

ANTONIO CLAUDIO SOCHACZEWSKI

**DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E FINANCEIRO  
DO BRASIL  
1952-1968**

DEDALUS - Acervo - FEA



20600000967

**TRAJETÓRIA**  
CULTURAL 

69444

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)  
(Câmara Brasileira do Livro, SP, Brasil)

Sochaczewski, Antonio Claudio, 1942-  
Desenvolvimento econômico e financeiro do Brasil :  
1952-1968 / Antonio Claudio Sochaczewski. -- São  
Paulo : Trajetória Cultural, 1993.

ISBN 85-85232-

1. Brasil - Condições econômicas - 1952-1968
2. Finanças - Brasil I. Título.

93-0721

CDD-332.0981

Índices para catálogo sistemático:

1. Brasil : Finanças : Economia 332.0981
2. Brasil : Sistema financeiro : Economia 332.0981

Copyright©

**TRAJETÓRIA**  
CULTURAL

Trajetória Cultural  
Divisão Editorial da Grano EPC Ltda  
R. Bela Cintra, 746 - 5º andar  
01415-000 - São Paulo - SP - Fone: 255-5830

Editoração

**PEOPLE**   
computação

Quatro C Ensino e Computação Ltda  
Av. Jandira, 452 - 1º A - Moema - São Paulo - SP  
04080-002 - Fax: (011) 241-7711 - Fone: (011) 531-0088

Impressão

**VERVI**

Vervi Indústria Gráfica e Editora Ltda  
R. Freire Farto, 56 - São Paulo - SP  
04343-120 - Fax: (011) 583-3626 - Fones: (011) 579-5284 / 275.1764  
Telex 011-38636

**PREFÁCIO À "EDIÇÃO BRASILEIRA"**

A idéia de fazer uma 'edição privada' deste trabalho surgiu por duas razões. Primeiro, pela intransponível dificuldade que enfrentei junto a potenciais editores em publicá-lo na sua íntegra em face das sugestões de 'condensá-lo', 'reduzi-lo' ou mesmo 'quem sabe eliminar alguns gráficos e tabelas'. Esta tese me havia custado anos preciosos de minha vida (mesmo que sua qualidade não espelhe, nem de longe, este fato) e não admitia ve-la mutilada por razões editoriais e comerciais. Segundo, por ter entendido após vários anos, que a demanda pelo trabalho vinha de alguns círculos acadêmicos restritos, das bibliotecas e dos amigos. Assim, uma edição restrita seria mais do que suficiente para supri-la. Talvez, também, não quisesse suportar um eventual encalhe nas livrarias de uma edição aos milheiros.

Esta edição é uma tradução rigorosa do original, tendo eu resistido à tentação de fazer eventuais correções de conteúdo (não muitas) que o tempo mostrou necessárias. Preferi proceder assim pelas mesmas razões que me levaram a rejeitar as 'sugestões' dos editores. Nada tenho a acrescentar ao prefácio que escrevi há 10 anos, registrando apenas a dor que nos deixou o desaparecimento precoce de Roberto 'Lucas' Gamboa, a quem dedico esta edição.

São Paulo, julho de 1991.

Antonio Claudio Sochaczewski

**FINANCIAL AND ECONOMIC DEVELOPMENT OF  
BRAZIL - 1952-1968**

**A. C. Sochaczewski**

Thesis submitted for  
the degree of Doctor of Philosophy  
in the University of London

The London School of Economics and Political Science

July 1980

## ACKNOWLEDGMENT

It took me a long time to complete this work. During all those years I had to reconcile academic activities with those which ensured my and my family's material survival (which, in Brazil, are not clearly coincidental), apart from being from time to time involved in problems unrelated to both. Therefore, I do not believe that the quality of the work reflects the time spent on it, though it was possible to review early drafts under a more mature and deeper perspective. Several people contributed directly or indirectly to the completion of this work. None of them, however, bear any responsibility for the errors and shortcomings which, undoubtedly, still remain in it.

Professor H. Myint supervised my work and was always a sharp critic but, at the same time, always ready to help with many suggestions. He left me, however, free to defend my own ideas and arguments, within an effective academic spirit. Maria da Conceição Tavares, from whom I am proud to consider myself a student and a friend, always enriched me with her comments and discussions, and especially through her capacity to recognize a forest where I could only see trees. My greatest debt, however, is to Roberto Gamboa, a fine economist and gentle person, who made me understand the importance of the institutional aspects related to the financial system, as the most important tool for its analysis. On the other hand, he gave me a vital support in a very delicate and difficult moment of my life, far beyond one could expect from our deep friendship. I must also mention the others members of the original CERA group of ANDIB, Maria Lucia Horta de Almeida, Jacques Cleiman, Aloisio Teixeira and José Alfredo da Luz, with whom I had valuable discussions on money and finance. My old friend Marcelo de Paiva Abreu read some chapters in early drafts and made helpful comments. Finally, I owe my deepest gratitude to Mr. and Mrs. Sochaczewski (senior) for their ever present love and encouragement, apart from decisive financial support on some difficult hours of tight liquidity.

