

**Nº 29**

**CONTRADIÇÃO APARENTE**

**OCTÁVIO GOUVÊA DE BULHÕES**



## CONTRADIÇÃO APARENTE

### I

O Professor Mario Henrique Simonsen apresentou um trabalho de tal modo interessante, na coleção de artigos selecionados pela "Fundação Getúlio Vargas", em homenagem a Eugenio Gudín, que o homenageado julgou conveniente providenciar-se a versão desse trabalho para o inglês. Ele deseja enviá-lo a eminentes economistas americanos e ingleses, alguns deles seus conhecidos e amigos.

A exposição de Simonsen além de válida por sua oportunidade é relevante por sua originalidade. Digo original porquanto o autor embora tenha se limitado a realçar e comentar os pontos essenciais de cada uma das teorias que apresenta ele o faz de modo tão inteligentemente construtivo que nos induz a admitir numerosas contradições conciliatórias e, mais do que isso, a existência de idéias esparsas, merecedoras de um trabalho de complementação, em benefício de melhor compreensão dos problemas que nos afligem.

No início do trabalho, compete ao autor referir-se à relação entre a quantidade de moeda e a quantidade dos produtos e de seus preços. Se a quantidade de moeda expandir-se proporcionalmente além do aumento da quantidade dos produtos, elevam-se os preços. Cabe, entretanto, explicar o motivo da alteração da quantidade de moeda. Para tanto, relembra o autor a taxa de juros, em conexão com a poupança e os investimentos. A poupança tende a crescer à medida que sobe a taxa de juros, em contraste com os investimentos que se expandem com uma taxa de juros relativamente baixa. Há um ponto de equilíbrio natural entre a procura e a oferta de poupança. Nesse ponto de equilíbrio, a realização dos investimentos torna-se compatível com a estabilidade dos preços. Se, entretanto, os investidores forem beneficiados com taxas inferiores à taxa natural de equilíbrio, o suprimento de recursos passa a repousar adicionalmente no acréscimo da quantidade de moeda. A procura de fatores de produção supera a oferta garantida pela poupança e, conseqüentemente, sobem os preços. Para con-

ter a ascensão originada do erro do suprimento adicional de recursos, via expansão do crédito, cumpre às autoridades restringí-la, recorrendo à elevação da taxa de juros. A atividade econômica declina, até atingir à situação de equilíbrio. Ocorre, porém, que no decurso da queda surgem desajustamentos penosos que dificultam a reativação normal da economia. O benefício da recuperação nem sempre é simétrico ao malefício da correção. Essa disparidade foi especialmente sentida no terceiro decênio do presente Século.

A intensidade da depressão e seu prolongamento provocaram a repulsa às teorias acima expostas. A poupança deixou de ser relacionada à taxa de juros, para ser subordinada ao nível da renda. O acréscimo do consumo foi considerado o propulsor da recuperação econômica.

Mesmo com essas modificações, mantem-se uma constante, observada por Simonsen, nos seguintes termos: "uma única causa possível para o aumento geral dos preços: o excesso da demanda global sobre a oferta". Observação que prepara o exame da conexão do nível de salários com o nível de emprego. Vejamos o seguinte trecho elucidativo de Simonsen: "Admitindo-se que as sociedades modernas estabelecessem, como objetivo prioritário, a manutenção de altas taxas de emprego e que, dentro de margens de desocupação toleráveis, os salários nominais crescessem a taxas superiores às do aumento de produtividade, tornar-se-ia inevitável a inflação de custos".

Após o destaque da influência da expectativa dos acontecimentos econômicos, modificadora da conexão entre nível salarial e nível de emprego, Simonsen envereda por uma análise peculiar. É a da realimentação inflacionária. A esse propósito, Simonsen decompõe a inflação em três componentes: a inflação autônoma, a parcela de realimentação, a regulação da demanda. A primeira, a inflação autônoma decorre da variação dos preços relativos, os denominados choques de oferta, provocados por escassez de safra, efeitos de reajustes salariais superiores ao crescimento da inflação ou aumento de produtividade, altas súbitas de preços de importação, como no exemplo do petróleo. A parcela realimentação é herança da inflação anterior. A regulação da demanda é ligada à graduação do consumo, em combinação

com o acréscimo do produto real.

A seguinte passagem de Simonsen traduz bem sua proposição: “Os textos tradicionais costumam classificar a inflação em dois tipos: a da demanda, resultante de uma administração excessivamente liberal dos instrumentos monetários e fiscais que levam a economia a crescer além de sua taxa normal; de custos, resultantes de altas autônomas de preços de produtos e de fatores de produção. Admite-se usualmente que essa última não possa ser eficazmente combatida pela política de contenção da moeda e dos gastos públicos. Esse tipo de classificação só parece aceitável quando se abstrai o componente realimentação”. Se a inflação prolongar-se e for crescente “o mais expressivo componente da inflação nem seja o autônomo nem o de regulação da demanda, mas o de realimentação”. Mesmo que consideremos a realimentação sob o ângulo da inflação de custo “deixa de ser aceitável a afirmação de que ela não pode ser eficazmente combatida por instrumentos de controle monetário e fiscal”. “A presença do componente realimentação torna, inclusive, genericamente imprópria a tese de que uma inflação de custos não pode ser eficazmente combatida por instrumentos monetários e fiscais, ainda que se entenda como inflação de custos o reajustamento pelo componente autônomo”.

## II

Do resumo retrospectivo feito por Simonsen, vemos que um dos contrastes de opinião situa-se entre Wicksell e Keynes. Mas Wicksell está situado em meio a uma atividade desenfreada pela inflação; Keynes presencia uma economia freada pela depressão.

De acordo com Milton Friedman, a economia americana caíra em estagnação porque as autoridades reduziram drasticamente a quantidade de moeda quando a produção e o consumo já tinham acusado baixa sensível. Precisamente porque prevalecia um clima acentuadamente depressivo, a expansão da quantidade de moeda não incutiria uma reativação econômica e, muito menos poder-se-ia obter significativa recuperação se se insistisse numa política de redistribuição de renda. Foi nesse momento de desorientação que surgiu a figura de Keynes.

