações em $t-1$	Não
delta_agro(t)	Diferença entre o logaritmo natural do índice do setor agropecuário em t e o logaritmo natural do índice do setor agropecuário em $t-1$	Não
delta_ind(t)	Diferença entre o logaritmo natural do índice do setor industrial em t e o logaritmo natural do índice do setor industrial em $t-1$	Não
delta_serv(t)	Diferença entre o logaritmo natural do índice do setor de serviços em t e o logaritmo natural do índice do setor de serviços em $t-1$	Não

Finalmente, todas as variáveis foram submetidas ao teste Dickey–Fuller Aumentado (ADF) para testar a presença de raízes unitárias. Esses testes permitiram rejeitar a hipótese nula (presença de raiz unitária) em todas as variáveis exceto uma: o consumo das famílias (testes com e sem tendência).

Cabe registrar uma peculiaridade do uso das VI na estimativa de r_t e Δy_t . Como as taxas de juro real seriam as mesmas no teste de cada conjunto de faixas de renda, um mesmo grupo de variáveis seria capaz de explicar igualmente bem o comportamento de r_t . Porém, o mesmo não ocorreria com a variação dos logaritmos do rendimento (Δy_t). Cada conjunto de faixas de renda dispunha de características próprias, e isso sugeria que os melhores grupos de VI sejam distintos nos testes de cada conjunto.

Esse fato fez com que os testes passassem a apoiar-se em duas estratégias. Na primeira, buscou-se encontrar, para cada conjunto de faixas, as VI que oferecessem a maior capacidade de explicar r_t e Δy_t simultaneamente. A segunda amparou-se na elaboração de uma lista com cinco grupos de VI que seriam utilizados nos testes de todos os conjuntos. Dessa forma seria possível comparar os resultados baseados em VI específicas com aqueles obtidos a partir das VI comuns.

Foram utilizados os seguintes grupos comuns de variáveis instrumentais:

- a) $\text{delta}_r(t-2), \text{delta}_r(t-3), \text{delta}_r(t-4)$
- b) $\text{delta}_r(t-2), \text{delta}_r(t-3), \text{delta}_{cg}(t-2), \text{delta}_{cg}(t-3)$
- c) $\text{delta}_r(t-2), \text{delta}_r(t-3), \text{delta}_{pib}(t-2), \text{delta}_{pib}(t-3)$
- d) $\text{delta}_r(t-2), \text{delta}_r(t-3), \text{delta}_{imp}(t-2), \text{delta}_{imp}(t-3)$
- e) $\text{delta}_r(t-2), \text{delta}_r(t-3), \text{delta}_{fbcf}(t-2), \text{delta}_{fbcf}(t-3)$

10.4.3. Resultados dos testes do modelo

Os resultados dos testes realizados seguem o mesmo modelo de apresentação utilizado em (CAMPBELL; MANKIW, 1989), com a inclusão de dois dados adicionais: o R^2 das regressões em dois estágios e os números do termo constante.

Os dados são apresentados nas tabelas a seguir em dez colunas. A primeira, a segunda e a terceira contêm, respectivamente, o número do teste, a relação das VI utilizadas e o R^2 da regressão em dois estágios. A quarta, a quinta e a sexta apresentam o R^2 ajustado das regressões de primeiro estágio de Δc_t , Δy_t e r_t , sendo reportado entre parênteses o p-valor do teste Wald (hipótese de que todos os coeficientes, exceto o intercepto, sejam iguais a zero). A sétima, a oitava e a nona colunas apresentam as estimativas da regressão em dois estágios de μ (constante), λ (coeficiente do termo da renda), e θ (coeficiente do termo do juro real), acrescentando, também entre parênteses, o erro padrão do coeficiente e seu p-valor (correspondente ao teste da hipótese nula de que o coeficiente é igual a zero). Finalmente, a décima coluna exhibe os resultados dos testes de sobreidentificação de Sargan e de Basman e seus respectivos p-valores entre parênteses.

Como pode ser observado na comparação dos resultados das regressões dos quatro conjuntos de faixas, há fortes indícios de que a taxa real de juros esteja negativamente correlacionada com o crescimento do consumo nos conjuntos 18-20 e 10-16. Por um lado, o valor de θ é sempre negativo nesses conjuntos e bastante superior (em termos absolutos) ao erro padrão. Adicionalmente, os p-valores dos coeficientes sugerem que eles sejam estatisticamente significantes, uma vez que a maioria dos resultados encontrados foi inferior a 0,05.

O mesmo não ocorre com os conjuntos 1-5 e 1-7. Por um lado, a maioria dos coeficientes estimados foi positiva, sugerindo uma correlação de mesmo sinal entre o consumo e a taxa de juros. Por outro, uma parcela importante dos testes apresenta um erro padrão superior ao valor absoluto do coeficiente, tendo, em todos os casos observados, o p-valor do coeficiente sido superior a 0,2.

Cabe registrar a ausência de quase todos os testes com as VI comuns no caso do conjunto 10-16. Isso ocorreu por dois motivos. No caso da regressão com base apenas nas defasagens da taxa de juro real, o R^2 calculado foi negativo. Já nos demais casos, os testes de sobreidentificação acusaram a existência de correlação entre as VI e os termos de erro da regressão.

Tabela 3 - Resultados do conjunto das faixas de 18 a 20 (RFPC entre 17 e 20 vezes a linha de pobreza)

Linha	Instrumentos	R ²	Regressões de primeiro estágio			μ	λ	θ	Testes de sobreidentificação Sargan / Basman
			Δc	Δy	r				
1	MQO	0,4651				0,0131015 (0,0073188) (0,101)	0,6235758 (0,2752101) (0,045)	-0,1040038 (0,056488) (0,093)	
2	delta_r(t-2) delta_r(t-3) ano	0,4414	0,2807 (0,1028)	0,5296 (0,0140)	0,7476 (0,0000)	0,0153909 (0,0074614) (0,039)	0,7750581 (0,3105648) (0,013)	-0,1247417 (0,0596629) (0,037)	0,038323 / 0,027449 (0,8448) / (0,8684)
3	delta_r(t-2) delta_imp(t-2) ano	0,2632	0,4558 (0,0498)	0,3795 (0,0815)	0,6428 (0,0014)	0,0195478 (0,0085183) (0,022)	1,090165 (0,4756581) (0,022)	-0,1847797 (0,0726554) (0,011)	0,168409 / 0,113871 (0,6815) / (0,7358)
4	delta_r(t-2) delta_r(t-3) delta_r(t-4)	0,2627	0,2438 (0,1290)	0,5283 (0,0142)	0,1361 (0,1549)	0,0240505 (0,0149177) (0,107)	0,8609038 (0,3589223) (0,016)	-0,2024268 (0,1291249) (0,117)	0,487552 / 0,360817 (0,4850) / (0,5481)
5	delta_r(t-2) delta_r(t-3) delta_cg(t-2) delta_cg(t-3)	0,5122	0,1050 (0,3700)	0,3236 (0,1860)	0,4242 (0,0464)	0,017391 (0,0087681) (0,047)	0,7408685 (0,3857843) (0,055)	-0,1742412 (0,0878193) (0,047)	3,06414 / 2,31668 (0,2161) / (0,3140)
6	delta_r(t-2) delta_r(t-3) delta_pib(t-2) delta_pib(t-3)	0,4801	0,1977 (0,2851)	0,3612 (0,1605)	0,2027 (0,1888)	0,022753 (0,010464) (0,030)	0,786407 (0,3943218) (0,046)	-0,2349389 (0,1064102) (0,027)	0,744779 / 0,435746 (0,6891) / (0,8042)
7	delta_r(t-2) delta_r(t-3) delta_imp(t-2) delta_imp(t-3)	0,5177	0,0228 (0,4517)	0,3543 (0,1650)	0,2374 (0,1571)	0,0194186 (0,0107627) (0,071)	0,690794 (0,3935407) (0,079)	-0,1956746 (0,1093344) (0,074)	0,683973 / 0,397812 (0,7104) / (0,8196)
8	delta_r(t-2) delta_r(t-3) delta_fbcf(t-2) delta_fbcf(t-3)	0,4937	0,1942 (0,2881)	0,3901 (0,1422)	0,4045 (0,0539)	0,0232251 (0,0099538) (0,020)	0,6915621 (0,3883122) (0,075)	-0,2380509 (0,0999297) (0,017)	0,203293 / 0,112975 (0,9033) / (0,9451)

Tabela 4 - Resultados do conjunto das faixas de 10 a 16 (RFPC entre 9 e 16 vezes a linha de pobreza)

Linha	Instrumentos	R ²	Regressões de primeiro estágio			μ	λ	θ	Testes de sobreidentificação Sargan / Basman
			Δc	Δy	r				
1	MQO	0,493				0,0065743 (0,0061048) (0,305)	0,6913401 (0,255004) (0,020)	-0,0778788 (0,0468138) (0,124)	
2	delta_r(t-2) delta_imp(t-2) ano	0,4343	0,0992 (0,3109)	0,2841 (0,1378)	0,6428 (0,0014)	0,0120687 (0,0066202) (0,068)	0,6112887 (0,3924278) (0,119)	-0,1340603 (0,0561952) (0,017)	0,350249 / 0,240519 (0,5540) / (0,6238)
3	delta_r(t-2) delta_r(t-3) delta_r(t-4)	(-)	0,1337 (0,2360)	(-)0,1157 (0,6592)	0,1361 (0,1549)				
4	delta_r(t-2) delta_r(t-3) delta_cg(t-2) delta_cg(t-3)	0,254	0,2068 (0,2773)	0,1349 (0,3416)	0,4242 (0,0464)	0,014038 (0,0097218) (0,149)	0,9786129 (0,5619972) (0,082)	-0,1767255 (0,1120565) (0,115)	4,30841 / 3,86313 (0,1160) / (0,1449)
5	delta_r(t-2) delta_r(t-3) delta_pib(t-2) delta_pib(t-3)	0,2983	0,6148 (0,0408)	0,0886 (0,3858)	0,2027 (0,1888)				6,43402 / 8,45474 (0,0401) / (0,0146) Instrumentos correlacionados com o termo de erro
6	delta_r(t-2) delta_r(t-3) delta_imp(t-2) delta_imp(t-3)	0,3018	0,8708 (0,0018)	0,4599 (0,1030)	0,2374 (0,1571)				7,59219 / 13,3673 (0,0225) / (0,0013) Instrumentos correlacionados com o termo de erro
7	delta_r(t-2) delta_r(t-3) delta_fbcf(t-2) delta_fbcf(t-3)	0,2616	0,7443 (0,0128)	0,3231 (0,1864)	0,4045 (0,0539)				6,16925 / 7,66247 (0,0457) / (0,0217) Instrumentos correlacionados com o termo de erro

Tabela 5 - Resultados do conjunto das faixas de 1 a 5 (RFPC entre 0 e 5 vezes a linha de pobreza)