London, January 1981

---

**ÍNDICE**


---

<b>CAPÍTULO 1</b>	<b>RETROSPECTIVA HISTÓRICA DO SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO</b>	
	1.1 - Introdução	13
	1.2 - Mecanismos de Crédito até 1930	13
	1.2.1 - Geral	13
	1.2.2 - Bancos Comerciais	15
	1.2.3 - Intermediários Financeiros Não-Bancários	18
	1.2.4 - Intermediação Financeira no Período Primário	
	Exportador. Conclusões	21
	1.3 - Intermediação Financeira no Período 1930-1950	24
	1.4 - Panorama em 1950	30
<b>CAPÍTULO 2</b>	<b>TENDÊNCIAS DE LONGO PRAZO DOS BANCOS BRASILEIROS</b>	
	2.1 - Introdução	33
	2.2 - Taxas de Juros e Custos	34
	2.3 - Taxas de Juros e Lucros	45
	2.4 - Crédito Bancário e Expansão Econômica	55
	2.5 - Apêndice	72
<b>CAPÍTULO 3</b>	<b>A ECONOMIA BRASILEIRA DE 1952 A 1961</b>	
	3.1 - Introdução	75
	3.2 - Evolução Econômica no Período	76
	3.3 - As Políticas Econômicas e suas Consequências	80
	3.3.1 - A Política Cambial	80
	3.3.2 - As Políticas de Desenvolvimento	95
	3.4 - O Papel do Setor Público	105
	3.5 - Conclusões	115

<b>CAPÍTULO 4</b>	<b>O SISTEMA FINANCEIRO DE 1952 A 1961</b>	
4.1 - Introdução		117
4.2 - Bancos Comerciais		118
4.2.1 - Estrutura do Sistema Bancário		119
4.2.2 - Relações do Sistema Bancário com as Autoridades Monetárias		122
4.2.3 - Fontes de Fundos dos Bancos Comerciais		132
4.2.4 - Usos de Fundos pelos Bancos Comerciais		141
4.3 - Bancos Oficiais		154
4.3.1 - Banco do Brasil		154
4.3.2 - BNDE		160
<b>CAPÍTULO 5</b>	<b>A ECONOMIA BRASILEIRA DE 1961 A 1968</b>	
5.1 - Introdução		163
5.2 - Condições Econômicas Gerais no Período 1961/68		163
5.3 - O Declínio do Crescimento e a Aceleração da Inflação		166
5.3.1 - Políticas de Câmbio e de Comércio Exterior		166
5.3.2 - Política Fiscal e Monetária		173
5.3.3 - Capitais Externos e o Balanço de Pagamentos		183
5.4 - Crise e Recessão		186
5.4.1 - Interpretações da Crise 1963/66		187
5.4.2 - O Desempenho Econômico de 1963/66		194
5.5 - O Plano Trienal		209
5.6 - O PAEG		219
5.6.1 - Inflação e Crescimento		221
5.6.2 - A Execução do PAEG		231
5.7 - Recuperação e Expansão 1967/68		252

<b>CAPÍTULO 6</b>	<b>O SISTEMA FINANCEIRO DE 1961 A 1968</b>	
6.1 - Introdução		261
6.2 - Tendências Financeiras 1961/68		263
6.3 - Bancos Comerciais		269
6.3.1 - Rede Bancária e Concentração		271
6.3.2 - Fontes de Recursos dos Bancos Comerciais		273
6.3.3 - Usos de Fundos dos Bancos Comerciais		277
6.4 - O Mercado Paralelo		290
6.5 - As Reformas do Sistema Financeiro		293
6.5.1 - A estrutura das autoridades monetárias antes da Lei 4595		294
6.5.2 - A Reforma Bancária		300
6.5.3 - A Correção Monetária		305
6.5.4 - A Reforma do Mercado de Capitais		308
6.5.5 - Fundos Especiais de Financiamento		311
6.5.6 - Conclusão		312
6.6 - Organização, Crescimento e Fortalecimento das Instituições Financeiras Não-Bancárias		313
6.6.1 - Financeiras		313
6.6.2 - O Sistema Financeiro de Habitação		319
6.6.3 - Os Bancos de Investimento		323
	<b>SUMÁRIO E CONCLUSÕES</b>	329
	<b>BIBLIOGRAFIA</b>	339

## CAPÍTULO 1

### RETROSPECTIVA HISTÓRICA DO SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO

#### 1.1. Introdução

O objetivo deste Capítulo é dar uma idéia breve e resumida do sistema financeiro brasileiro até a primeira metade do século 20. Nele não se pretendeu abordar todos os mecanismos de crédito existentes, mas apresentar uma visão geral dos instrumentos de crédito disponíveis na economia brasileira até 1950. Na bibliografia encontramos referências a trabalhos que cobrem extensamente o período.

O capítulo está dividido em duas seções principais. A primeira trata dos mecanismos de crédito até 1930, que corresponde ao período da inserção do Brasil nas correntes do comércio internacional, o chamado 'modelo primário-exportador'. A segunda cobre o período de 1930/50, quando a atividade econômica voltou-se para o mercado interno depois do colapso do comércio internacional em 1929. O objetivo final é obter um quadro do sistema financeiro ao redor de 1950, o que configura o início do trabalho substantivo desta pesquisa.