Em 31 de Dezembro de 1933, o New York Times publicava uma carta aberta de Keynes ao Presidente Roosevelt, onde era mencionada a ilusão da expansão monetária e a incompatibilidade da redistribuição da renda com a necessidade de aumentá-la. As seguintes passagens são expressivas:

**“O aumento da produção sofre um retrocesso se a quantidade da moeda for mantida rigidamente inflexível. Alguns inferem daí que a produção e a renda podem crescer pelo aumento da quantidade de moeda. Mas isso é o mesmo que pretender engordar pela aquisição de um cinto mais largo. O cinto dos Estados Unidos é, hoje, suficientemente amplo”.**

**“Ainda que seja necessária uma reforma econômica, sob alguns aspectos, ela impede e complica a recuperação. Acarreta a desconfiança na realização de empreendimentos e enfraquece os motivos da ação empresarial”.**

**“Ponho toda ênfase no acréscimo do poder de compra nacional, resultante de dispêndios governamentais, financiados por meio de empréstimos e não por intermédio de impostos. Nada mais conta em comparação com essa providência”.**

Dois anos depois, Keynes procurou dar um cunho técnico às idéias constantes da carta ao Presidente. Publicou o célebre livro denominado “Teoria Geral do Emprego”. Conquanto haja contribuições compatíveis e complementares a outras teorias, inclusive às de Wicksell, o livro haveria de versar sobre o tema da recuperação econômica. A base fundamental é a reativação por meio do aumento de consumo, instigado pelo dispêndio público.

Keynes chega ao exagero de sugerir que a poupança decresce o consumo e, portanto, dificulta o aumento da produção e do emprego. Tendo na carta ao Presidente solicitado adiamento da reforma, em proveito da recuperação, no livro, Keynes julga indispensável fazer alusão à distribuição da renda, mediante pesada taxação. Todavia, ao modificar-se a situação econômica, com o advento da Guerra Mundial, Keynes retificou suas idéias, deixando bem clara a mudança, no livro intitulado "How to Pay for the War".

Diferente atitude tomaram os continuadores de Keynes. Não se deram conta das modificações da evolução econômica. Persistiram em acelerar o consumo, com o sacrifício da acumulação de recursos nas empresas. A insistência política de redistribuição de renda redundou na coexistência da inflação e da recessão.

O Quadro I permite antever esse resultado, notadamente na Inglaterra e nos Estados Unidos.

### QUADRO I

#### PROPORÇÃO DA RENDA DOS FATORES

Anos	Inglaterra		Estados Unidos		Alemanha		Suíça		Japão	
	Salários	Lucros	Salários	Lucros	Salários	Lucros	Salários	Lucros	Salários	Lucros
1960	73	26	72	27	59	40	62	37	44	50
1963	74	25	72	27	64	35	64	35	53	46
1965	75	24	71	28	64	35	65	34	55	44
1968	75	24	73	26	64	35	65	34	52	47
1969	75	24	75	24	65	34	65	34	53	46
1970	77	22	77	22	67	32	66	33	54	45
1971	76	23	77	22	67	32	68	31	56	43
1972	76	22	76	23	69	30	68	31	57	42
1973	77	22	76	23	70	29	69	30	59	40
1974	81	18	79	20	72	27	70	29	62	37
1975	84	15	78	21	72	27	72	27	62	37
1976	83	16	77	22	71	28	72	27	63	36

FONTE: Yearbook of National Accounts Statistics, United Nations, 1977, pags. 1.217, 1.267, 349, 1.138, 589.

As elevadas proporções da renda dos fatores destinadas ao salário e, portanto, principalmente ao consumo, na Inglaterra e nos Estados Unidos, revelam a diminuta margem aplicável em investimentos e às exportações, em confronto com as margens bem mais amplas observadas na Alemanha, Suíça e Japão.

O Quadro II é mais minucioso na decomposição da renda nos Estados Unidos. Os salários de particulares mantêm-se em proporção estável. A elevação das proporções advém dos salários do funcionalismo e dos suplementos salariais. Esses suplementos — previdência social — sobem tanto que ultrapassam o lucro das sociedades anônimas após o pagamento do imposto de renda. A descapitalização das empresas é evidente, motivo do apelo ao crédito. Mas a expansão do crédito às empresas, ao Governo e aos consumidores é de tal ordem que ultrapassa a formação de poupança, conforme indica o Quadro III.

Observe-se que a partir de 1965 o acréscimo de endividamento supera o lucro das sociedades anônimas e os suplementos salariais aproximam-se do nível de lucros. Depois de 1967 os suplementos salariais e a expansão da dívida ultrapassam o montante dos lucros. A capitalização das empresas não entra em colapso pelo apoio dos financiamentos. Estes, porém, destinados às empresas, ao Governo e ao consumo, transformam-se em somas que excedem a disponibilidade de poupança. Há, pois, pressão sobre os meios de pagamento e, portanto, pressão inflacionária.

O aumento das dívidas em desproporção com o aumento da poupança, indicado no Quadro III, explica a tendência à elevação dos preços, influenciado, também, pela disparidade da evolução das parcelas da renda, registrada no Quadro II.