Linha	Instrumentos	R ²	Regressões de primeiro estágio			μ	λ	θ	Testes de sobreidentificação Sargan / Basman
			Δc	Δy	r				
1	MQO	0,9239				(-)0,0161781 (0,0080533) (0,070)	1,38483 (0,1379628) (0,000)	0,0619553 (0,0569772) (0,300)	
2	delta_serv(t-2) delta_r(t-3) ano	0,9155	0,7390 (0,0029)	0,6891 (0,0052)	0,6095 (0,0023)	(-)0,0123386 (0,0087488) (0,158)	1,422481 (0,1552932) (0,000)	0,0119778 (0,0636052) (0,851)	0,412688 / 0,284924 (0,5206) / (0,5935)
3	delta_r(t-2) delta_r(t-3) delta_r(t-4)	0,8873	0,6762 (0,0023)	0,6174 (0,0052)	0,1361 (0,1549)	(-)0,0333098 (0,0289248) (0,249)	1,613144 (0,2998631) (0,000)	0,1907447 (0,2284413) (0,404)	0,079043 / 0,05678 (0,7786) / (0,8117)
4	delta_r(t-2) delta_r(t-3) delta_cg(t-2) delta_cg(t-3)	0,9343	0,7079 (0,0187)	0,7003 (0,0201)	0,4242 (0,0464)	(-)0,0148397 (0,0116309) (0,202)	1,454855 (0,1693438) (0,000)	0,0142865 (0,0990516) (0,885)	0,048369 / 0,0265 (0,9761) / (0,9868)
5	delta_r(t-2) delta_r(t-3) delta_pib(t-2) delta_pib(t-3)	0,9362	0,6799 (0,0243)	0,6778 (0,0247)	0,2027 (0,1888)	(-)0,0121386 (0,010863) (0,264)	1,412917 (0,1448782) (0,000)	-0,0074186 (0,0977904) (0,940)	3,19188 / 2,45274 (0,2027) / (0,2934)
6	delta_r(t-2) delta_r(t-3) delta_imp(t-2) delta_imp(t-3)	0,925	0,7585 (0,0108)	0,7484 (0,0122)	0,2374 (0,1571)	(-)0,0211135 (0,0115936) (0,069)	1,477163 (0,1484438) (0,000)	0,0796593 (0,1061813) (0,453)	2,56287 / 1,82256 (0,2776) / (0,4020)
7	delta_r(t-2) delta_r(t-3) delta_fbcf(t-2) delta_fbcf(t-3)	0,9366	0,6944 (0,0213)	0,7495 (0,0120)	0,4045 (0,0539)	(-)0,011886 (0,0097481) (0,223)	1,381899 (0,1344161) (0,000)	-0,0040514 (0,0875758) (0,963)	4,26177 / 3,79486 (0,1187) / (0,1500)

Tabela 6 - Resultados do conjunto das faixas de 1 a 7 (RFPC entre 0 e 7 vezes a linha de pobreza)

Linha	Instrumentos	R ²	Regressões de primeiro estágio			μ	λ	θ	Testes de sobreidentificação Sargan / Basman
			Δc	Δy	r				
1	MQO	0,9155				(-)0,0187895 (0,0087578) (0,055)	1,419562 (0,1512893) (0,000)	0,0706628 (0,0605103) (0,268)	
2	delta_fbcf(t-2) delta_fbcf(t-3) ano	0,9129	0,8141 (0,0018)	0,6439 (0,0162)	0,6259 (0,0029)	(-)0,0257895 (0,0153726) (0,093)	1,717259 (0,247289) (0,000)	0,617586 (0,1208506) (0,609)	0,255037 / 0,166148 (0,6136) / (0,6836)
3	delta_serv(t-2) delta_r(t-3) ano	0,9112	0,7261 (0,0036)	0,6652 (0,0078)	0,6095 (0,0023)	(-)0,0238616 (0,0102923) (0,020)	1,606236 (0,1876022) (0,000)	0,0802819 (0,0711445) (0,259)	0,055815 / 0,037384 (0,8132) / (0,8467)
4	delta_r(t-2) delta_r(t-3) delta_r(t-4)	0,8929	0,6790 (0,0022)	0,6327 (0,0043)	0,1361 (0,1549)	(-)0,0327483 (0,029938) (0,274)	1,60274 (0,3122367) (0,000)	0,1734194 (0,2322813) (0,455)	2,09567 / 1,76042 (0,1477) / (0,1846)
5	delta_r(t-2) delta_r(t-3) delta_cg(t-2) delta_cg(t-3)	0,933	0,6673 (0,0271)	0,6446 (0,0326)	0,4242 (0,0464)	(-)0,0116967 (0,0113524) (0,303)	1,45687 (0,1752979) (0,000)	(-)0,0379472 (0,0930262) (0,683)	2,69736 / 1,94928 (0,2596) / (0,3773)
6	delta_r(t-2) delta_r(t-3) delta_pib(t-2) delta_pib(t-3)	0,934	0,6596 (0,0289)	0,6205 (0,0391)	0,2027 (0,1888)	(-)0,0156908 (0,0111679) (0,160)	1,51082 (0,1586158) (0,000)	(-)0,0053354 (0,0970408) (0,956)	2,48495 / 1,75098 (0,2887) / (0,4167)
7	delta_r(t-2) delta_r(t-3) delta_imp(t-2) delta_imp(t-3)	0,9328	0,7291 (0,0151)	0,6666 (0,0272)	0,2374 (0,1571)	(-)0,0191584 (0,0105094) (0,068)	1,544653 (0,1463451) (0,000)	0,0258311 (0,0941257) (0,784)	2,6002 / 1,85733 (0,2725) / (0,3951)
8	delta_r(t-2) delta_r(t-3) delta_fbcf(t-2) delta_fbcf(t-3)	0,9332	0,6545 (0,0301)	0,6251 (0,0379)	0,4045 (0,0539)	(-)0,013495 (0,0098424) (0,170)	1,490406 (0,1485714) (0,000)	(-)0,0252918 (0,0856366) (0,768)	2,41632 / 1,68901 (0,2987) / (0,4298)

É importante chamar atenção para o fato do modelo de teste parecer representar melhor o comportamento da variação do consumo dos conjuntos que compreendem as faixas de renda mais baixas. Em quase todas as regressões desses conjuntos o valor do R^2 superou os 0,9, sendo as duas exceções valores muito próximos a tal patamar (sempre superiores a 0,88). No caso dos conjuntos de faixas de renda mais elevadas esse valor flutuou entre os 0,25 e os 0,52, sugerindo que outros fatores tenham um peso relevante na decisão de consumo.

Outro elemento que merece destaque é o fato do termo da variação do logaritmo da renda (Δy_t) ter sido consistentemente superior à unidade em todos os testes dos conjuntos de menor poder aquisitivo – contrastando com os resultados dos conjuntos de renda mais elevada. Em todos os testes desses conjuntos o valor do coeficiente foi pelo menos cinco vezes superior ao do erro padrão, apresentando um p-valor inferior a 0,001.

Conclusão

A análise dos resultados encontrados requer a reflexão sobre três aspectos do processo adotado para responder a pergunta-chave desta investigação: (i) o modelo de teste; (ii) os dados utilizados; e (iii) o critério de seleção dos conjuntos de faixa de renda.

O modelo empregado na pesquisa baseou-se na HRP, na chamada «Regra Geral» e na premissa de que a utilidade do consumo das famílias comporta-se de acordo com uma função de aversão ao risco relativo constante (CRRA na sigla em inglês). Todas essas hipóteses são passíveis de questionamento e certamente constituem apenas uma mera aproximação da realidade. Modelos mais sofisticados, amparados por outras teorias econômicas de consumo e/ou por diferentes funções de utilidade podem vir a mostrar-se mais adequados para a realidade brasileira.

Também é possível questionar a robustez dos resultados com base na utilização de dados estimados do consumo (a partir da PNAD), e no estudo amparar-se em uma amostra de dimensão reduzida. Novamente, e como anteriormente mencionado, o Brasil não dispõe de informações periódicas e com frequência adequada que permitam trabalhar com dados observados, sendo a estimativa o único recurso capaz de viabilizar a investigação. O mesmo raciocínio pode ser aplicado à dimensão da amostra, uma vez que os números estimados precisam basear-se no conjunto de informações disponíveis.

Finalmente, cabe registrar a possibilidade da adoção de critérios diversos do utilizado para a organização das faixas de renda e para a seleção dos conjuntos a serem submetidos aos testes. No primeiro caso, e como já explicado no último capítulo, optou-se por adotar dados oficiais, baseados em um critério universal, e cuja fonte primária fosse a mesma utilizada no restante da pesquisa (PNAD). No segundo, a escolha recaiu sobre um critério simplificado, uma vez que o objetivo era apenas identificar conjuntos de faixas de renda com o maior potencial de apresentar divergências quanto à influência da política monetária.

Tendo em conta essas ponderações, e considerado o período posterior à estabilização econômica em que há dados disponíveis (1996-2013), há indícios de que a taxa de juro

real tenha exercido uma influência diferenciada no comportamento do consumo das famílias pertencentes a conjuntos distintos das faixas de renda.

Os dados das DFPC dos conjuntos pertencentes à parcela de renda mais baixa¹⁵⁶⁶ sugerem ter havido pouca ou nenhuma influência do custo real da moeda nas decisões de consumo, ao passo que os dados dos conjuntos pertencentes à classe média indicam uma situação diferente. Ambos os resultados estão em linha com os encontrados em (VOINEA; LOVIN; COJOCARU, 2018) para a Romênia, embora tenham sido baseados em dados e em modelos distintos. É importante registrar que este estudo não contemplou as faixas de renda mais elevadas (limitando-se a pouco mais de 95% da população), não sendo possível fazer qualquer afirmação sobre as DFPC do grupo.

Também é possível (e bastante provável) que os resultados tenham sido influenciados por fatores não considerados no modelo. Chamaram atenção os fatos (i) dos coeficientes relativos ao rendimento (λ) terem sido recorrentemente superiores à unidade no caso dos conjuntos das faixas de renda mais baixas, e (ii) o reduzido poder explicativo do modelo nos conjuntos das faixas de renda mais avançadas, apesar da significância estatística dos coeficientes encontrados. É importante salientar que a análise dos dados das edições da POF (capítulo 9) já sinalizava a existência de elementos que desequilibrassem a relação entre o consumo e o rendimento em favor do primeiro nas parcelas de menor RFPC da população.

Os números sugerem que caso as mudanças na distribuição de renda venham a impactar a participação relativa dos conjuntos no total da população deverá haver um ganho ou uma perda na capacidade do BCB de influenciar as escolhas intertemporais de consumo das famílias (por meio da fixação da taxa de juro real). Em princípio, essa condição da autoridade monetária parece ser beneficiada pelo deslocamento das parcelas mais pobres da população rumo a uma realidade de classe média, e prejudicada pelo movimento em sentido contrário.