#### 1.2. Mecanismos de Crédito até 1930

##### 1.2.1. Geral

Nesta seção examinaremos a estrutura do sistema financeiro brasileiro no período anterior a 1930. O sistema financeiro será entendido em seu sentido amplo, isto é, incluindo instituições bancárias e não-bancárias. Não se procederá, por razões de tempo e espaço, um estudo analítico do papel das emissões de moeda pelo governo,

reconhecendo-se, não obstante, que esta exclusão elimina uma parte substancial dos mecanismos de crédito. No entanto, pode-se associar, *grosso modo*, o crescimento da oferta de moeda emitida pelo setor público à necessidade de monetização da fronteira econômica em expansão no País, isolando-se assim o papel dos mecanismos financeiros não-públicos. Foi somente depois de 1930 que o setor público, através do Banco do Brasil e outras instituições especializadas, tomou a si a tarefa de financiar projetos específicos, cumprindo um papel importante no processo de industrialização brasileira.

Se aceitamos o esquema teórico proposto por Cameron (1967 Cap. I) para caracterizar as funções dos intermediários financeiros, quais sejam:

- intermediar poupanças e investimentos
- criar meios de pagamento
- criar capacidade empresarial para o setor industrial

constatamos que o sistema financeiro brasileiro cumpriu a segunda função com razoável sucesso - se bem que uma sucessão de políticas de crédito apertado e fácil tenha se verificado ao longo de sua história. A intermediação de poupanças e investimento concentrou-se quase que exclusivamente nas poupanças externas e nos investimentos do setor exportador, sendo bem recente o aparecimento de mecanismos de poupança voluntária interna. Quanto à terceira função, esta parece não ter sido cumprida, constatando-se uma adaptação do sistema financeiro às necessidades da economia. Somente no período pós-guerra (2ª guerra) é que o setor público tomou a si a função de liderar o suprimento de fundos a alguns setores e regiões prioritários.

O tipo de economia que se desenvolveu no País também contribuiu para o desenvolvimento limitado do sistema financeiro. Com efeito, durante os períodos colonial e primário-exportador o Brasil, no sentido econômico, era um conjunto de mercados isolados, quase que auto-suficientes. Uma consequência desse fato foi o aparecimento de amplas diferenças de preços entre os mercados, com ciclos econômicos localizados e nenhuma transferência de recursos entre eles. Um sistema financeiro desenvolvido, realizando as transferências necessárias, amenizaria as flutuações locais. Mesmo no século 20 esse problema ainda era sentido em profundidade: 'É impossível pensar seriamente no sucesso de um sistema de banco central e na emissão de papel-moeda em um país sem meios de comunicação, tradição de crédito, um sistema de crédito, fundos governamentais centralizados, com finanças desorganizadas, separados por diversos mercados, cada um com suas estações e peculiaridades, onde a maior parte de sua imensa área era e é ainda o sertão'... 'A única explicação para a não catástrofe de um século de moeda inconvertível (como nos Estados Unidos, França e Alemanha) é a contínua expansão da fronteira monetária do País' (Normano, 1939, pg. 246).

É interessante observar que apesar de o País ter sua economia baseada no setor rural, a falta de crédito era mais intensa neste setor de que nas áreas urbanas. O fazendeiro era obrigado a entregar a colheita ao preço oferecido pelo intermediário, preço esse que, muitas vezes, era insuficiente para cobrir as despesas. O crédito era abundante somente durante os auge econômicos. Havia algum crédito - como os 'warrants' - mas estes podiam apenas garantir o produto já colhido e embarcado para os centros comerciais: 'Se examinarmos as estatísticas dos empréstimos e hipotecas realizados durante todo o período republicano pelos bancos e indivíduos tem-se a prova imediata. A esmagadora maioria dos empréstimos feita pelos bancos foi para propriedades urbanas e suburbanas, imóveis, fábricas, títulos de crédito, etc., com uma pequena parte de fato referindo-se a propriedades rurais. Na média, as operações de empréstimo com ativos rurais como garantia eram de curto prazo, e as taxas de juro normalmente variavam de 10 a 15% (Costa, 1918, pág. 266).

Ademais, deve-se observar que 86% desses créditos era concedido por indivíduos e não por bancos (DOT, 1919, pág. 30). Uma das razões do estabelecimento praticamente sem esforço dos ingleses no comércio de importação prendeu-se ao fato de eles oferecerem mercadorias baratas e de boa qualidade, crédito de longo prazo a juros baixos (garantido pelo mercado de dinheiro de Londres) e corretos preços competitivos (Josling, 1963, pág. 5).

Em resumo, podemos afirmar que o sistema financeiro que se desenvolveu nesse período foi completamente direcionado do exterior, ligado aos centros financeiros mundiais, especialmente à City de Londres.

### 1.2.2. Bancos Comerciais

Antes de 1850 a economia brasileira experimentou uma lenta taxa de crescimento; conseqüentemente, as atividades bancárias eram pequenas e limitadas aos bancos oficiais e semi-oficiais.