Voltando a repetir não serem os salários na área particular a origem das crescentes transferências dos lucros e sim as despesas governamentais, com a expansão dos salários do funcionalismo público e, sobretudo, os suplementos salariais, destinados à previdência social, parece razoável formular-se uma sugestão. A contribuição para a previdência social poderia ser transformada em contribuição para o fortalecimento da lucratividade empresarial, em benefício direto aos empregados. Os assalariados receberiam uma quota aplicável na com-



## QUADRO II

**EVOLUÇÃO DAS PARCELAS DA RENDA NOS ESTADOS UNIDOS**  
**(Bilhões de Dólares)**

<b>Anos</b>	<b>Total dos Salários de Particulares e do Governo</b>	<b>Suplementos Salariais</b>	<b>Lucro das Sociedades Anônimas Após o Pagamento do Imposto de Renda</b>	<b>Acréscimo de Endividamento das Sociedades Anônimas</b>
1950	147	7.8	24.7	24.1
1955	224	13.2	26.4	24.3
1960	294	23.0	25.8	19.5
1961	303	24.1	25.8	21.5
1962	325	27.1	29.6	23.9
1963	342	29.5	31.5	28.2
1964	368	31.8	36.7	33.2
1965	396	34.5	44.3	44.7
1966	439	40.9	47.1	52.3
1967	471	44.4	44.9	47.0
1968	519	50.3	46.2	77.9
1969	571	56.8	43.8	102.7
1970	609	62.7	37.0	63.1
1971	650	70.3	44.3	74.0
1972	715	81.4	54.6	104.0
1973	799	98.0	67.1	131.4
1974	875	111.3	75.2	132.3
1975	928	122.1	65.3	67.2

FONTE: Economic Report of the President, transmitted to the Congress, January, 1977, Table B-19, pgs. 208, 209; Table B-67, pg. 26.

## QUADRO III

## ENDIVIDAMENTO GLOBAL E POUPANÇA NOS ESTADOS UNIDOS

(Bilhões de Dólares)

Anos	Dívida Total	Acréscimos da Dívida Sobre o Ano Anterior	Poupança Global	Índices de Preços
1950	486	33.0	49.7	46.8
1955	665	59.9	65.5	50.2
1960	874	41.2	78.9	54.3
1965	1.245	93.9	115.4	55.2
1966	1.339	94.9	122.9	57.1
1967	1.439	99.7	120.3	57.2
1968	1.583	143.8	130.8	58.6
1969	1.733	154.2	147.5	60.7
1970	1.869	132.0	143.4	63.1
1971	2.050	181.1	155.4	65.2
1972	2.275	225.2	177.5	68.1
1973	2.582	306.2	216.8	77.0
1974	2.768	136.5	205.3	91.5
1975	2.947	228.5	191.2	100.0

FONTE: Economic Report of the President, Table B-67, pg. 265, Table B-23, pg. 124. Financial Statistics  
Monetary Fund. Yearbook, 1979.

pra de ações, cujos dividendos constituiriam o suplemento salarial. Haveria a confluência do acréscimo de capital com o acréscimo de salários, ou melhor a complementação de investimentos e de consumo. O somatório das contribuições, dispensada a capitalização da renda que seria distribuída desde o início, representaria, hoje, nos Estados Unidos, soma equivalente ao valor das ações das sociedades anônimas. O afluxo desses recursos teria imprimido enorme impulso aos investimentos empresariais, proporcionando seguro e sistemático aumento do produto real, com o conseqüente aumento de emprego.

**QUADRO IV**  
**SOMA CUMULATIVA DAS CONTRIBUIÇÕES DO SUPLEMENTO SALARIAL**  
**(Bilhões de Dólares)**

<b>Anos</b>	<b>Valores das Ações das Sociedades Anônimas</b>	<b>Acumulação das Contribuições do Suplemento Salarial, ano a ano a partir de 1950</b>
1968	1.034	440
1969	914	56
1970	909	62
1971	1.060	70
1972	1.198	81
1973	947	98
1974	675	111
1975	891	122
<b>TOTAL</b>		<b>1.020</b>

**FONTE:** The Equity Market, Report nº 764, The Conference Boards e dados do Quadro II.

A renda proveniente de 1 020 milhões de dólares de subscrição de ações novas, geradoras de renda adicional e, portanto, de dividendos adicionais, seguramente proporcionariam soma equivalente à contribuição de 1975, de 122 bilhões de dólares. Além do suplemento salarial, os empregados manteriam um patrimônio que no exemplo representaria mais da metade do capital acionário do país.

Por esse ou aquele motivo a participação dos empregados no capital das empresas é matéria que escapa à cogitação econômica ou política. Insiste-se na redistribuição da renda, na transferência do lucro das empresas, deixando-as desprovidas de recursos ou altamente endividadas.

Na Inglaterra, em sequência à considerável redução da participação dos lucros na renda dos fatores de produção (Quadro I) verificou-se enorme expansão creditícia:

#### QUADRO V

(Milhões de Libras)

Anos	Empréstimos dos Bancos Comerciais	Acréscimos Percentuais
1963	16.946	44,6
1968	24.517	
1969	24.334	
1974	50.043	10,56

FONTE: International Financial Statistic Yearbook. I.M.F. September, 1979, nº 32, pg. 423.

Em face dessas observações é explicável a reação verificada nos Estados Unidos, cuja síntese encontra-se bem demonstrada em uma reportagem do "Time" de 27 de agosto de 1979, sob o título: "The rising rebel cry for less Government, more incentive and investment".

Afirmam os economistas, diz o "Time", referindo-se ao "grupo revisionista", que o Governo vem motivando o público americano a gastar muito e economizar pouco. O capital está sendo consumido, sem adequada substituição. Há indiferença na ampliação e remodelação. Grande é o número de fábricas obsoletas. Paralelamente, com o declínio da eficiência, o Governo mantém o consumo em alto nível, expandindo o crédito e aumentando a quantidade de moeda, em ritmo de aceleração superior à capacidade de oferta de produtos e serviços. A mentalidade de dispêndio no consumo tornou-se aguda. A atividade é a de comprar

agora. Pior ainda: solicitar empréstimos para comprar hoje, pois amanhã será mais caro. Dentre as recomendações figuram as seguintes:

- a) Sistemática e consistente política de moderado acréscimo de meios de pagamento;
- b) Incentivos fiscais que favoreçam a poupança e os investimentos empresariais;
- c) Redução das despesas governamentais em programas sociais e de sistemas de pensão. O sistema em vigor está subordinado a acréscimos sistematicamente exagerados constituindo um desvio de recursos que poderiam ser aplicados no aumento da produção e do emprego;
- d) Acima de tudo, estimular o acréscimo da produção, em vez de prejudicá-la na suicida política de forçar o aumento do consumo.