¹⁵⁶⁶ Cabe registrar que as DFPC da faixa entre zero e uma vez a linha de pobreza, quando consideradas de forma isolada, apresentaram um comportamento compatível com a presença de influência da taxa de juro real nas decisões de consumo.

É evidente que a política monetária é capaz de atuar sobre o nível do rendimento e, conseqüentemente, sobre o consumo das famílias por meio da promoção de mudanças no ritmo de expansão da economia e da variação do nível de emprego, entre outros. Contudo, é desejável que suas ações minimizem os custos econômicos e sociais do alcance das metas fixadas (algo ainda mais relevante quando os últimos são suportados majoritariamente pelas camadas mais frágeis da sociedade). Em outras palavras, e ampliando a definição adotada em (BALL, 1999) para a eficiência da política monetária, os pesos atribuídos à variância da inflação e à dos demais objetivos devem ser bem distribuídos. Adicionalmente, a formulação dessa política deverá basear-se na melhor informação possível.

Different policymakers put different weights on output and inflation variances, and so it is difficult to single out one policy as optimal. I therefore focus on the weaker criterion of 'efficiency'. An efficient policy is one that minimizes the sum of output and inflation variances for some choice of weights.

In (BALL, 1999), p. 65.

Em meio às múltiplas lições que podem ser extraídas da história da política monetária brasileira, uma parcela importante está associada à relevância do conhecimento e da capacidade de antecipar o comportamento dos agentes. Esse fato, juntamente com os resultados encontrados nesta investigação, permite concluir que um acompanhamento periódico e com frequência adequada do consumo das famílias seria um expediente importante para assegurar a adequação das medidas adotadas à realidade vigente e para reduzir os custos econômicos e sociais das soluções propostas.

Apêndice A – Cálculo da expressão de $\Delta \ln C_{t+1}$

Com base em uma função de utilidade do tipo:

$$U(C) = \frac{C^{1-A}}{1-A}$$

E dada a equação de Euler:

$$E_t[U'(C_{t+1})] = \frac{1+\delta}{1+r_{t+1}} U'(C_t)$$

Tem-se:

$$\frac{1}{(1+\delta)} E_t[(1+r_{t+1})C_{t+1}^{-A}] = C_t^{-A} \Leftrightarrow E_t\left[\frac{C_{t+1}^{-A}}{C_t^{-A}}\right] = \frac{(1+\delta)}{(1+r_{t+1})}$$

Dado que para cada C_{t+1} e C_t há um η_{t+1} , correspondente à taxa de crescimento do consumo:

$$\frac{C_{t+1}}{C_t} = (1+\eta_{t+1})$$

Mediante uma aproximação de Taylor de primeira ordem, pode-se escrever

$$\left(\frac{C_{t+1}}{C_t}\right)^{-A} = (1+\eta_{t+1})^{-A} \approx 1 - A\eta_{t+1}$$

Reescrevendo a expressão, tem-se:

$$\begin{aligned} E_t[1 - A\eta_{t+1}] &\approx \frac{(1+\delta)}{(1+r_{t+1})} \Leftrightarrow \\ \Leftrightarrow 1 - AE_t[\Delta \ln \tilde{C}_{t+1}] &\approx \frac{(1+\delta)}{(1+r_{t+1})} \Leftrightarrow \end{aligned}$$

Dado que em uma aproximação de Taylor para valores de χ , tais que $|\chi| < 1$, $\ln(1 + \chi) \approx \chi$, e dado que, por definição, $1 + \eta_{t+1} = C_{t+1}/C_t$, $\eta_{t+1} \approx \ln(C_{t+1}) - \ln(C_t) = \Delta \ln C_{t+1}$.

Obtendo o logaritmo dos termos de ambos os lados e aplicando uma nova aproximação de Taylor (primeira ordem) tem-se

$$\Leftrightarrow -AE_t[\Delta \ln \tilde{C}_{t+1}] \approx \delta - r_{t+1}$$

Assim, dado que $\Delta \ln C_{t+1} = E_t[\Delta \ln \tilde{C}_{t+1}] + \epsilon_{t+1}$

$$\Delta \ln C_{t+1} \approx -\frac{\delta}{A} + \frac{r_{t+1}}{A} + \epsilon_{t+1}$$

Contudo, caso seja adotada uma aproximação de segunda ordem de Taylor no início do processo, tem-se, ao invés de $(1 + \eta_{t+1})^{-A} \approx 1 - \eta_{t+1}$:

$$(1 + \eta_{t+1})^{-A} \approx 1 - \eta_{t+1} + \frac{A(A+1)}{2} \eta_{t+1}^2$$

O que, resolvendo para $\Delta \ln C_{t+1}$ produz o seguinte resultado, registra (CARROLL, 2001):

$$\Delta \ln C_{t+1} \approx \left(\frac{A+1}{2}\right) E[\tilde{\eta}_{t+1}^2] - \frac{\delta}{A} + \frac{r_{t+1}}{A} + \epsilon_{t+1}$$

Dessa forma, caso $\tilde{\eta}_{t+1}^2$ não esteja correlacionado nem com δ nem com r_{t+1} , o termo será absorvido pelo termo constante (μ) da regressão, resultando em:

$$\Delta \ln C_{t+1} \approx \mu + \sigma r_{t+1} + \epsilon_{t+1}$$

Onde: $\mu = \left(\frac{A+1}{2}\right) E[\tilde{\eta}_{t+1}^2]$; e

$$\sigma = \frac{1}{A}$$

Lista de Figuras

Figura 1- Evolução da taxa de inflação anual (IGP-DI) entre 1946 e 1964	22
Figura 2- Evolução da base monetária entre 1946 e 1950.....	28
Figura 3- Cotação do café em Nova Iorque (em centavos de US\$ por libra-peso)	40
Figura 4- Endividamento externo total (US\$ milhões)	55
Figura 5- Taxa de inflação mensal (IGP-DI) entre Janeiro/1963 e Março/1964.....	70
Figura 6- Evolução do valor real do salário mínimo na cidade de São Paulo (100% = poder de compra em 01/03/1964, números atualizados pelo IPC-FIPE) no último dia de cada mês	79
Figura 7- Colocações, Resgates e Recursos Líquidos obtidos com as ORTN (Cr\$ bilhões)	87
Figura 8 - Variação anual dos estoques de empréstimos ao setor privado (Banco do Brasil e demais bancos comerciais) e dos meios de pagamento (M1)	95
Figura 9 - Evolução da taxa de crescimento do PIB e do IGP-DI entre 1967 e 1973....	100
Figura 10 - Evolução dos déficits em Transações Correntes e de Empréstimos de Longo Prazo	109
Figura 11 - Evolução nominal dos resultados do Tesouro Nacional (Cr\$ Milhões).....	123
Figura 12 - Evolução do PIB por segmento.....	132
Figura 13 - Nível de Utilização da Capacidade Instalada	137
Figura 14 - Evoluções da cotação do barril de petróleo e da prime rate entre 1970 e 1984	142
Figura 15 - Evolução da inflação e dos meios de pagamento, ambos acumulados no ano	149
Figura 16 - Evolução da Formação Bruta de Capital Fixo (em percentual do PIB)	158
Figura 17 - Resultados mensais da balança comercial (US\$ milhões) e do IGP-DI	170
Figura 18 - Resultados mensais da balança comercial (FOB/US\$ milhões)	202
Figura 19 - Exportações e endividamento externo	206
Figura 20 - Resultado anual das transações Correntes (US\$ milhões) – BPM5	213
Figura 21 - Expansão da base monetária e dos meios de pagamento em 1984.....	226
Figura 22 - Base Monetária e Meios de Pagamento (Cr\$ trilhões)	244
Figura 23 - Variação mensal do IPCA.....	250
Figura 24 - Exportações e saldo das reservas internacionais - regime de caixa (US\$ milhões)	253
Figura 25- Saldos mensais das Transações Correntes e Reservas Internacionais (US\$ milhões)	257
Figura 26 - Saldos mensais da Balança Comercial (US\$ milhões)	271
Figura 27- Taxas de juros mensais em 1989.....	276
Figura 28 - Agregados Monetários – Saldos ao final do mês (bilhões de unidades monetárias).....	289
Figura 29 - Taxas de juros mensais.....	304

Figura 30 - Taxa de juro real e evolução das reservas internacionais.....	308
Figura 31- Evolução da taxa Selic diária (anualizada) e do dólar dos EUA.....	331
Figura 32- Comércio exterior de bens (US\$ milhões) dólar dos EUA.....	335
Figura 33 - Evolução da taxa Selic diária (anualizada) e do dólar dos EUA.....	340
Figura 34 - Evolução da inflação medida pelo IPCA e da taxa Selic mensal.....	344
Figura 35 - Evolução do Câmbio, da taxa Selic e do IPCA.....	347
Figura 36 - Resultados mensais da balança comercial e cotação do dólar dos EUA....	354
Figura 37 - Evolução das reservas internacionais e da dívida bruta do governo geral	362
Figura 38 - Cotação do dólar dos EUA, custo mínimo do Empréstimo de Liquidez e taxa Selic.....	367
Figura 39 - IPCA mensal e Meta para a Selic	371
Figura 40 - Meta para a Selic e variação mensal do IPCA.....	376
Figura 41 - Alíquota do compulsório (depósitos à vista) e custos do crédito	385
Figura 42 - Cotações do dólar dos EUA e do barril de petróleo do tipo Brent.....	387
Figura 43 - Evolução do risco Argentina e do risco Brasil (JP Morgan)	390
Figura 44 - Evolução da taxa de câmbio e do risco Brasil (JP Morgan)	392
Figura 45 - Evolução das receitas e despesas totais do governo central, evolução da arrecadação de alguns tributos do governo central – Cofins, CPMF e outros (% do PIB) – e evolução da Dívida Líquida do Governo Geral – DLGG (% do PIB)	394
Figura 46 - Evolução da cotação do dólar dos EUA (R\$) e dos riscos Brasil, México e Argentina medidos pelo JP Morgan	401
Figura 47 - Concentração de vencimentos de LFT em cada ano (em títulos). Situação vigente nos meses de maio, junho e agosto de 2002	403
Figura 48 - Vencimentos de títulos cambiais e variação da cotação do dólar dos EUA	405
Figura 49 - Evolução do Risco Brasil e do dólar dos EUA	409
Figura 50 - Exportações mensais do Brasil (FOB) para a China (US\$)	410
Figura 51 - Variação das exportações brasileiras (entre 2003 e 2004) para países cujas aquisições de produtos brasileiros superavam US\$ 1 bilhão em 2004.....	415
Figura 52 - Cotação do dólar dos EUA (R\$), risco Brasil e preço médio (US\$) do barril de petróleo no mercado internacional.	416
Figura 53 - Evolução dos saldos mensais da balança comercial e das transações correntes, e do estoque das reservas internacionais do Brasil (US\$ milhões)	421
Figura 54 - Variação percentual do consumo das famílias ante o trimestre anterior (dados dessazonalizados)	423
Figura 55 - mensal do IPCA e da meta para a Selic	424
Figura 56 - Evolução das receitas com os principais produtos da pauta exportadora brasileira, de acordo com a classificação comum do Mercosul (US\$ bilhões).	428
Figura 57 - Evolução da meta para a Selic e do IPCA mensal.....	430
Figura 58 - Evolução dos saldos mensais da balança comercial, dos Investimentos Estrangeiros Diretos (IED), dos Investimentos Estrangeiros em Carteira (IEC) e das reservas internacionais do Brasil (US\$ milhões)	432