No entanto, já em 1840 ocorreu um 'boom' bancário que se estendeu até a República. Nos anos 50, 14 bancos, 3 caixas econômicas e 23 companhias de seguro foram fundados e a economia cafeeira pôde contar com esta estrutura financeira para se expandir. Em 1849, J. J. Rodrigues Torres, Visconde de Itaboraí, Ministro da Fazenda, declarou-se um apologista dos bancos, desejando vê-los estabelecidos em todas as províncias para captar as poupanças locais. A economia sentia falta de um melhor sistema bancário e todos os bancos emergidos

antes da reforma bancária de 1853, inclusive aqueles no interior, tinham autorização para emitir papel-moeda, e o sistema era, de certa forma, caótico.

A reforma bancária de 1853 foi uma consequência da pluralidade dos bancos emissores. A reforma criou um banco para operar com depósitos, descontos e emissões. O monopólio de emissão foi conferido a esse banco, o qual estava obrigado a resgatar as emissões dos demais bancos (Calógeras, 1960, pág. 101). No entanto, os direitos de emissão foram gradualmente concedidos a outros bancos e a crise de 1857 uma consequência dessa política liberal.

Na segunda metade do século 19 a Inglaterra tornou-se o centro financeiro mundial e a 'Bill on London' transformou-se na moeda do comércio internacional. Os primeiros bancos ingleses na América Latina datam dos anos 60, tendo sido estrategicamente criados quando o comércio inglês começou a expandir-se.

A política bancária dos ingleses era altamente conservadora, concentrando-se basicamente em empréstimos autoliquidáveis. Nos países em que a taxa de câmbio flutuava amplamente as instruções eram no sentido de se fechar simultaneamente, na medida do possível, remessas e saques. Quando isso não era possível, havia um limite nos saques sobre as matrizes de Londres.

Até o fim do Império, em 1889, diversas instituições financeiras foram criadas, diante da vigorosa expansão da economia. A regulamentação bancária de 1888 foi editada para prevenir os efeitos da abolição da escravatura e autorizou, de novo, a operação de bancos emissores.

Com a República, a reforma bancária procedida por Rui Barbosa, Ministro da Fazenda, aumentou a área de operação dos bancos. Ao fim dos anos 90, para barrar a expansão anárquica da oferta de moeda, o monopólio de emissão foi novamente conferido ao Tesouro; as emissões dos outros bancos foram transferidas para o passivo do Tesouro, tendo sido essa medida violentamente criticada por Rui Barbosa (1892, pág. 201). Em 1891 foram criados 51 bancos em todo o País, aumentando de 38 para 89 o número de estabelecimentos (Sodré, 1964, pág. 195).

Em 1889 foi criada a casa de compensação do Rio de Janeiro, mas fechada no ano seguinte sem ter entrado em operação. Sem compensação de cheques, os bancos tinham de manter grandes montantes em caixa. Pouco depois, em 1896 a autorização de emissão dos bancos foi cancelada, e o monopólio retornou ao Tesouro.

O sistema bancário foi atingido pela crise do Encilhamento ao final de 1900, quando 17 estabelecimentos foram liquidados. Com a eliminação dos estabelecimentos marginais criados durante a inflação dos anos 90, o ano de 1900 marcou o início de intensas atividades bancárias, e a rede expandiu-se nas primeiras duas décadas do século 20.

Nesse período, o quase-monopólio dos bancos ingleses no setor externo começou a ser desafiado pelos bancos alemães e posteriormente pelos bancos norte-americanos. A primeira guerra foi o ponto de inflexão na predominância dos bancos ingleses. As razões apontadas para a expansão dos bancos dos Estados Unidos em direção à América do Sul foram:

- elevação do comércio entre os EE.UU. e a América do Sul;
- elevação do superávit dos EE.UU., a ser usado em investimentos externos em proporção às decrescentes oportunidades internas;
- a flexibilidade dada ao sistema bancário norte-americano pela Federal Reserve Law;
- o enorme superávit de balanço de pagamentos, deixado pela guerra, na América do Sul, que podia ser usado para importação de produtos norte-americanos (Lough, 1915, pág. 8-9).

Um aspecto que é constantemente reiterado em quase todos os estudos procedidos sobre esse período diz respeito à especulação com o câmbio praticada pelos bancos estrangeiros. Essas instituições compravam ouro ou títulos pagáveis em ouro durante o período de exportação do café (julho, agosto) quando a taxa de câmbio se elevava, e vendiam quando as importações aumentavam (maio), realizando grandes lucros. Rui Barbosa apresentou abundante evidência empírica da pressão exercida por bancos estrangeiros sobre a taxa de câmbio (1892, pág. 153).

Em 1919 o Banco do Brasil criou seu sistema de compensação de cheques e em 1921 a Carteira de Redesconto. Desde o início do século havia um crescente uso de cheques e notas do Tesouro, em detrimento das moedas metálicas. O sistema financeiro tornava-se

gradualmente mais complexo e desenvolvido. Ao longo da década de 20 cada vez mais os bancos assumiam o papel de intermediários em transações comerciais, abandonando por completo suas atividades de emissão. Em 1929 o sistema bancário era razoavelmente desenvolvido e forte o bastante para resistir à depressão econômica.