A Inglaterra submeteu-se a uma política de redistribuição de renda mais violenta. Além do forte desestímulo a poupar e a investir, pelo exagero da incidência do imposto de renda, a intensidade da assistência social elevou consideravelmente o dispêndio governamental, causando acentuados déficits inflacionários. Acima de tão marcante redistribuição de renda, os sindicatos operários, repudiando as precárias condições econômicas, passaram a insistir em sucessivos acréscimos salariais, conquistados com perniciosas paralizações do trabalho. A subida da Sra. Thatcher ao poder traduz uma reação popular. Em recente pronunciamento, a Sra. Thatcher não hesitou em dizer que o "Governo não mais imprimirá papel-moeda para financiar os excessivos acertos salariais". "A chave da prosperidade não se encontra em pagamentos mais elevados e sim no acréscimo de produção". "O motivo da Inglaterra encontrar-se empobrecida na comunidade européia resulta integralmente da deficiência de sua produção". "Não é possível conseguir-se o padrão de vida da Alemanha Ocidental com o padrão de produção da Inglaterra". ("The Conservative Conference at Blackpool", 12 de Outubro, 1979).

O Sr. Geoffrey Howe, o Ministro da Fazenda do Governo inglês, ao dirigir-se à Assembléia do Fundo Monetário, em Belgrado, declarou que na Inglaterra grande ênfase fora dada ao consumo, como instrumento de segurança do desenvolvimento econômico. O benefício que se tenha conseguido com essa ênfase não justifica o perseguimento dessa política no presente, em que prevalece reduzida taxa de aumento do produto e elevada taxa inflacionária. O indispensável nos dias atuais é o combate à inflação e a melhoria do suprimento de produtos e de serviços. "Suponho", acrescenta Howe, "que Keynes haveria de dar apoio a esse ponto de vista".

A referência a Keynes decorre da presunção de haver oposição às recomendações desse notável e influente economista. Na verdade, não há oposição alguma. As condições econômicas é que se alteraram e agravaram-se em suas distorções pela teimosa adoção de uma política apropriada a uma fase de apatia da demanda, em plena efervescência de consumo.

### III

No Brasil enveredamos, também, pelo caminho do estímulo ao consumo, mas sob ângulo diferente. Em lugar de favorecer a procura pela elevação da renda do consumidor, em prejuízo da capacidade de produzir, impuzemos desajustamentos à produção, por meio de amplo e intenso subsídio ao consumo.

Nos Estados Unidos o exagero da absorção do lucro das empresas levou-as a recorrer ao crédito. A expansão creditícia tendo ultrapassado os limites da poupança, provocou a expansão dos meios de pagamento, com o persistente movimento inflacionário. No caso brasileiro a seqüência dos acontecimentos é diferente mas o resultado é equivalente, embora em proporções astronomicamente maiores.

As atividades governamentais não se limitam ao dispêndio compreendido no Orçamento do Tesouro. Registra-se aí uma situação de equilíbrio. Paralelamente, existe outro Orçamento, o Orçamento Monetário, mantido pelo Banco Central, com múltiplas finalidades: atender algumas somas de investimento de empresas estatais que deixaram de figurar no Orçamento do Tesouro; importâncias destinadas a auxiliar o desequilíbrio financeiro de algumas empresas estatais ou particulares; o essencial, porém, consiste em suprir fundos à rede bancária, principalmente o Banco do Brasil para a concessão de subsídios diretos e oferta de crédito altamente subsidiado. Nos três últimos anos tornou-se acentuada a influência dos empréstimos externos, notadamente em 1978, quando houve uma redução nos subsídios.

Para efeito de comparação com o Orçamento do Tesouro convém adotar o acréscimo anual dos saldos, uma vez que no Orçamento Monetário os saldos são contabilizados cumulativamente. É o que faremos no Quadro VI.

Os recursos do Orçamento Monetário estão considerados no Quadro VII. Verifica-se uma inclinação de maior apelo aos recursos monetários após a persistência da expansão.

Em 1974, houve significativo saldo orçamentário do Tesouro Nacio-

**QUADRO VI**

**CONFRONTO DA RECEITA DO ORÇAMENTO DO TESOUREO COM OS**

**ACRÉSCIMOS DO PASSIVO DO ORÇAMENTO MONETÁRIO E SUAS APLICAÇÕES**

**(Milhões de Cruzeiros)**

Anos	I	II	Vários Dispendios	Subsídios	Total
	Receitas do Tesouro	Acréscimo do Passivo do Orçamento Monetário	( I )	( II )	( III )
1972	37.738	29.717	23.369	6.348	29.717
1973	52.863	41.461	29.968	11.493	41.461
1974	76.810	67.829	25.731	42.098	67.829
1975	95.446	105.441	45.127	60.314	105.441
1976	166.220	196.014	108.127	87.887	196.014
1977	242.893	171.103	86.285	84.818	171.103
1978	349.218	303.543	189.995	113.548	303.543

**FONTE:** Boletim do Banco Central, Setembro, 1979, com os esclarecimentos a seguir: A Coluna I do Quadro é o resíduo da diferença entre a Coluna III e a Coluna II. A Coluna II provém do total do crédito concedido às instituições financeiras, registradas no Boletim, na Coluna 16, pag. 97, ao qual é adicionada a soma dos empréstimos do Banco do Brasil ( Coluna 33, pag. 99 do Boletim ), deduzidas dos recursos próprios do Banco do Brasil ( Coluna 24, pag. 102 do Boletim ) e dos depósitos à vista do Banco do Brasil ( Coluna 38, pag. 103 do Boletim ). Os depósitos bancários são do Banco Central e se utilizados pelo Banco do Brasil constituem transferências. A Coluna III corresponde aos valores consignados pelo Boletim, na Coluna 39 da pag. 99.