Figura 59 - Evolução dos saldos mensais da balança comercial, dos Investimentos Estrangeiros Diretos (IED), dos Investimentos Estrangeiros em Carteira (IEC) e das reservas internacionais do Brasil (US\$ milhões)	441
Figura 60 - Evolução da cotação do dólar dos EUA (em R\$)	443
Figura 61 - Evolução dos saldos mensais dos Investimentos Estrangeiros Diretos e dos Investimentos Estrangeiros em Carteira (US\$ milhões).....	448
Figura 62 - Evolução dos saldos mensais dos Investimentos Estrangeiros Diretos e dos Investimentos Estrangeiros em Carteira (US\$ milhões).....	454
Figura 63 - RFPC monetária média e DFPC monetária média com consumo (dados mensais) nos seis primeiros grupos de menor RFPC monetária de cada edição da POF	472
Figura 64 - RFPC total média e DFPC total média com consumo (dados mensais) nos seis primeiros grupos de menor RFPC total de cada edição da POF	473
Figura 65 - Comparação entre a RFPC monetária média mensal dos primeiros seis grupos em nove regiões metropolitanas urbanas abrangidas pela POF 1995-1996 ...	474
Figura 66 - Participações relativas - no total das despesas com consumo dos cinco primeiros grupos - dos itens despesas monetárias com consumo a prazo, doações e soma de trocas, produção própria e retirada do negócio.....	475
Figura 67 - Resultado da regressão de $\ln pconpc$ em dois estágios.....	497

Lista de Tabelas

Tabela 1 - Consumos da POF e consumos estimados a partir da PNAD	498
Tabela 2 - Relação das variáveis instrumentais.....	503
Tabela 3 - Resultados do conjunto das faixas de 18 a 20 (RFPC entre 17 e 20 vezes a linha de pobreza).....	506
Tabela 4 - Resultados do conjunto das faixas de 10 a 16 (RFPC entre 9 e 16 vezes a linha de pobreza).....	507
Tabela 5 - Resultados do conjunto das faixas de 1 a 5 (RFPC entre 0 e 5 vezes a linha de pobreza).....	508
Tabela 6 - Resultados do conjunto das faixas de 1 a 7 (RFPC entre 0 e 7 vezes a linha de pobreza).....	509

Lista de Siglas

ACC	Antecipação de Contratos de Câmbio
AI-1	Ato Institucional nº 1
AI-2	Ato Institucional nº 2
AI-3	Ato Institucional nº 3
AI-4	Ato Institucional nº 4
AI-5	Ato Institucional nº 5
AI-12	Ato Institucional nº 12
AFE	Assistência Financeira de Emergência
AMFORP	American and Foreign Power Company
Andima	Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto
Arena	Aliança Renovadora Nacional
BB	Banco do Brasil
BCB	Banco Central do Brasil
BCE	Banco Central Europeu
BDE	Banda Diagonal Endógena
BIRD	Banco Internacional para a Reconstrução e Desenvolvimento
BIS	Banco de Compensações Internacionais
BNDE	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BNH	Banco Nacional da Habitação
BTN	Bônus do Tesouro Nacional
Cacex	Carteira de Comércio Exterior do Banco do Brasil
Camob	Caixa de Mobilização Bancária
Cared	Carteira de Redescontos
CCAI	Carteira de Crédito Agrícola e Industrial (Banco do Brasil)
CDB	Certificado de Depósito Bancário
CDC	Crédito Direto ao Consumidor
CDE	Conselho de Desenvolvimento Econômico
CDR	Características da Distribuição da Renda
CEF	Caixa Econômica Federal
CEPAL	Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe
Cexim	Carteira de Exportação e Importação do Banco do Brasil
CGA	Credit and Guaranty Agreement
CGT	Comando Geral de Trabalhadores
CIEIC	Capacidade de Influenciar as Escolhas Intertemporais de Consumo
CIP	Conselho Interministerial de Preços
CLT	Consolidação das Leis do Trabalho
CMBEU	Comissão Mista Brasil Estados Unidos para o Desenvolvimento Econômico
CMN	Conselho Monetário Nacional
Cofins	Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social
Conep	Comissão Nacional de Estabilização de Preços

Copom	Comitê de Política Monetária
CPA	Conselho de Política Aduaneira
CPDOC/FGV	Centro de Pesquisa e Documentação de História Contemporânea do Brasil da Fundação Getúlio Vargas
CPI	Comissão Parlamentar de Inquérito
CPMF	Contribuição Provisória sobre Movimentações Financeiras
CRRA	Aversão ao Risco Relativo Constante (sigla em inglês)
CSLL	Contribuição Social sobre o Lucro Líquido
CTN	Companhia Telefônica Nacional
CUT	Central Única dos Trabalhadores
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DER	Depósitos Especiais Remunerados
DFA	Deposit Facility Agreement
DFPC	Despesa Familiar Per Capita
DI	Depósito Interfinanceiro
DPMFe	Dívida Pública Mobiliária Federal externa
DPMFi	Dívida Pública Mobiliária Federal interna
DRU	Desvinculação das Receitas da União
Endef	Estudo Nacional de Despesa Familiar
Eximbank	Export-Import Bank of the United States
FAF	Fundos de Aplicação Financeira
FAO	Organização das Nações Unidas para a Alimentação e a Agricultura
FBCF	Formação Bruta de Capital Fixo
FEF	Fundo de Estabilização Fiscal
FEJARORE	Fundo Especial de Juros, Amortizações e Resgate das Obrigações do Reaparelhamento Econômico
FGC	Fundo Garantidor de Créditos
FGTS	Fundo de Garantia do Tempo de Serviço
FGV	Fundação Getúlio Vargas
FIESP	Federação das Indústrias do Estado de São Paulo
FIF	Fundos de Investimento Financeiro
Fipe	Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas
FL	Frente Liberal
FMI	Fundo Monetário Internacional
FMRI	Fundo de Modernização e Reorganização Industrial
FND	Fundo Nacional de Desenvolvimento
FOB	Free On Board
FPEDF	Fundo de Participação dos Estados e do Distrito Federal
FPM	Fundo de Participação dos Municípios
FPS	Fundo de Participação Social
FSE	Fundo Social de Emergência
GOB	Gerência de Operações Bancárias
HRP	Hipótese da Renda Permanente
IBAS	Fórum de Diálogo Índia, Brasil e África do Sul
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

ICM	Imposto sobre Circulação de Mercadorias
ICMS	Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços
IEC	Investimento Estrangeiro em Carteira
IED	Investimento Estrangeiro Direto
IGP-DI	Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna
II PND	Segundo Plano Nacional de Desenvolvimento
INPC	Índice Nacional de Preços ao Consumidor
IOF	Imposto sobre Operações Financeiras
IPC	Índice de Preços ao Consumidor
IPCA	Índice de Preços ao Consumidor Amplo
IPC-R	Índice de Preços ao Consumidor – série Real
IPEA	Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada
IPI	Imposto sobre Produtos Industrializados
IPMF	Imposto Provisório sobre Movimentações Financeiras
IR	Imposto de Renda
IRPF	Imposto de Renda da Pessoa Física
ITT	International Telephone and Telegraph
IVC	Imposto de Vendas e Consignações
LBC	Letras do Banco Central
LFT	Letras Financeiras do Tesouro
LP	Linha de Pobreza
LRF	Lei de Responsabilidade Fiscal
LTN	Letras do Tesouro Nacional
MBAG	Metas e Bases para a Ação do Governo
MCTF	Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes
MCTL	Mercado de Câmbio de Taxas Livres
MDB	Movimento Democrático Brasileiro
MPCG	Ministério do Planejamento e Controle Geral
MP	Medida Provisória
MPF	Ministério Público Federal
MQO	Mínimos Quadrados Ordinários
NBC-E	Notas do Banco Central série E
NFSP	Necessidade de Financiamento do Setor Público
NTN-D	Notas do Tesouro Nacional série D
NTN-F	Notas do Tesouro Nacional série F
OGU	Orçamento Geral da União
OM	Orçamento Monetário
OMA	Operações de Mercado Aberto
OMC	Organização Mundial do Comércio
OMS	Organização Mundial de Saúde
OPEP	Organização dos Países Exportadores de Petróleo
ORE	Obrigações do Reparelhamento Econômico
ORTN	Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional
OTN	Obrigação do Tesouro Nacional
PAC	Programa de Aceleração do Crescimento

PAC2	Programa de Aceleração do Crescimento - segunda fase
PAEG	Programa de Ação Econômica do Governo
PAI	Programa de Ação Imediata
PDS	Partido Democrático Social
PEA	População Economicamente Ativa
PEC	Proposta de Emenda à Constituição
PED	Programa Estratégico de Desenvolvimento
PEM	Plano de Estabilização Monetária
PFL	Partido da Frente Liberal
PIS	Programa de Integração Social
PL	Patrimônio Líquido
PMDB	Partido do Movimento Democrático Brasileiro
PNAD	Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios
PND	Plano Nacional de Desenvolvimento
POF	Pesquisa de Orçamentos Familiares
PP	Partido Progressista
PPA	Plano Plurianual
Proálcool	Programa Nacional do Alcool
Proer	Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional
Proes	Programa de Incentivo à Redução do Setor Público na Atividade Bancária
PSD	Partido Social Democrático
PSDB	Partido da Social Democracia Brasileira
PT	Partido dos Trabalhadores
PTB	Partido Trabalhista Brasileiro
PUC-Rio	Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro
RDB	Recibos de Depósitos Bancários
RFPC	Renda Familiar Per Capita
RMI	Regime de Metas para a Inflação
SCN	Sistema de Contas Nacionais
Selic	Sistema Especial de Liquidação e Custódia
SFH	Sistema Financeiro da Habitação
SGBD	Sistema Gerenciador de Banco de Dados
Simples	Sistema Integrado de Pagamento de Impostos e Contribuições das Microempresas e Empresas de Pequeno Porte
SNIPC	Sistema Nacional de Índices de Preços ao Consumidor
SPB	Sistema de Pagamentos Brasileiro
STF	Supremo Tribunal Federal
Sumoc	Superintendência da Moeda e do Crédito
Sunab	Superintendência Nacional do Abastecimento
TBAN	Taxa de Assistência do Banco Central
TBC	Taxa Básica do Banco Central
TEC	Tarifa Externa Comum (Mercosul)
TJLP	Taxa de Juros de Longo Prazo