### 1.2.3. Intermediários financeiros não-bancários

Antes do estabelecimento de um sistema bancário organizado, e paralelamente ao seu desenvolvimento, diversos mecanismos de crédito apareceram de forma a suprir as necessidades financeiras da economia. Nesse sentido consideraremos como intermediários financeiros não só os estabelecimentos institucionalizados, mas também qualquer atividade relacionada ao crédito ou ao processo de poupança-investimento. As referências aos intermediários financeiros não-bancários são escassas na literatura e muitas vezes tornou-se impossível identificar exatamente as atividades dessas instituições.

Sem dúvida as primeiras operações de crédito não bancário que tem referência permanente foram aquelas realizadas pelas casas comerciais ligadas ao complexo importador-exportador. Em particular, as casas comerciais inglesas estabelecidas na primeira metade do século 19 tiveram um importante papel nesse tipo de transação. Até o final do século elas controlavam a maior parte do complexo importador-exportador, sendo então substituídas por comerciantes portugueses e alemães nos negócios de importação e por norte-americanos no comércio de exportação.

Essas casas concediam crédito para produtores de exportações, que sacavam contra a entrega futura de suas colheitas. Seus métodos comerciais foram pioneiros na economia: 'Em 1850 os importadores ingleses no Rio de Janeiro assinaram um acordo para restringir as condições de crédito, limitando o período de pagamento a 8 meses e recusando-se a participar de outras práticas dos comerciantes locais, por eles consideradas fora dos padrões de negócios. Mas eles não tiveram sucesso em manter essa posição de predominância e em 1878 um americano indicava que algumas casas de importação tinham até meio milhão de dólares aplicados em créditos aos compradores' (Graham, 1972, pág. 94). Trinta anos mais tarde as condições concedidas aos consumidores foram consideradas 'injustamente generosas' pela indústria brasileira. Os produtores também recebiam créditos dos exportadores: 'Assim, as duas pontas da importação-exportação eram lubrificadas por crédito britânico' (ibid., pág. 80).

Diversas casas comerciais tinham interesses em outras atividades, especialmente nos ramos ligados ao setor exportador como ferrovias, navegação, etc. Em 1906 um exportador

de café (Greene) criou uma companhia de armazéns para estocar café. Em 1910 criou-se uma companhia de controle de estoques, The Brazilian Warrant Co., obviamente em oposição aos intermediários do café.

Para o crédito comercial em geral e para aquele não diretamente ligado ao complexo exportador-importador criaram-se casas bancárias privadas. Essas casas faziam empréstimos mercantis e alguns empréstimos pessoais, operando como verdadeiros bancos. Antes da regulamentação bancária de 1853 a constituição reservava ao Parlamento o direito de legislar sobre matéria monetária, mas as necessidades comerciais nas províncias levaram à criação de diversas instituições bancárias privadas, que muitas vezes eram sancionadas *a posteriori* pelas Câmaras locais. No entanto, a taxa legal de 6% muitas vezes impedia o estabelecimento dessas instituições pois a taxa de mercado era muito superior a este percentual (Normano, 1939, pág. 56)

Essas casas bancárias alcançaram uma importante posição no mercado financeiro a ponto de, em 1864, a falência de uma delas, a A. J. Souto, levar a praça do Rio de Janeiro a experimentar uma de suas maiores crises. Com o desenvolvimento dos bancos como sociedades por ações essas casas enfrentariam uma competição crescente até praticamente desaparecerem ao final do século.

Quando o café iniciou sua expansão, o Comissário era o principal vínculo na cadeia de comercialização do produto: 'O café é uma economia monetizada, ele requer dinheiro, ele traz dinheiro, ele depende de dinheiro. A figura do Comissário em Santos é característica desta produção: ele é o financiador da colheita, proprietário da hipoteca sobre a fazenda, o agente de venda do café e, é claro, o conselheiro do fazendeiro. O fazendeiro, se é rico, vive no exterior ou no Rio de Janeiro envolvido na política; se ele não pertence à 'alta sociedade', ele continua sua via solitária de seus ancestrais na fazenda. Se ele é um pequeno fazendeiro, ele não tem, é claro, contatos com os bancos e os exportadores. Em qualquer caso o fazendeiro não pode competir com o Comissário no conhecimento dos mecanismos da economia monetária. O Comissário tem os contatos com os banqueiros nacionais e estrangeiros, com os importadores estrangeiros e os exportadores locais, e tem melhor visão da situação do café e do mercado de dinheiro. Assim, o Comissário tornou-se o agente dos agricultores. A agricultura tornou-se comercializada' (Lough, 1915, pág. 27).

O Comissário permaneceu no controle da intermediação do café até o final do século, quando as casas exportadoras começaram a enviar seus empregados para tratar diretamente com os produtores. Com a gradual modernização da economia o Comissário perdeu lentamente suas funções e nas primeiras décadas do século 20 praticamente havia

desaparecido. O papel do Comissário de controlador da comercialização do café foi assumido pelos bancos, especialmente por bancos estrangeiros.