**QUADRO VII**  
**BALANÇO CONSOLIDADO DO BANCO CENTRAL ( PASSIVO )**  
(Milhões de Cruzeiros)

Anos	Recursos	A	Recursos	B	C
	Não—Monetários	Acréscimos	Monetários	Acréscimos	B / A Porcentagem
<b>Dezembro</b>					
1971	33.072		23.392		
1972	58.457	25.385	27.724	4.332	17,0
1973	86.866	28.409	40.776	13.052	45,9
1974	141.269	54.403	54.202	13.426	24,6
1975	226.978	85.709	73.934	19.732	23,0
1976	386.174	159.196	110.752	36.818	23,1
1977	501.166	114.992	166.863	56.111	48,7
1978	729.749	228.583	241.823	74.960	32,7
<b>Julho</b>					
1978	610.775		191.435		
1979	878.157	267.382	300.068	108.633	40,6

FONTE: Boletim do Banco Central, Setembro, 1979: Coluna 28, pag. 102; Coluna 39, pag. 103.

nal, aumento dos recursos próprios do Banco Central e do Banco do Brasil e apreciável incremento da reserva monetária (receita do imposto sobre operações financeiras). Nestas condições, as aplicações do Banco Central dependeram menos dos recursos monetários, conforme indica a Coluna C do Quadro VII. A taxa de inflação nesse ano, resulta do impacto do preço de petróleo e da expansão monetária do ano anterior. Nos anos subseqüentes, porém, a indicação “não—monetária” é menos segura. Depois de 1975, aproximadamente a metade do acréscimo dos valores da Coluna A do Quadro VII corresponde à receita da venda de Letras do Tesouro e à soma dos depósitos compulsórios. As Letras são vencíveis em prazo demasiadamente curto para serem equiparadas à poupança. Os depósitos compulsórios (depósitos para importar) geram pressão na procura do crédito, conforme demonstra a evolução dos empréstimos dos Bancos Comerciais.

#### QUADRO VIII

Anos	Empréstimos dos Bancos Comerciais (Milhões de Cruzeiros)	Taxas de Exportação (Porcentagem)
1972	36.338	
1973	50.509	38,9
1974	71.477	41,5
1975	105.592	47,7
1976	156.424	48,1
1977	236.795	51,3
1978	375.333	58,5

FONTE: Boletim do Banco Central, Setembro de 1979, Coluna 5, pag. 216.

Do exposto, podemos chegar às seguintes conclusões: as atividades econômicas da esfera governamental não se limitam ao Orçamento do Tesouro Nacional. Abrangem atividades financiadas por meio do Orçamento do Banco Central. Mas os recursos aí consignados são, em grande parte, próximos a recursos monetários ou integralmente de origem

monetária. As disponibilidades monetárias oscilam de 23% a 48% das disponibilidades "não—monetárias". A tendência é crescer, pois os resgates das Letras do Tesouro e a devolução dos depósitos de importação não oferecem margem para um reforço capaz de financiar as aplicações do Orçamento do Banco Central, como ocorria anteriormente a 1976.

Parcelas dos "Vários Dispendios" advém da falta de controle dos gastos das empresas estatais, agora em vias de disciplina, segundo as medidas tomadas recentemente. Resta a parcela correspondente à conversão em cruzeiros de empréstimos realizados no exterior. Como é pronunciado nosso **déficit** no balanço de pagamentos, esses cruzeiros deveriam ser absorvidos na importação ou no pagamento de serviços dos empréstimos, a serem remetidos para o exterior. Não há motivo para a alegada expansão monetária. Os cruzeiros que se originam da entrada de divisas da exportação ou da entrada de empréstimos são utilizáveis na compra de divisas para importar e para pagar os débitos no exterior. Somente há uma hipótese de permanência de cruzeiros no mercado. É a que resulta da entrada de divisas para mantê-las como reserva, no estrangeiro. Mas nesse caso a operação poderia ser efetivada diretamente pelo Banco Central ou pelo Tesouro, sem suprir o mercado de cruzeiros.

O grande problema reside na Coluna IV do Quadro VI, ou sejam, as transferências do Banco Central para o "Crédito Subsidiado". Em 1972, essas transferências representavam 21% do Orçamento; em 1977, 49%; em 1978, caíam para 37%.

Do exposto depreende-se que com a disciplina da atuação das empresas estatais, recolocação do endividamento no exterior e supressão dos subsídios estaremos sem inflação em nosso país, em prazo curto e sem o prejuízo de um retrocesso na atividade econômica. Fosse as restrições no campo dos investimentos, o produto real sofreria uma diminuição, acarretando desemprego. Mas se a medida incide sobre o consumo, é provável que haja um desconforto inicial para os consumidores, sem, porém, prejudicá-los como empregados ou empresários.

A supressão do subsídio equivale a um choque de oferta ou à inflação autônoma, observada na exposição do Professor Simonsen. Note-se, porém, a distinção por ele

estabelecida. A inflação autônoma representa, em princípio, a elevação de preços relativos de um patamar para outro. É integrada na sucessão generalizada alta dos preços se houver liberal ampliação dos meios de pagamento. Esse o motivo da duvidosa procedência da alegação de ser impossível suprimir a inflação de custo por meio de instrumentos monetários e fiscais.

As medidas de combate à inflação por instrumentos monetários e fiscais quando relacionados à inflação de custo, depende da reversão de expectativa, isto é, a presença de "perspectivas racionais", no dizer de Simonsen. São essas perspectivas que podem contrabalançar a herança de realimentação inflacionária.

De um modo geral, deve ser muito drástica a atuação na dosagem dos meios de pagamento para atingir-se à persistente causa inflacionária. Trata-se de procedimento indireto, demasiadamente penoso. Se formos diretamente à causa é bem provável alcançarmos resultados positivos, sem graves repercussões negativas.