TR	Taxa Referencial de juros
TRD	Taxa Referencial Diária
UDN	União Democrática Nacional
URP	Unidade de Referência de Preços
URV	Unidade Real de Valor

Referências

- A Caixa de Mobilização Bancária. **Correio da Manhã**, p. 2, 12 Jun. 1932.
- A economia em 1978, segundo o governo. **Jornal do Commercio**, p. 6, 13 Jan. 1978.
- A íntegra do discurso de Simonsen no almoço em sua homenagem. **Jornal do Brasil**, p. 16, 26 Jan. 1979.
- A íntegra do plano de emergência de Itamar. **Jornal do Brasil**, p. 9, 3 Out. 1992.
- A mensagem do Presidente. **Jornal do Brasil**, p. 4, 27 Jun. 1978.
- A sétima Carta de Intenção do Brasil ao Fundo Monetário. **Jornal do Brasil**, p. 32, 16 Jan. 1985.
- ABBOTT, M. L. Governo estuda alternativas para baixar juros. **Jornal do Brasil**, p. 23, 19 Mar. 1989.
- ABREU, M. DE P. **Brazil as a creditor - Sterling balances, 1940-1952**. Rio de Janeiro: [s.n.].
- ABREU, M. DE P. Inflação, Estagnação e Ruptura: 1961-1964. Em: **A Ordem do Progresso - Cem anos de política econômica republicana 1889-1989**. Rio de Janeiro: Campus, 1990. p. 197–212.
- ABREU, M. DE P.; WERNECK, R. L. F. Estabilização, abertura e privatização, 1990-1994. Em: **A Ordem do Progresso - Dois séculos de política econômica no Brasil**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014. p. 313–330.
- ALESINA, A.; PEROTTI, R. Income distribution, political instability, and investment. **European Economic Review**, v. 40, n. 6, p. 1203–1228, 1996.
- Análise do JC. **Jornal do Commercio**, p. 5, 20 Jun. 1969.
- Análise Global - Distribuição e rentabilidade das maiores empresas da economia brasileira, no período 1968 a 1974. **Visão - Quem é quem na economia Brasileira**, p. 23–30, Ago. 1975.
- ARIDA, P.; RESENDE, A. L. **Inertial Inflation and Monetary Reform in Brazil**: Texto para Discussão. Rio de Janeiro: [s.n.]. Disponível em: <<http://www.econ.puc-rio.br/uploads/adm/trabalhos/files/td85.pdf>>.
- Ato Institucional 5 - Íntegra do discurso do ex-deputado Márcio Moreira Alves (02' 51")**. Disponível em: <<https://www.camara.leg.br/radio/programas/273666-ato-institucional-5-integra-do-discurso-do-ex-deputado-marcio-moreira-alves-02-51/>>. Acesso em: 27 jul. 2020.
- BACHA, E. L. Entre a acomodação e o confronto: Dilemas da renegociação da dívida externa brasileira 1983-1987. **Revista de Economia Política**, v. 8, n. 2, p. 49–66, 1988.
- BALL, L. Efficient rules for monetary policy. **International Finance**, v. 2, n. 1, p. 63–83, 1999.
- BALTAGI, B. H. **Econometric Analysis of Panel Data**. 3. ed. Chippingham: John Wiley & Sons, 2005.
- Bancos têm novos créditos para empresas. **Jornal do Commercio**, p. 1,5, 6 Jun. 1996.
- BARROS, R. P. DE; CURY, S.; ULYSSEA, G. **A desigualdade de renda no Brasil encontra-se subestimada?** Texto para Discussão. Niterói: [s.n.].

BASTOS, P. P. Z. O presidente desiludido: a campanha liberal e o pêndulo de política econômica no governo Dutra (1942-1948). **História Econômica & História de Empresas**, v. 7, n. 1, p. 99–135, 2012.

BATISTA JUNIOR, P. N.; RANGEL, A. DE S. O Brasil no Plano Brady: Avaliação de alguns aspectos do acordo de 1994. **Indicadores Econômicos FEE**, v. 22, n. 4, p. 44–48, 1995.

BC financiou remessa de divisas na crise. **Jornal do Commercio**, p. 1, 19 Nov. 1998.

BC muda recolhimento compulsório. **Jornal do Brasil**, p. 15, 17 Jan. 1986.

BC reduz compulsório para 55%. **Jornal do Commercio**, p. B-1, 15 Mar. 2000.

BCB. **Relatório Anual do Banco Central do Brasil 1972**. Brasília: [s.n.].

BCB. **Relatório Anual do Banco Central do Brasil 1975**. Brasília: [s.n.].

BCB. **Relatório Anual do Banco Central do Brasil 1978**. Brasília: [s.n.].

BCB. **História Contada do Banco Central do Brasil - Volume IV - Casimiro Ribeiro**. 1. ed. Brasília: Banco Central do Brasil, 2019a.

BCB. **História Contada do Banco Central do Brasil - Volume VIII - Carlos Brandão**. 1. ed. Brasília: Banco Central do Brasil, 2019b.

BCB. **História Contada do Banco Central do Brasil - Volume IX - Carlos Geraldo Langoni**. 1. ed. Brasília: Banco Central do Brasil, 2019c.

BCB. **História Contada do Banco Central do Brasil - Volume XII - Fernão Carlos Botelho Bracher**. 1. ed. Brasília: Banco Central do Brasil, 2019d. v. XII

BCB. **História Contada do Banco Central do Brasil - Volume XVI - Ibrahim Eris**. 1. ed. Brasília: Banco Central do Brasil, 2019e.

BERNANKE, B. S.; GERTLER, M. Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission. **Journal of Economic Perspectives**, v. 9, n. 4, p. 27–48, 1995.

BIELSCHOWSKY, R. **Pensamento econômico brasileiro: o ciclo ideológico do desenvolvimentismo**. 5. ed. Rio de Janeiro: Contraponto, 2000.

BNDE. **Exposição sobre o Programa de Reaparelhamento Econômico, 1957**. Rio de Janeiro: [s.n.]. Disponível em:
<https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/2482/1/RA1957_final_exposicao-reaparelhamento_faltam_223_e_224.pdf>.

BNDE. **Exposição sobre o Programa de Reaparelhamento Econômico, 1958**. Rio de Janeiro: [s.n.]. Disponível em:
<https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/2481/1/RA1958_final_exposicao-reaparelhamento.pdf>.

BNDE. **Relatório de Atividades BNDE, 1975**. Rio de Janeiro: [s.n.]. Disponível em:
<https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/3009/1/RA_1975_final_P_nao_aceitou_OCR.pdf>.

BORGES, J.; LEO, S. «O plano ataca o coração do problema». **O Globo**, p. 60, 12 Dez. 1993.

BRAGA, T. FMI aprova acordo e Brasil consegue US\$ 2 bilhões. **Jornal do Brasil**, p. 3, 30 Jan.

1992.

BREITUNG, J. The local power of some unit root tests for panel data. **Advances in Econometrics**, n. 15, p. 161–178, 2000.

BREITUNG, J.; DAS, S. Panel unit root tests under cross-sectional dependence. **Statistica Neerlandica**, n. 59, p. 414–433, 2005.

BRESSER-PEREIRA, L. C. A inflação no capitalismo de estado (e a experiência brasileira recente). **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 1, n. 2, p. 3–41, 1981.

BRESSER-PEREIRA, L. C. A descoberta da inflação inercial. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 14, n. 1, p. 167–192, 2010.

BRUSKY, B.; FORTUNA, J. P. Entendendo a demanda para as microfinanças no Brasil: um estudo qualitativo em duas cidades. **Programa de Desenvolvimento Institucional - PDI**, p. 1–65, 2002.

BULHÕES, O. G. **Octávio Gouvêa de Bulhões (depoimento, 1989)**. Rio de Janeiro: CPDOC/Fundação Getúlio Vargas (FGV), , 1989.

Câmbio não muda até 2002. **Jornal do Commercio**, p. 1,7, 29 Jan. 1998.

CAMPBELL, J. Y.; MANKIW, N. G. Consumption, Income and Interest Rates: Reinterpreting the Time Series Evidence. Em: **NBER Macroeconomics Annual**. [s.l.] MIT Press, 1989. v. 4p. 185–246.

Campos critica Senado pelo aumento dado aos servidores. **Jornal do Brasil**, p. 11, 3 Set. 1964.

CAMPOS, R. **Roda Viva - Entrevista com Roberto Campos**. Brasil, 1991. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=lhtuR_0Vvlo>

CAMPOS, R. **A Lanterna na Popa**. 1. ed. Rio de Janeiro: Topbooks, 1994.

CARNEIRO, D. D.; MODIANO, E. M. Ajuste externo e desequilíbrio interno, 1980-1984. Em: **A Ordem do Progresso - Dois séculos de política econômica no Brasil**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014. p. 263–280.

CARROLL, C. D. Death to the log-linearized consumption Euler equation! (and very poor health to the second-order approximation). **B.E. Journal of Macroeconomics**, v. 1, n. 1, 2001.

Carta do IBRE - 1986/87 - Panorama e perspectivas. **Conjuntura Econômica**, v. 41, n. 2, p. 10–17, 1987.

CARVALHO, C. O fracasso do Plano Collor: erros de execução ou de concepção? **Economia**, v. 4, n. 2, p. 283–331, 2003.

CASTRO, F. Á. DE. **Imposto de renda da pessoa física: Comparações internacionais , medidas de progressividade e redistribuição**. [s.l.] Universidade de Brasília, 2014.

CASTRO, L. B. DE. Esperança, Frustração e Aprendizado: A História da Nova República (1985-1989). Em: **Economia Brasileira Contemporânea [1945-2010]**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011a. p. 97–129.

CASTRO, L. B. DE. Privatização, Abertura e Desindexação: A Primeira Metade dos Anos 90 (1990-1994). Em: **Economia Brasileira Contemporânea [1945-2010]**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011b. p. 131–164.

CMN. **278ª Ata do CMN**. BrasíliaCMN, , 1977.

CMN. **298ª Ata do CMN**. BrasíliaCMN, , 1978.

CMN. **314ª Ata do CMN**. BrasíliaCMN, , 1979.

CMN. **368ª Ata do CMN**. BrasíliaCMN, , 1981.

CMN. **386ª Ata do CMN**. BrasíliaCMN, , 1982.

CMN quer reduzir inflação em 20%. **Jornal do Brasil**, p. 18, 18 Dez. 1980.

CMN reduz o arrocho ao crédito. **Jornal do Brasil**, p. 16, 1 Jun. 1995.