O sistema de hipotecas de terras foi desenvolvido nesse período e na virada do século estava institucionalizado: 'Em diversos países da América do Sul há um sistema bem organizado de bancos hipotecários rurais seguindo os modelos europeus. Em alguns casos os bancos são de propriedade e operados pelo governo nacional e em outros casos recebem algum apoio especial ou garantia... O plano sob o qual todos eles operam é o seguinte: o proprietário da terra que deseja levantar dinheiro sob hipoteca contata o banco e pede uma investigação e avaliação cujas despesas ele geralmente paga. Se a propriedade está desembaraçada de outros ônus e se ela preenche outras condições, o banco entrega ao proprietário títulos hipotecários, em valores convenientes, até uma certa proporção, geralmente de 50% da avaliação. Estes títulos hipotecários são parte de uma série, e cada um deles não são garantidos por qualquer parte específica da propriedade, mas por toda ela coberta pela série: também são garantidos pelo crédito do banco emissor. O proprietário, então oferece os títulos à venda através de um corretor, e assim obtém os fundos desejados. Ele paga ao banco uma pequena comissão, de 1/4 a 1% por seus serviços' (DOT, 1919, pág. 30). No entanto, uma grande parte das hipotecas rurais era feita por indivíduos, privadamente. Algumas estimativas, relativas a 1889, dão conta que 86% do crédito rural (especialmente para pequenos produtores) vinha de emprestadores privados (Carreira, 1889, pág. 699).

Poucas referências existem sobre dois tipos de intermediários financeiros na história financeira do Brasil até 1930, a saber as Caixas Econômicas e as Companhias de Seguro.

Em 1850 foi criada a Caixa Econômica da Bahia, constituída com o propósito de interesse mútuo dos sócios, e seus fundos foram divididos em ações de 10\$000. Esse banco descontava títulos comerciais, títulos de clientes e qualquer outro título governamental. Por outro lado, concedia empréstimos contra depósitos de prata, ouro e jóias, e recebia depósitos em conta corrente (Rocha, 1905, pág. 25). Esta era, no geral, a modalidade de operação das demais Caixas criadas posteriormente.

Com a exceção de seguros ligados ao transporte de mercadorias no longo curso, as primeiras referências a companhias de seguro operando internamente no Brasil datam de 1919. Existiam nesse ano 13 companhias de seguro marítimo e de incêndio no Rio de Janeiro, e 26 nos demais estados. No ramo de seguros gerais existiam 18 companhias estrangeiras, sendo 8 britânicas, 6 alemãs, 2 portuguesas e 2 francesas (DOT, 1925, pág. 38). Em 1924 existiam em operação 92 companhias, sendo 64 brasileiras (44 territoriais e

marítimas e 18 de seguros de vida) (Graham, 1972, pág. 5). No entanto, não existe referência de qualquer tipo ao uso de fundos feito por essas companhias, sendo portanto difícil identificar seu papel no sistema de crédito do País.

#### 1.2.4. Intermediação financeira no período primário-exportador. Conclusões

As necessidades de financiamento da economia no período primário-exportador estavam ligadas quase que exclusivamente ao setor exportador, configuradas no crédito à produção e comercialização, e na realização de obras de infra-estrutura. O dinamismo da economia estava associado à demanda externa e à atividade econômica relevante direcionada para fora do País. O sistema financeiro que se desenvolveu nessas circunstâncias representava um elo entre a produção interna e a demanda externa, viabilizando o fluxo de produtos para os centros consumidores. Os mecanismos financeiros eram quase sempre implementados fora do País, ou quando acionados internamente, consistiam simples extensão dos centros financeiros internacionais.

##### i) O sistema financeiro e a produção

Nas economias agrícolas e pecuárias - ao contrário das altamente capitalizadas economias baseadas na mineração - a acumulação de capital no setor produtivo se dava quase que exclusivamente com recursos internos. A economia brasileira não era exceção a essa regra.

Com efeito, o investimento na economia cafeeira é basicamente realizado em terra e plantações, onde os requisitos de capital são pequenos. Assim, a produção de café pôde ser expandida no século 19 com bastante facilidade dada a oferta elástica de terra adequada e as correntes de imigração que solucionaram o problema de mão-de-obra. Por outro lado, os métodos de exploração da terra através da mão-de-obra escrava ou assalariada, no qual os próprios trabalhadores provêm sua subsistência, reduziram significativamente as necessidades de capital de giro. Somente o consumo dos proprietários necessitava de financiamento externo. A produção de café portanto, pôde ser expandida sem precisar um forte apoio de um sistema financeiro organizado.

Essa poderia ser uma das razões das constantes crises de superprodução, posto que o volume ofertado de café, não estando condicionado a recursos financeiros limitados, não tinha outros mecanismos regulatórios. Se a oferta dependesse substancialmente de fundos externos, o setor comercial ligado aos centros de consumo teria limitado automaticamente o volume de produção.

As necessidades de financiamento externo ao setor cafeeiro se elevavam durante as crises do comércio internacional, e ainda na medida em que este utilizava crescentemente o trabalho assalariado. Uma vez abolido o tráfico de escravos, o capital investido nessa atividade foi direcionado para o setor produtor. Antes disso, os traficantes financiavam as compras de escravos pelos fazendeiros, usando-se a terra como garantia da operação. Dessa maneira, muitas propriedades passaram às mãos dos traficantes de escravos.