Note-se que o subsídio é concedido não por meio de transferência de renda. Parte substancial do financiamento advém da expansão monetária. É sustentado pela inflação, o que significa ser o subsídio pago pelo próprio subsidiado. Assim sendo, além da desvantagem econômica proveniente do subsídio que prejudica a produtividade dos bens subsidiados, pela segurança da procura e desestímulo às substituições, o financiamento inflacionário adiciona ao erro econômico uma indiscutível farsa econômica. Não somente cometemos um erro com o subsídio como estamos enganando o subsidiado. Oferecemos-lhes alguns produtos a preços ficticiamente baixos mas, de outro lado, exigimos-lhe a compra de grande número de produtos a preços sucessivamente crescentes. No balanço do consumo, ele é profundamente lesado. Daí, reconhecer o logro. Reage, exigindo reajustes salariais. E como perdeu a confiança no Governo que promete combater a inflação, ano após ano, suas reivindicações vão muito além da taxa de desvalorização monetária.

Quando a irritação social atinge a tão delicado ponto de insatisfação, provocadora de graves desajustamentos, seriamente prejudiciais às empresas e, notadamente, aos empregados e à economia em geral, cabe ao Governo eliminar a causa da inflação abruta-

mente. Não se pode prosseguir na política gradualista. Aliás o Diretor Executivo do Fundo Monetário, o Sr. De Larosiere, ao dirigir-se à Assembléia dessa organização, declarou que a morosidade do gradualismo estava impedindo a modificação da expectativa inflacionária.

A supressão dos subsídios, levada a efeito da noite para o dia, acompanhada do descontrole dos preços de produtos, modificaria por completo o ambiente econômico. A expectativa da inflação daria lugar a uma expectativa de confiança na conduta da produção e dos investimentos. Passaria, a prevalecer uma perspectiva mais racional, desprovida de lucratividade especulativa. Em lugar dos preços em alta, haveria inclinação à eficiência, ao esforço do trabalho, à segurança dos lucros, à prudência na obtenção dos resultados. Desapareceriam os desentendimentos entre empregados e empregadores, entre empresas e Governo. A liberdade seria melhor compreendida e devidamente respeitada.

É desse ambiente que necessitamos no mercado de capitais. No momento, pela desconfiança no comportamento da economia, prevalece forte inclinação pela liquidez. Nossa primeira reação é de que a preferência pela liquidez, sugerida por Keynes tem apenas sentido quando os preços estão em baixa, ou, no mínimo, quando se acham estáveis. Não se aceita a hipótese da manutenção de uma disponibilidade quando os preços em geral se acham em alta. Mas acima de certo limite, parte da renda é aplicável em investimentos. Sendo, porém, insegura a previsão a prazo médio e mais ainda a prazo longo, a opção é pela aplicação a prazo curto, o que implica em opção pela liquidez. Essa liquidez difere da disponibilidade em período de estabilidade de preços, quando se renuncia à liquidez, em favor de um investimento de remuneração atrativa. Os preços estando em alta, a soma disponível é imediatamente utilizada no consumo ou em investimentos cuja remuneração supere a desvalorização monetária. Mas se for prolongada a inflação, sem expectativa de decréscimo da taxa inflacionária, as aplicações serão de prazo curto, ou sejam, investimentos com marcante grau de liquidez. Surge, então, a deplorável convergência de liquidez e rentabilidade, convergência possível no mercado financeiro de prazo curto, o mercado monetário, mas impossível no mercado de capitais, onde os investimentos são de prazo longo e mesmo de aplicação permanente.

**FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS**  
**BIBLIOTECA MARIO HENRIQUE SIMONSEN**

O irracional tratamento do imposto de renda que grava fortemente a renda do capital acionário e concede uma tributação módica à renda do capital creditício, vem desestimulando o aumento do capital próprio das empresas. A poupança dirige-se para o crédito e não para o capital. Mais se agrava essa tendência pelos motivos acima indicados. O Quadro IX assinala a intensidade do desestímulo à opção pelo capital de risco.

**QUADRO IX**  
**POUPANÇA FINANCEIRA BRUTA NACIONAL**  
**( FLUXOS ACUMULADOS )**  
**( Milhões de Cruzeiros)**

Anos	Poupança Financeira Bruta Interna	Subscrição de Ações em Dinheiro	Subscrição de Ações em Relação à Poupança (Porcentagem)
1970	37.410	6.813	18,4
1971	62.571	17.053	27,2
1972	84.470	15.525	18,3
1973	128.339	21.287	16,5
1974	151.458	24.038	15,8
1975	286.631	36.230	12,6
1976	379.691	37.704	9,9
1977	575.498	49.296	8,5
1978	846.587	74.788	8,8

FONTE: Boletim do Banco Central, Outubro de 1979, Colunas 20 e 25, pags. 116 e 117.

A elevação da taxa de juros do mercado monetário, depois de 1975, provavelmente reduziu a opção pela subscrição de ações. A alta da taxa de juros, não é apenas consequência da intensidade da desvalorização monetária mas a decorrência adicional do crédito subsidiado que deixa margem diminuta às aplicações a taxas livres do mercado. Esse aspecto foi muito bem ressaltado pelo Professor Simonsen em documento apresentado ao Governo, que tomamos a liberdade de reproduzir no Quadro X.

**QUADRO X****( Milhões de Cruzeiros)****1978**


---

<b>Depósitos à Vista dos Bancos Comerciais</b>		<b>306.570</b>
<b>Encaixe (voluntário e compulsório)</b>	<b>141.896</b>	
<b>Aplicação compulsória em crédito subsidiado</b>	<b>82.779</b>	
<b>Total retirado da livre aplicação dos depósitos à vista</b>		<b>-224.675</b>
<b>Margem livre</b>		<b>81.915</b>
<b>Margem livre dos Depósitos à Vista</b>		<b>81.915</b>
<b>Depósitos a prazo dos Bancos Comerciais e de Investimento</b>		<b>223.255</b>
<b>Letras de Câmbio</b>		<b>134.539</b>
<b>TOTAL</b>		<b>439.709</b>
<b>Total dos empréstimos do Sistema Financeiro com destinos específicos</b>		<b>2.065.000</b>
<b>Relação da disponibilidade líquida sobre o total</b>		<b>21 %</b>

---

Os Bancos Comerciais e os Bancos de Investimento dispoñendo apenas 21% das disponibilidades para empréstimos, cabendo, ainda, aos Bancos Comerciais cobrir os encargos de 224 sobre os depósitos de 306, cumpria-lhes exigir taxas de juros muito elevadas para compensar a perda de receita da vultosa parcela aplicada compulsoriamente a juros subsidiados. O Governo atendendo às críticas dos empresários — inconsistentemente conformados com o subsídio mas revoltados contra a taxa de juros dos empréstimos não subsidiados — adotou a providência de reduzir a taxa de juros correntes.