Contas Nacionais. **Conjuntura Econômica**, v. 41, n. 5, p. 58–72, 1987.

Costa e Silva eleva nível de isenção do Imposto de Renda. **Jornal do Brasil**, p. 13, 18 Abr. 1967.

Crédito de liquidez para estabilizar juro. **Jornal do Commercio**, p. 9, 4 Dez. 1986.

Crédito fica mais barato em dezembro. **Jornal do Brasil**, p. NF 1, 2 Nov. 1994.

Crise da rolagem eleva risco-país. **Jornal do Commercio**, p. 3, 11 Jun. 2002.

DEBAN/BCB. **Relatório de Atividades 1985**. Brasília: [s.n.].

Déficit de US\$ 5,5 bi não afetará o câmbio. **Jornal do Commercio**, p. 9, 22 Jan. 1997.

Delfim na ECEMAR: Vamos aumentar nossa exportação. **Jornal do Commercio**, p. 1, 27 Abr. 1971.

Delfim Netto diz que opção é exportar ou parar de crescer. **Jornal do Commercio**, p. 1, 3 Set. 1971.

DEMAB. **Nota à imprensa do Mercado Aberto - Dezembro de 2001**. Rio de Janeiro: [s.n.]. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/htms/infecon/demab/ma200112/index.asp>>.

Desemprego chega a 18,3% na Argentina. **Jornal do Commercio**, p. 8, 14 Dez. 2001.

Desemprego de 16,4% na Argentina. **Jornal do Commercio**, p. 4, 20 Jul. 2001.

DOB-DPNC. **Relatório de Atividades 1975/1976**. Brasília: [s.n.].

DOB-DPNC. **Relatório de Atividades 1979/1980**. Brasília: [s.n.].

DOB. **Relatório de Atividades 1984**. Brasília: [s.n.].

Eleva-se extraordinariamente o crédito bancário. **Conjuntura Econômica**, v. XII, n. 1, p. 5–7, Jan. 1958.

EUA cedem US\$ 150 milhões para o Brasil firmar economia. **Jornal do Brasil**, p. 3, 15 Dez. 1964.

FARIA, L. V. DE. O estouro da base. **Conjuntura Econômica**, v. 48, n. 10, p. 15–17, 1994.

FAUSTO, B. **História do Brasil**. 12. ed. São Paulo: Editora da Universidade de São Paulo, 2006.

FERREIRA, M. DE M. **As Reformas de Base**. Disponível em: <https://cpdoc.fgv.br/producao/dossies/Jango/artigos/NaPresidenciaRepublica/As_reformas_de_base>.

FIGUEIREDO FILHO, J. S. **Políticas Monetária , Cambial e Bancária no Brasil sob a gestão do Conselho da Sumoc, de 1945 a 1955.** [s.l.] Universidade Federal Fluminense - UFF, 2005.

FIGUEIREDO, L. F.; FACHADA, P.; GOLDENSTEIN, S. **Monetary Policy In Brazil - Remarks On The Inflation Targeting Regime, Public Debt Managment And Open Market Operations** Working Paper Series do Banco Central: Working Paper Series. Brasília: [s.n.].

Finanças Internas - Extremamente Desequilibradas. **Conjuntura Econômica**, v. XVI, n. 2, p. 15–16, Fev. 1962.

FISHLOW, A. A Economia Política do Ajustamento Brasileiro aos Choques do Petróleo - Uma Nota Sobre o Período 1974-84. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, v. 16, n. 03, p. 507–550, 1986.

FONSECA, R. G. DA. Moratoria Brasileira e os antecedentes do Plano Brady.pdf. Em: **Memórias de um Trader**. 1. ed. São Paulo: IOB, 2002. p. 211–243.

FONSECA, P. C. D. Nem ortodoxia nem populismo: O segundo governo vargas e a economia brasileira. **Tempo**, v. 14, n. 28, p. 19–58, 2010.

FRANÇA, P. Política Monetária. **Conjuntura Econômica**, v. 42, n. 5, p. 31–35, 1988.

FRANCO, G. H. B. **A Moeda e a Lei - Uma História Monetária Brasileira 1933-2013**. 1. ed. Rio de Janeiro: Zahar, 2017.

FREITAS, J. DE. Sem ser bom orador, Juscelino empolgava com promessa de 50 anos em 5. **Folha de São Paulo**, 18 Ago. 2018.

FRIEDMAN, M. The Permanent Income Hypothesis. Em: **A Theory of the Consumption Function**. [s.l.] Princeton University Press, 1957. v. Ip. 20–37.

FRITSCH, W. Apogeu e Crise na Primeira República. Em: **A Ordem do Progresso - Dois séculos de política econômica no Brasil**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014. p. 45–77.

Fundo dá capital de giro. **Jornal do Commercio**, p. 1, 22 Ago. 1970.

GALOR, O.; ZEIRA, J. Income distribution and macroeconomics. **The Review of Economic Studies**, v. 60, n. 1, p. 35–42, 1993.

GIAMBIAGI, F. Estabilização, Reformas e Desequilíbrios Macroeconômicos: Os Anos FHC (1995-2002). Em: **Economia Brasileira Contemporânea [1945-2010]**. 7. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011. p. 165–195.

GIAMBIAGI, F.; ALÉM, A. C. **Finanças Públicas - Teoria e Prática no Brasil**. 5. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2016.

GOB. **Relatório de Atividades 1965**. Rio de Janeiro: [s.n.]. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/POM/SPB/HISTORIA/1965-RelatorioDeAtividadesDaGerenciaDeOperacoesBancarias.PDF>>.

GOB. **Relatório de Atividades 1966**. Rio de Janeiro: [s.n.]. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/POM/SPB/HISTORIA/1966-RelatorioDeAtividadesDaGerenciaDeOperacoesBancarias.PDF>>.

GOB. **Relatório de Atividades 1967**. Rio de Janeiro: [s.n.]. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/POM/SPB/HISTORIA/1967->

RelatorioDeAtividadesDaGerenciaDeOperacoesBancarias.PDF>.

GOB. **Relatório de Atividades 1968**. Rio de Janeiro: [s.n.]. Disponível em:
<<https://www.bcb.gov.br/POM/SPB/HISTORIA/1968-RelatorioDeAtividadesDaGerenciaDeOperacoesBancarias.PDF>>.

GOB. **Relatório de Atividades 1969**. Rio de Janeiro: [s.n.]. Disponível em:
<<https://www.bcb.gov.br/POM/SPB/HISTORIA/1969-RelatorioDeAtividadesDaGerenciaDeOperacoesBancarias.PDF>>.

GOB. **Relatório de Atividades 1970**. Rio de Janeiro: [s.n.]. Disponível em:
<<https://www.bcb.gov.br/POM/SPB/HISTORIA/1970-RelatorioDeAtividadesDaGerenciaDeOperacoesBancarias.PDF>>.

GOB. **Relatório de Atividades 1971**. Rio de Janeiro: [s.n.]. Disponível em:
<<https://www.bcb.gov.br/POM/SPB/HISTORIA/1971-RelatorioDeAtividadesDaGerenciaDeOperacoesBancarias.PDF>>.

GOB. **Relatório de Atividades 1972**. Rio de Janeiro: [s.n.]. Disponível em:
<<https://www.bcb.gov.br/POM/SPB/HISTORIA/1972-RelatorioDeAtividadesDaGerenciaDeOperacoesBancarias.PDF>>.

GOB. **Relatório de Atividades 1973/1974**. Rio de Janeiro: [s.n.]. Disponível em:
<<https://www.bcb.gov.br/POM/SPB/HISTORIA/1974-RelatorioDeAtividadesDaGerenciaDeOperacoesBancarias.PDF>>.

GÓES, W. DE. Os mitos e os fatos. **Jornal do Brasil**, p. Especial 1, 17 Set. 1978.

GOLDENSTEIN, L. **Da heterodoxia ao FMI - A política econômica de 1979 a 1982**. [s.l.] Unicamp, 1985.

Goulart obtêm acôrdo sobre dívidas e faz reforma cambial. **Jornal do Brasil**, p. 3, 20 Fev. 1964.

Governo aumenta imposto para frear compras a prazo. **Jornal do Commercio**, p. 1, 3 Mai. 1997.

Governo cede à pressão de banqueiros. **Tribuna da Imprensa**, p. 1, 20 Jan. 1989.

Gudin enfrenta a inflação. **O Observador Econômico e Financeiro**, p. 66–68, Nov. 1954.

HANSEN, L. P.; SINGLETON, K. J. Stochastic Consumption, Risk Aversion, and the Temporal Behavior of Asset Returns. **Journal of Political Economy**, v. 91, n. 2, p. 249–265, 1983.

HARRIS, R. D. F.; TZAVALIS, E. Inference for unit roots in dynamic panels where the time dimension is fixed. **Journal of Econometrics**, n. 91, p. 201–226, 1999.

Herculino pede continuação da luta. **Jornal do Brasil**, p. 7, 21 Out. 1966.

HERMANN, J. Reformas, Endividamento Externo e o «Milagre» Econômico. Em: **Economia Brasileira Contemporânea [1945-2010]**. 2. ed. São Paulo: Elsevier, 2011a. p. 69–92.

HERMANN, J. Auge e Declínio do Modelo de Crescimento com Endividamento: O II PND e a Crise da Dívida Externa (1974-1984). Em: **Economia Brasileira Contemporânea [1945-2010]**. 2. ed. São Paulo: Elsevier, 2011b. p. 73–95.

HICKS, J. R. **Value and Capital: An Inquiry into Some Fundamental Principles of Economic Theory**. 2. ed. Oxford: Claredon Press, 1946.

HOFFMANN, R. A subdeclaração dos rendimentos. **São Paulo em Perspectiva**, v. 2, n. Jan-Mar, p. 50–54, 1988.

HOFFMANN, R.; BOTASSIO, D. C.; JESUS, J. G. DE. **Distribuição de Renda - Medidas de desigualdade, pobreza, concentração, segregação e polarização**. 2. ed. São Paulo: Editora da Universidade de São Paulo, 2019.

HUDDLE, D. Balanço de Pagamentos e Controle de Câmbio no Brasil. Diretrizes Políticas e História, 1946-1954. **Revista Brasileira de Economia**, v. 18, n. 1, p. 5–40, 1964.

HUDDLE, D. Os “Leilões de Câmbio” e o alcance de múltiplos objetivos de política econômica: uma avaliação do sistema. **Estudos Econômicos**, v. 2, n. 4, p. 35–72, 1972.

I Plano Nacional de Desenvolvimento (PND) - 1972/74. 1. ed. Brasília: Fundação IBGE, 1971.

IBGE. **Anuário Estatístico do Brasil - Ano XI 1950**. Rio de Janeiro: [s.n.]. Disponível em: <https://biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/periodicos/20/aeb_1950.pdf>.