No entanto, foi com a abolição do trabalho escravo, em 1888, que surgiu a demanda por financiamentos do setor. Eliminada a escravatura, os produtores encontraram-se, de um golpe, sem seus valiosos 'ativos' usados como garantia de empréstimos para a produção.

Anteriormente, em 1886, o Banco do Brasil havia criado uma Carteira Hipotecária para suprir crédito rural a juros baixos. Os bancos estrangeiros, por outro lado, em particular os bancos ingleses, sempre se mostraram muito reservados em conceder empréstimos à produção, e operavam basicamente com as casas exportadoras. A regulamentação bancária de 1888 forçou os bancos a realizarem empréstimos rurais em troca do direito de emissão. Quando a abolição foi votada no Parlamento, negou-se qualquer indenização aos proprietários de escravos mas concordou-se em que eles deveriam ser apoiados por concessões de crédito.

Na medida em que o sistema econômico se tornava mais complexo, os fazendeiros enfrentavam crescentes dificuldades pela falta de crédito. Duas hipóteses podem ser levantadas para explicar a permanente escassez de crédito rural. Por um lado, é de se supor que as atividades rurais não oferecessem suficientes garantias para empréstimos, preferindo os bancos operar com o setor comercial, deixando o crédito à exportação nas mãos dos intermediários. Sem dúvida esta era a política dos bancos ingleses, que raramente faziam empréstimos à economia do café. Por outro lado, pode ser que a permanente situação de aperto do crédito enfrentada pelos produtores favorecesse uma política oligopolística dos exportadores de café e dos bancos a eles ligados. De qualquer maneira, parece que ambas razões estavam presentes, tornando o crédito rural sempre difícil e escasso.

## ii) O sistema financeiro e as exportações

O setor financeiro concentrava suas operações na fase de comercialização. A cadeia de intermediação do café era longa e cada transação necessitava financiamento: o trabalhador, o proprietário, o comissário, o banco e o exportador. Durante o Império, nas cidades costeiras, os comissários atuavam como financiadores dos fazendeiros e colocavam sua produção: eles realizavam adiantamentos aos produtores de café, supriam, também

adiantadamente, todos os bens que estes necessitavam e tinham uma conta corrente em seu nome. Após a colheita, o fazendeiro lhe enviava sua produção e o comissário a vendia para as casas exportadoras creditando a receita ao fazendeiro, enviando-lhe o saldo ou solicitando cobertura no caso de um déficit' (Josling, 1963, pág. 64).

Com a República, aproveitando-se da crise da última década do século 19, as casas exportadoras, financiadas pelos bancos estrangeiros, começaram a enviar seus funcionários para tratar diretamente com os fazendeiros, eliminando o comissário. A comercialização do café, que até então estava em mãos de brasileiros, começou a ser controlada por casas estrangeiras, perdurando essa situação até a 3ª década do século 20, quando as fases internas da comercialização passaram a ser controladas por uma instituição centralizada brasileira.

O setor exportador-importador foi responsável pela formação de uma rede financeira nacional, pois os bancos tinham de manter agências em diversos pontos do País para transferir os saldos: por exemplo, enquanto São Paulo e Pará eram estados com exportações líquidas, Pernambuco e Bahia eram importadores líquidos (o porto principal, na verdade, era o Rio de Janeiro, por onde passava a maior parte das importações e exportações).

## iii) O sistema financeiro e a infra-estrutura

A expansão do café levou à necessidade do desenvolvimento de infra-estrutura, basicamente ferrovias para o transporte da produção. A construção dessas ferrovias favoreceu a transformação de vastas regiões em produtoras de café.

Quase todas as ferrovias que serviam à economia cafeeira estavam vinculadas, de alguma forma, ao mercado financeiro inglês. As casas bancárias inglesas financiavam generosamente a construção de ferrovias, não somente pelo caráter altamente lucrativo do empreendimento, mas também por seus efeitos indiretos de baratear os custos de produção e pela demanda que esses investimentos exerciam por bens de capital britânicos.

Os investimentos em infra-estrutura também se concentravam em outros setores ligados à atividade exportadora como portos, melhorias nas cidades, etc. O ponto importante a sublinhar é que a esmagadora maioria dos investimentos realizados durante o auge da economia do café concentrou-se em obras ligadas direta ou indiretamente ao setor

exportador. Nessas operações os bancos estrangeiros desempenhavam um importante papel como intermediários nos empréstimos governamentais e como garantidores financeiros do investimento direto.

#### iv) O sistema financeiro e as importações

Em uma economia aberta, como a economia primário-exportadora do Brasil, o comércio de importação também se constituía em um importante segmento de atividade do sistema financeiro. As casas importadoras eram, geralmente, de propriedade de comerciantes ingleses, que supriam crédito à importação para todo o tipo de produtos, inclusive bens de capital para indústria. Elas formavam, juntamente com os bancos e as casas exportadoras, um sólido núcleo comercial que controlava os setores chave da economia.