Em face da limitação da taxa de juros, incluindo a remuneração das cadernetas de poupança, é admissível que tenha havido um afluxo de poupança para a Bolsa de Valores. A evolução dos valores é indicada no Quadro XI.

**QUADRO XI**  
**EVOLUÇÃO DAS NEGOCIAÇÕES DE AÇÕES**  
**NA BOLSA DE VALORES DO RIO DE JANEIRO**  
**Cr\$ 1.000**

1979	À Vista	Valores Máximos de Futuro
1º a 20 de Agosto . . . . .	1.139.492	29.803
21 de Agosto a 10 de Setembro . . . . .	1.752.899	156.024
11 de Setembro a 30 de Setembro . . . . .	2.494.298	71.955
1º a 20 de Outubro . . . . .	3.764.416	220.345
21 de Outubro a 14 de Novembro . . . . .	2.766.948	233.879

É interessante o destaque das seguintes observações de técnicos da "Comissão de Valores": o investimento em ações foi indiretamente beneficiado pelas medidas que reduziram a rentabilidade de diversas alternativas de investimento. A partir de meados de Outubro, o mercado começou a acomodar-se, não somente pelos balanços de algumas empresas estatais, mas pela notícia do aumento do imposto de renda e de maior empenho no controle



dos preços.

O movimento na Bolsa de Valores, o mercado secundário, permite estimular a subscrição de ações, no mercado primário. É preciso, porém, que as cotações dos títulos subam lentamente. Havendo tendência de baixa que esta se reflita na estabilidade do nível das cotações médias. O crescimento do número de operações deve ser, igualmente, módico.

Um mercado bem assistido e sabiamente orientado é um centro de operações que consegue evitar flutuações violentas.

Os corretores estariam em condições de moderar a precipitação de seus clientes, em apoio ao prestígio da Bolsa. Acima, porém, da atitude dos intermediários figura a atitude das empresas, cujo interesse na preservação de um mercado secundário, isento de surpresas, é de grande importância para o desenvolvimento do capital acionário. A lei ao instituir o "capital autorizado", estabeleceu um princípio de grande alcance no que concerne ao impedimento da especulação altista. O capital autorizado permite à empresa manter adequada margem de rápido aumento de capital. Todos os requisitos de segurança foram previamente examinados e aprovados. O aumento de capital não depende de nova assembléia de acionistas, nem do registro adicional na Comissão de Valores Mobiliários. A decisão compete à Diretoria da empresa, sem embaraço algum. Pode ser adotada rapidamente em uma reunião, se os diretores forem lúcidos e sucintos. Desde que a cotação das ações da empresa estejam em alta marcante, a Diretoria manda retirar parcelas de ações mantidas em reserva e vendê-las, no mercado. A venda proporcionará recursos adicionais. É sempre oportuno o reforço financeiro para a empresa. Reduz o ímpeto da valorização e, conseqüentemente, elimina o desastre da baixa que, invariavelmente, é uma seqüência à alta especulativa. Beneficia-se a empresa e, ainda, presta relevante serviço à preservação da confiança do mercado secundário, com a vantagem adicional de suprir-lo de títulos que representam a subscrição de ações e não títulos de investimentos passados.

Observe-se que a conduta da Bolsa deve ser muito prudente pois o

movimento financeiro das operações representa simples transferência de recursos de uns para outros, originados de investimentos passados. Os bilhões de cruzeiros registrados na Bolsa podem significar grandes lucros individuais, sem expressarem lucros empresariais ou acréscimo de renda para o país. É no mercado primário, no mercado de subscrição de ações, que se verifica a possibilidade de realização de investimentos e, portanto, a formação do aumento da renda nacional, em benefício dos investidores, dos empresários, dos empregados e, portanto, do conjunto da economia.

A reforma da lei das Sociedades Anônimas e a instituição da Comissão de Valores trouxeram maior apoio à aplicação da poupança na subscrição de ações. A publicação de balanços explícitos, dotados de informações minuciosas, e a atuação vigilante da Comissão de Valores possibilitaram às instituições especializadas (Bancos de Investimento, Companhias de Seguro, Fundos de Investimento, Fundos de Pensão) uma atuação mais segura, em ambos os mercados, o primário e o secundário.

O simples fato da existência de recomendações legais para a aquisição de ações por parte das aludidas instituições e havendo a isenção de imposto na aplicação da aquisição de quotas dos Fundos Fiscais, explica o aumento das subscrições de ações, a despeito dos obstáculos apontados.

**QUADRO XII**  
**REGISTRO DO LANÇAMENTO DE AÇÕES NOVAS**  
**( Milhões de Cruzeiros )**

<b>Ano</b>	<b>I Boletim do Banco Central</b>	<b>II Comissão de Valores Mobiliários</b>	<b>III Registro de Ações Nitidamente do Mercado</b>
1975	493	493	
1976	1.373	1.373	420
1977	1.905	3.304	1.031
1978	9.363	10.141	5.138
1979 (estimativa)		15.500	

A Coluna III exclui a subscrição de ações de organizações que podem lidar diretamente com os clientes. São lançamentos que não dependem tanto da reação do mercado. A Coluna II é mais correta que a Coluna I ( 1977 ), porque os registros são feitos na Comissão de Valores.

De qualquer modo, a evolução é auspiciosa.

No momento, os Fundos de Pensão são as instituições mais atuantes. Os Fundos de Investimento pouco operam na subscrição de ações — sua precípua finalidade — em face do imperativo do resgate das quotas que obriga a preservação em carteira de títulos facilmente vendáveis.