IBGE. **Anuário Estatístico do Brasil - Ano XVI 1955**. Rio de Janeiro: [s.n.]. Disponível em: <https://biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/periodicos/20/aeb_1955.pdf>.

IBGE. **Anuário Estatístico do Brasil - 1955**. Rio de Janeiro: [s.n.]. Disponível em: <https://biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/periodicos/20/aeb_1955.pdf>.

IBGE. **Anuário Estatístico do Brasil - 1958**. Rio de Janeiro: [s.n.]. Disponível em: <https://biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/periodicos/20/aeb_1958.pdf>.

IBGE. **Anuário Estatístico do Brasil - 1964**. Rio de Janeiro: [s.n.]. Disponível em: <https://biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/periodicos/20/aeb_1964.pdf>.

IBGE. **Anuário Estatístico do Brasil - 1966**. Rio de Janeiro: [s.n.]. Disponível em: <https://biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/periodicos/20/aeb_1966.pdf>.

IBGE. **Anuário Estatístico do Brasil - 1965**. Rio de Janeiro: [s.n.]. Disponível em: <https://biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/periodicos/20/aeb_1965.pdf>.

IBGE. **Anuário Estatístico do Brasil - 1968**. Rio de Janeiro: [s.n.]. Disponível em: <https://biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/periodicos/20/aeb_1968.pdf>.

IBGE. **Anuário Estatístico do Brasil - 1970**. Rio de Janeiro: [s.n.]. Disponível em: <https://biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/periodicos/20/aeb_1970.pdf>.

IBGE. **Indicadores do IBGE - Produto Interno Bruto - 4o trimestre de 1994**. Rio de Janeiro: [s.n.]. Disponível em: <https://biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/periodicos/232/pib_1994.pdf>.

IBGE. **Pesquisa de Orçamentos Familiares 2002-2003: Primeiros Resultados**. 2. ed. Rio de Janeiro: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística - IBGE, 2004. v. 46

IBGE. **Pesquisa de Orçamentos Familiares 2002-2003: Perfil das despesas no Brasil**. Rio de Janeiro: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística - IBGE, 2007.

IBGE. **Síntese de Indicadores Sociais - Uma análise das condições de vida da população brasileira - 2017**. Rio de Janeiro: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística - IBGE, 2017.

II Plano Nacional de Desenvolvimento (1975-1979). . Brasília: [s.n.]. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/1970-1979/L6151.htm>.

Indústria - Retrospecto de 1975. **Conjuntura Econômica**, v. 30, n. 2, p. 44–83, 1976.

INE. **Anuário Estatístico do Brasil - Ano III 1937**. Rio de Janeiro: [s.n.]. Disponível em: <https://biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/periodicos/20/aeb_1937.pdf>.

Inflação corretiva e acidentalidade - nota explicativa. **Conjuntura Econômica**, v. 37, n. 9, p. 13–15, 1983.

IOF incide sobre mercado futuro e câmbio. **Jornal do Brasil**, p. 15, 19 Abr. 1980.

IPCA determina correção monetária de dezembro. Mas salários só em janeiro. **Jornal do Brasil**, p. 25, 28 Nov. 1985.

JORNADA, M. I. H. DA. A política salarial: Uma visão panorâmica da legislação. **Indicadores Econômicos FEE**, v. 17, n. 2, p. 65–85, 1989.

KEYNES, J. M. **The General Theory of Employment, Interest, and Money**. New York: Cambridge University Press, 2013.

KORNIS, M. **Comando Geral dos Trabalhadores (CGT)**. Disponível em: <<http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-tematico/comando-geral-dos-trabalhadores-cgt>>.

LAGO, L. A. C. DO. A retomada do crescimento e as distorções do «Milagre», 1967-1974. Em: **A Ordem do Progresso - Dois séculos de política econômica no Brasil**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014. p. 213–239.

LAGO, P. A. C. DO. **A Sumoc como embrião do Banco Central: sua influência na condução da política econômica, 1945-1965**. [s.l.] Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, 1982.

Lei de Responsabilidade Fiscal. Disponível em: <<http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-tematico/lei-de-responsabilidade-fiscal>>.

LESSA, C. **15 Anos de Política Econômica**. 4. ed. [s.l.] Brasiliense, 1983.

LESSA, C. **A Estratégia de Desenvolvimento 1974-76: Sonho e Fracasso**. 2. ed. Campinas: Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia, 1998.

LLUCH, C. Sobre medicões de renda a partir dos Censos e das Contas Nacionais no Brasil. **Pesquisa y Planejamento Economico**, v. 12, n. 1, p. 133–148, 1982.

LOPES, F. L. **Inflação Inercial, Hiperinflação e Desinflação : Notas e Conjecturas**: Texto para Discussão. Rio de Janeiro: [s.n.]. Disponível em: <<http://www.econ.puc-rio.br/uploads/adm/trabalhos/files/td77.pdf>>.

LOUREIRO, F. P. Uma difícil conciliação: empresários e trabalhadores no contexto do plano trienal. **História Econômica & História de Empresas**, v. 13, n. 2, p. 109–143, 2012.

LOUREIRO, F. P. O plano trienal no contexto das relações entre brasil e estados unidos (1962-1963). **Revista de Economia Política**, v. 33, n. 4, p. 671–691, 2013.

MACARINI, J. P. A política econômica da ditadura militar no limiar do “ milagre ” brasileiro : 1967 / 69. **Texto para Discussão IE/UNICAMP**, n. 99, 2000.

MACARINI, J. P. Governo Geisel: Transição Politico-Econômica? Um ensaio de revisão. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 15, n. 1, p. 30–61, 2011.

MACEDO, J. Há 30 anos, Sarney tomava posse como primeiro presidente civil após 21 anos de ditadura. **Estado de Minas**, 15 Mar. 2015.

MANKIW, N. G. The permanent income hypothesis and the real interest rate. **Economic Letters**, v. 7, n. 4, p. 307–311, 1981.

MANTEGA, G. **O governo Geisel, o II PND e os Economistas**. São Paulo: [s.n.]. Disponível em: <https://pesquisa-eaesp.fgv.br/sites/gvpesquisa.fgv.br/files/publicacoes/P00163_1.pdf>.

MATTOS, F. A. M.; BASTOS, P. P. Z.; BARONE, R. S. As reformas estruturais promovidas pelo PAEG e seus efeitos distributivos. **Texto para discussão. IE/UNICAMP, Campinas**, n. 254, 2015.

MATTOSO, C. L. DE Q. **Identidade, inserção social e acesso a serviços financeiros: Um estudo na favela da Rocinha**. [s.l.] Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ), 2005.

Medidas de caráter financeiro. **Jornal do Commercio**, p. 2, 9 Out. 1942.

Medidas sustentam o crescimento. **Jornal do Brasil**, p. 11, 25 Out. 1974.

MELTZER, A. H. U.S. Policy in the Bretton Woods Era. **Federal Reserve of St. Louis**, n. May/June, p. 54–83, 1991.

Mercado de Capitais. **Conjuntura Econômica**, v. 33, n. 3, p. 21–32, 1979.

Mercado de Títulos - Estável em outubro. **Conjuntura Econômica**, v. XVII, n. 11, p. 27–29, 1963.

MESQUITA, M. M. C. Inflação, Estagnação e Ruptura, 1961-1964. Em: **A Ordem do Progresso - Dois séculos de política econômica no Brasil**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014. p. 179–196.

Ministro ameaça tabelar carne. **Jornal do Commercio**, p. 7, 28 Jan. 1986.

Ministros militares assumem o governo. **Tribuna da Imprensa**, p. 3, 1 Set. 1969.

MISHKIN, F. **The channels of monetary transmission: lessons for monetary policy** NBER Working Paper Series: NBER Working Paper Series. Cambridge, Massachusetts: [s.n.]. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w5464.pdf?new_window=1%5Cnpapers2://publication/uuid/E7FD0848-77D9-4893-A4F5-579BFFF16DE9>.

MODIANO, E. M. A ópera dos três cruzados, 1985-1990. Em: **A Ordem do Progresso - Dois séculos de política econômica no Brasil**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014. p. 281–312.

Moeda e Crédito. **Conjuntura Econômica**, v. 32, n. 2, p. 148–152, 1978.

Moeda e Crédito. **Conjuntura Econômica**, v. 33, n. 2, p. 145–149, 1979.

Moeda e Crédito - Agrava-se a pressão inflacionária a partir de setembro. **Conjuntura Econômica**, v. XII, n. 2, p. 73–85, 1958.

Moeda e Crédito - expansão de 34% nos meios de pagamentos. **Conjuntura Econômica**, v. 29, n. 2, p. 127–133, 1975.

Moeda e crédito - Mais controlada a expansão. **Conjuntura Econômica**, v. XVII, n. 8, p. 61–67, 1963.

Moeda e crédito - objetivo é expansão moderada. **Conjuntura Econômica**, v. 28, n. 5, p. 16–19, 1974.

MORAIS, L. Sem poupar energia na crítica. **Jornal do Commercio**, p. 3, 21 Mai. 2001.

MOTTA, M. **Pacote de Abril**. Disponível em:

<<https://cpdoc.fgv.br/producao/dossies/FatosImagens/PacoteAbril>>.

MPCE. **Programa de Ação Econômica do Governo 1964-1966**. [s.l: s.n.]. Disponível em:

<<https://bibliotecadigital.seplan.planejamento.gov.br/handle/123456789/1073>>.

MPCG. **Diretrizes de Governo - Programa Estratégico de Desenvolvimento**. Brasília: [s.n.].

Disponível em:

<http://bibliotecadigital.seplan.planejamento.gov.br/bitstream/handle/123456789/1070/1967_Diretrizes_Governo_Programa_Estrategico_Developimento.pdf?sequence=1&isAllowed=y>.

MPOG/SPIE. **Plano Plurianual 2004-2007**. BrasíliaMinistério do Planejamento, Orçamento e Gestão, , 2003. Disponível em: <www.planejamento.gov.br>

Negociação das ORT's tende ao equilíbrio com vendas de outubro. **Jornal do Commercio**, p. 5, 13 Nov. 1968.

NETTO, D. D. C. Crise e Esperança, 1974-1980. Em: **A Ordem do Progresso - Dois séculos de política econômica no Brasil**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014. p. 241–262.

NÓBREGA, C. B. DA. **História do imposto de renda no Brasil, um enfoque da pessoa física (1922-2013)**. [s.l: s.n.].

Nova política econômica vai ser apresentada em dezembro. **Jornal do Brasil**, p. 35, 2 Nov. 1969.

NOVO, A. BC muda compulsório e salva Banespa. **Jornal do Brasil - Negócios e Finanças**, p. 1, 16 Set. 1994.

Novo corte aumenta só 17,6% inversão de estatais em 79. **Jornal do Brasil**, p. 19, 9 Mai. 1979.

Novo índice reduz a inflação. **Jornal do Commercio**, p. 9, 28 Nov. 1985.

O discurso de Figueiredo. **Jornal do Brasil**, p. 4, 20 Jan. 1979.

O texto que o Ministério da Economia distribuiu explicando as medidas. **Jornal do Brasil**, p. 5, 1 Fev. 1991.

OLIVEIRA, A. Os bancos do Recife. **Diário de Pernambuco**, p. 7, 9 Mai. 1954.

ORENSTEIN, L.; SOCHACZEWSKI, A. C. Democracia com Desenvolvimento: 1956-1961. Em: **A Ordem do Progresso - Cem anos de política econômica republicana 1889-1989**. Rio de Janeiro: Campus, 1990. p. 171–195.

Os 5% explicados. **Jornal do Commercio**, p. 7, 7 Jan. 1981.

«Pacote» para reduzir os juros. **Jornal do Commercio**, p. 1, 11 Mar. 1983.

Panorama. **Conjuntura Econômica**, v. 29, n. 2, p. 8–12, 1975.

Panorama anual/Perspectivas. **Conjuntura Econômica**, v. 38, n. 2, p. 7–12, 1984.

Panorama anual. **Conjuntura Econômica**, v. XXXIV, n. 2, p. 5–8, 1980.

Panorama do Ano. **Conjuntura Econômica**, v. XXI, n. 2, p. 9–14, 1967.

- Panorama do Ano. **Conjuntura Econômica**, v. XXVII, n. 2, p. 6–8, 1973.
- PASTORE, A. C. A Reforma Monetária do Plano Collor. **Revista Brasileira de Economia**, v. 45, n. Especial, p. 157–174, 1991.
- PAULA, L. F. R. DE. Liquidez e zeragem automática: crítica da crítica. **Estudos Econômicos**, v. 26, n. 3, p. 411–439, 1996.
- PELÁEZ, C. M. As Conseqüências Econômicas da Ortodoxia Monetária, Cambial e Fiscal no Brasil entre 1889-1945. **Revista Brasileira de Economia - RBE**, v. 25, n. 3, p. 5–82, 1971.
- PELTIER, M. Coluna da Marcia Peltier. **Jornal do Commercio**, p. 14, 15 Jul. 2006.
- PESARAN, M. H. **Time series and panel data econometrics**. [s.l.] Oxford University Press, 2015.
- Planejamento revela crescimento setorial. **Jornal do Commercio**, p. 7, 8 Mai. 1968.
- Plano Collor. **Jornal do Brasil**, p. 1–8, 17 Mar. 1990.
- Plano de Desenvolvimento Econômico. **Jornal do Brasil**, p. 11–13, 11 Out. 1956.
- Plano de estabilização monetária: duas etapas. **Jornal do Brasil**, p. 13, 24 Out. 1958.
- Plano Trienal de Desenvolvimento Econômico e Social 1963-1965 (Síntese)**. . Brasília: Presidência da República, 1962.
- Política Monetária. **Conjuntura Econômica**, v. 35, n. 7, p. 40–48, 1981a.
- Política Monetária. **Conjuntura Econômica**, v. 35, n. 2, p. 12–17, 1981b.
- Política Monetária. **Conjuntura Econômica**, v. 36, n. 2, p. 12–19, 1982.
- PORTO, J. L. R. Os territórios federais e a sua evolução no Brasil. **Presença**, p. 46–52, 2000.
- PRADO, M. C. R. DE M. DO. **A real história do Plano Real: Uma moeda cunhada no consenso democrático**. 2. ed. [s.l.] e-galáxia, 2020.
- PREGIBON, D. Goodness of Link Tests for Generalized Linear Models. **Journal of the Royal Statistical Society. Series C (Applied Statistics)**, v. 29, n. 1, p. 15–23, 1980.
- Produzir mais é a única saída, diz Delfim. **O Estado de São Paulo**, p. 34–35, 25 Set. 1979.
- QUINTÃO, C. Financiamentos para imóveis sobem 86,6%. **Jornal do Commercio**, p. 3, 6 Ago. 2008.
- RAMALHO, V. «Zeragem automática» no mercado aberto e controle monetário. **Estudos Econômicos**, v. 25, n. 1, p. 25–52, 1995.
- REIS, E. et al. Renda Permanente e poupança precaucional: evidencia empíricas para o Brasil no passado recente. **Pesquisa e Planejamento Econômico (PPE)**, v. 28, n. 2, p. 233–272, 1998.
- RESENDE, A. L. Estabilização e Reforma, 1964-1967. Em: **A Ordem do Progresso - Dois séculos de política econômica no Brasil**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014. p. 197–211.
- Reservas Internacionais cresceram US\$ 6 bilhões. **Jornal do Commercio**, p. 6, 22 Set. 1995.
- RIBEIRO DE ALMEIDA, L. F. C. **A política monetária e a curva de rendimentos dos títulos públicos federais: A atuação do Banco Central do Brasil no período 2003-2012**. [s.l.] Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2014.

ROCHA FILHO, Á. Perspectivas de dias difíceis envolvem a missão San Tiago. **Jornal do Brasil**, p. Caderno Especial, 10 Mar. 1963.

ROCHA, S. Do consumo observado a linha de pobreza. **Pesquisa e Planejamento Economico**, v. 27, n. 2, p. 313–352, 1997.

Salários aumentarão 10% a partir de maio. **Jornal do Brasil**, p. 1, 23 Abr. 1968.

SARETTA, F. A Política Econômica Brasileira 1946/1950. **Revista de Sociologia e Política**, n. 4/5, p. 113–129, 1995.

SARETTA, F. **A Política Econômica no Período 1954/1955 - Algumas Notas**: Anais do V Congresso Brasileiro de História Econômica e 6ª Conferência Internacional de História de Empresas. Belo Horizonte: [s.n.]. Disponível em:
<http://www.abphe.org.br/arquivos/2003_fausto_saretta_a-politica-economica-no-periodo-1954_1955-algumas-notas.pdf>.

SARETTA, F. **A Confederação Nacional da Indústria e o Plano de Estabilização Monetária de 1958**. Anais do XXXVI Encontro Nacional de Economia, , 2008. Disponível em:
<<http://www.anpec.org.br/encontro2008/artigos/200807171621180-.pdf>>

Sarney rejeita plano e Sayad deixa o Governo. **Correio Braziliense**, p. 8, 18 Mar. 1987.

SCHIAVINATTO, F.; SCHMIDT, F. SIPS Bancos - Inclusão financeira e bancarização no Brasil. Em: **Sistema de Indicadores de Percepção Social (SIPS)**. 1. ed. Brasília: IPEA, 2011. p. 181–210.

SEIXAS, D. Várias Notícias. **Jornal do Commercio**, p. 2, 21 Out. 1967.

Simonsen diz que política fiscal mudará pouco em 75. **Jornal do Brasil**, p. 13, 15 Fev. 1975.

SIMONSEN, M. H. A Política Antinflacionária de 1965. **Jornal do Brasil**, p. Revista Econômica-16, 10 Fev. 1966.

SIMONSEN, M. H. Correção Monetária - a experiência brasileira. **Conjuntura Econômica**, v. 29, n. 7, p. 65–69, 1975.

SKIDMORE, T. **Brasil: De Castelo a Tancredo**. São Paulo: Paz e Terra, 1994.

SMITH, R. E. Política salarial, mercados de trabalho e salários industriais no Brasil, 1960-1976: Uma análise por propriedade e tamanho da empresa. **Revista de Política Econômica**, v. 8, n. 1, p. 50–70, 1988.

SOARES, S. S. D. **Metodologias para Estabelecer a Linha de Pobreza: Objetivas, Subjetivas, Relativas, Multidimensionais** Texto para discussão. Rio de Janeiro: [s.n.].

SOUZA, P. H. G. F. DE. A distribuição de renda nas pesquisas domiciliares brasileiras: Harmonização e comparação entre Censos, PNADs e POFs. **Revista Brasileira de Estudos de Populacao**, v. 32, n. 1, p. 165–188, 2015.

SPÍNOLA, N. Compulsórios cobrados indevidamente vão a mais de 100 bilhões. **Tribuna da Imprensa**, p. 7, 3 Fev. 1967.

SPÍNOLA, N. Títulos públicos são déficit em janeiro e fevereiro de 68. **Jornal do Brasil**, p. 27, 3 Mar. 1968.

TAYLOR, M. M. Institutional development through policy-making: A case study of the brazilian central bank. **World Politics**, v. 61, n. 3, p. 487–515, 2009.

TENDLER, S. **Jango**. Brasil, 1984. Disponível em:
<<https://www.youtube.com/watch?v=SaU6pIBv9f4>>

Tesouro Nacional - Resultados de 1969 e previsão para 1970. **Conjuntura Econômica**, v. 24, n. 3, p. 13–15, 1970.

THE CANBERRA GROUP. **Final Report and Recommendations. Expert Group on Household Income Statistics**. [s.l.: s.n.].

TUKEY, J. W. One Degree of Freedom for Non-Additivity. **Biometrics**, v. 5, n. 3, p. 232–242, 1949.

UN. **Programme of Action of the World Summit for Social Development - Chapter 2**. Disponível em: <<https://www.un.org/development/desa/dspd/world-summit-for-social-development-1995/wssd-1995-agreements/pawssd-chapter-2.html>>.

VARSANO, R. A Evolução Do Sistema Tributário Brasileiro Ao Longo Do Século: Anotações E Reflexões Para Futuras Reformas. **Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada**, p. 1–40, 1998.

VASCONCELOS, C. B. DE. Os militares e a legitimidade do regime ditatorial (1964-1968): a preservação do Legislativo. **Varia Historia**, v. 29, n. 49, p. 333–358, 2013.

Veloso diz que economia seguirá em expansão em 1976. **Jornal do Brasil**, p. 19, 19 Dez. 1975.

VIANNA, S. B. **A Política econômica no segundo governo Vargas (1951-54)**. [s.l.] Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, 1987.

VIANNA, S. B. Duas tentativas de estabilização: 1951-1954. Em: **A Ordem do Progresso - Cem anos de política econômica republicana 1889-1989**. Rio de Janeiro: Campus, 1990. p. 123–150.

VIANNA, S. B.; VILLELA, A. O pós-Guerra (1945-1955). Em: **Economia Brasileira Contemporânea [1945-2010]**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011. p. 1–24.

VILELA, A. V.; SUZIGAN, W. **Política do governo e crescimento da economia brasileira - 1889-1945**. 3. ed. Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada - IPEA, 2001.

VILLELA, A. Dos «Anos Dourados» de JK à Crise Não Resolvida. Em: **Economia Brasileira Contemporânea [1945-2010]**. 2. ed. São Paulo: Elsevier, 2011. p. 25–48.

VOINEA, L.; LOVIN, H.; COJOCARU, A. The impact of inequality on the transmission of monetary policy. **Journal of International Money and Finance**, v. 85, p. 236–250, 2018.