A esse propósito, volto a insistir nas seguintes considerações:

As quotas dos Fundos de Investimento, em lugar de serem resgatáveis, deveriam ser transacionáveis no mercado, tal como as ações. Se modalidades de pagamento ao credor (empréstimos ou depósitos a prazo) dispõem de certificados para atender à liquidação prematura, por que no caso de investimento em capital acionário, a liquidez há de repousar no resgate da quota? A meu ver, é exigência contrária à firmeza e à rentabilidade dos Fundos de Investimento. Constitui sério obstáculo a uma instituição capaz de imprimir grande impulso ao capital acionário.

No que se refere ao Fundo de Investimento Fiscal parece-me que não deveria haver certificados de quotas. Quem deixa de pagar imposto para aplicar a soma em um Fundo de Investimento há de mantê-la **indisponível**. O contribuinte adquire uma **fonte de renda** e, de modo algum, um **capital disponível**. O Estado deixa de auferir o imposto no propósito de que a soma renunciada pelo Tesouro seja aplicada e reaplicada em investimentos, no curso do tempo. Não cabe restituição alguma. O contribuinte mantém uma fonte de renda e aos seus herdeiros deixa uma fonte de renda. Não possui um capital disponível, nem cede aos herdeiros uma disponibilidade de capital. Mantém e deixa de herança uma **renda** sobre a qual incide o imposto. O Estado renuncia ao recebimento do imposto no ano da concessão do incentivo fiscal para, posteriormente auferir o imposto que incidirá sobre a renda gerada pelo investimento

realizado pelo Fundo Fiscal. A quota adquirida pelo contribuinte, decorrente da isenção concedida pelo Tesouro, redonda, mais tarde, em base tributária para sucessivas arrecadações de receita fiscal.

## ENSAIOS ECONÔMICOS DA EPGE

- 1 — **Análise Comparativa das Alternativas de Política Comercial de um País em Processo de Industrialização** — Edmar Lisboa Bacha — 1970 (ESGOTADO)
- 2 — **Análise Econométrica do Mercado Internacional do Café e da Política Brasileira de Preços** — Edmar Lisboa Bacha — 1970 (ESGOTADO)
- 3 — **A Estrutura Econômica Brasileira** — Mario Henrique Simonsen — 1971 (ESGOTADO)
- 4 — **O Papel do Investimento em Educação e Tecnologia no Processo de Desenvolvimento Econômico** — Carlos Geraldo Langoni — 1972 (ESGOTADO)
- 5 — **A Evolução do Ensino de Economia no Brasil** — Luiz de Freitas Bueno — 1972
- 6 — **Política Anti-Inflacionária — A Contribuição Brasileira** — Mario Henrique Simonsen — 1973 (ESGOTADO)
- 7 — **Análise de Séries de Tempo e Modelo de Formação de Expectativas** — José Luiz Carvalho — 1973 (ESGOTADO)
- 8 — **Distribuição da Renda e Desenvolvimento Econômico do Brasil: Uma Reafirmação** — Carlos Geraldo Langoni — 1973 (ESGOTADO)
- 9 — **Uma Nota Sobre a População Ótima do Brasil** — Edy Luiz Kogut — 1973
- 10 — **Aspectos do Problema da Absorção de Mão-de-Obra: Sugestões Para Pesquisas** — José Luiz Carvalho — 1974 (ESGOTADO)
- 11 — **A Força de Trabalho no Brasil** — Mario Henrique Simonsen — 1974 (ESGOTADO)
- 12 — **O Sistema Brasileiro de Incentivos Fiscais** — Mario Henrique Simonsen — 1974 (ESGOTADO)
- 13 — **Moeda** — Antonio Maria da Silveira — 1974 (ESGOTADO)
- 14 — **Crescimento do Produto Real Brasileiro — 1900/1947** — Claudio Luiz Haddad — 1974 (ESGOTADO)
- 15 — **Uma Nota Sobre Números Índices** — José Luiz Carvalho — 1974 (ESGOTADO)
- 16 — **Análise de Custos e Benefícios Sociais I** — Edy Luiz Kogut — 1974 (ESGOTADO)
- 17 — **Distribuição da Renda: Resumo da Evidência** — Carlos Geraldo Langoni — 1974 (ESGOTADO)
- 18 — **O Modelo Econométrico de St. Louis Aplicado ao Brasil: Resultados Preliminares** — Antonio Carlos Lemgruber — 1975
- 19 — **Os Modelos Clássicos e Neoclássicos de Dale W. Jorgenson** — Eliseu R. de Andrade Alves — 1975

- 20 — **Divid: Um Programa Flexível para Construção do Quadro de Evolução do Estado de uma Dívida** — Clóvis de Faro — 1974
- 21 — **Escolha Entre os Regimes da Tabela Price e do Sistema de Amortizações Constantes: Ponto—de—Vista do Mutuário** — Clóvis de Faro — 1975
- 22 — **Escolaridade, Experiência no Trabalho e Salários no Brasil** — José Júlio Senna — 1975
- 23 — **Pesquisa Quantitativa na Economia** — Luiz de Freitas Bueno — 1976
- 24 — **Uma Análise em Cross—Section dos Gastos Familiares em Conexão com Nutrição, Saúde, Fecundidade e Capacidade de Gerar Renda** — José Luiz Carvalho — 1978
- 25 — **Determinação da Taxa de Juros Implícita em Esquemas Genéricos de Financiamento: Comparação Entre os Algoritmos de Wild e de Newton—Raphson** — Clóvis de Faro — 1978
- 26 — **A Urbanização e o Círculo Vicioso da Pobreza: O Caso da Criança Urbana no Brasil** — José Luiz Carvalho e Uriel de Magalhães — 1979
- 27 — **Microeconomia — Parte 1 — Fundamentos da Teoria dos Preços** — Mario Henrique Simonsen — 1979
- 28 — **Análise de Custos e Benefícios Sociais II** — Edy Luiz Kogut — 1979
- 29 — **Contradição Aparente** — Octávio Gouvêa de Bulhões — 1979