Com o gradual 'fechamento' da economia e o desenvolvimento da indústria interna, as casas importadoras perderam sua importância e praticamente desapareceram na segunda metade do século 20.

### 1.3. Intermediação Financeira no Período 1930-1950

Nesta seção trataremos, de forma condensada, da evolução do sistema financeiro brasileiro durante o período 1930-50, de forma a se obter uma visualização adequada de sua situação por volta de 1950.

Em relação ao sistema financeiro, podemos considerar que o período apresenta duas características distintas. Assim, nos 15 anos do regime de Vargas (1930-45) o setor público elevou substancialmente sua intervenção na economia em geral e no setor financeiro em particular. Além de todos os controles introduzidos depois do colapso do comércio internacional em 1930, o Estado aumentou gradualmente sua participação no sistema de crédito: o Banco do Brasil tinha em 1948 o controle de 1/4 do crédito total do País. A segunda característica diz respeito ao estabelecimento de um sistema bancário 'nacional' em detrimento dos bancos estrangeiros. Parece óbvio que o gradual 'fechamento' da economia tornaria esse movimento inevitável. No entanto, mesmo depois de 1945, quando as linhas internacionais de comércio foram restabelecidas, os bancos estrangeiros não conseguiram recuperar sua antiga posição de predominância.

Em 1931 os credores do Brasil na Inglaterra, especialmente a casa Rotschild, enviaram Sir Otto Niemeyer, diretor do Banco na Inglaterra, em missão ao Governo Brasileiro (1). Além das recomendações de política monetária, fiscal e comercial, o relatório apresentado pela missão também continha algumas sugestões para criação de um Banco Central, incluindo em seu apêndice uma proposta de estatutos do futuro banco (Niemeyer, 1931).

O projeto de criação de um Banco Central previa uma instituição independente do Banco do Brasil, com um capital máximo de 60 milhões de cruzeiros; os bancos comerciais deveriam subscrever 50% de suas ações, isto é, o banco deveria ser gerenciado pelo setor privado. Sua principal função seria controlar a estabilidade da moeda. Ele deveria assumir a dívida federal e a dívida e a Carteira de Redescontos do Banco do Brasil. Deveria também operar no mercado aberto, criando para tal finalidade títulos federais.

Nenhuma dessas medidas foi colocada em prática. Não obstante, ao contrário do que ocorrera em períodos anteriores, a partir de 1930 os bancos comerciais não mais desfrutariam de sua antiga liberdade. O Banco do Brasil passou a exercer, gradualmente, controles mais apertados sobre o setor. As emissões de moeda, ainda que sob monopólio do Tesouro, eram na verdade procedidas pelo Banco do Brasil, através da Carteira de Redescontos e da Caixa de Mobilização Bancária, que atendiam aos bancos em dificuldades.

O sistema bancário também se expandiu paralelamente à aceleração industrial ocorrida a partir de 1930. Apesar dos controles, os bancos não eram submetidos a requerimentos mínimos de caixa e o crédito podia se expandir sem limite teórico, como se pode verificar no Quadro 1.1.

Quadro 1.1.  
Relação encaixe/depósito (%)

1931	- 15,5	1936	- 9,1	1941	- 8,1	1946	- 7,5
1932	- 15,0	1937	- 12,1	1942	- 9,8	1947	- 6,8
1933	- 12,6	1938	- 10,7	1943	- 7,7	1948	- 6,9
1934	- 10,6	1939	- 8,9	1944	- 7,1	1949	- 7,3
1935	- 9,8	1940	- 8,0	1945	- 7,1	1950	- 7,7

Fonte: Movimento Bancário Brasileiro, 1969/70, pág. 7.

(1) Para um excelente relato dos motivos e recomendações da missão veja Abreu 1977, cap. 3.

Mas foi durante a guerra que a rede bancária expandiu-se vigorosamente. Um grande número de bancos e casas bancárias foi organizado no início dos anos 40 - muitos deles com objetivos meramente especulativos. Alguns possuíam apenas um capital nominal, e mesmo essa pequena quantia, necessária para se fazer o depósito legal inicial, provinha de empréstimos. Uma vez organizados, obtinham depósitos dos institutos de previdência social ou outras instituições semi-oficiais, através de suas conexões pessoais ou mediante oferecimento de taxas de juros mais elevadas. Além disso, a especulação imobiliária ocorrida durante e após a guerra ensejou a instalação de diversas casas bancárias e pequenos bancos, criados para operar exclusivamente no mercado de construção de imóveis.

Durante a guerra o crédito bancário esteve fora de controle e a inflação foi seguida de perto por uma forte expansão de depósitos, que se elevaram em quase quatro vezes entre 1939 e 1946. O número de bancos aumentou de 277 para 476 e as agências de 741 para 1.627, no mesmo período (Overseas Economic Studies, 1948, pág. 12). Nesses anos de rápido crescimento das atividades bancárias muitos empréstimos de natureza duvidosa ou mesmo especulativa foram realizados e diversas vezes os bancos se viram em dificuldades, por falta de liquidez ou ausência de ativos realizáveis a curto prazo.

A inflação crônica que acompanhou a expansão dos bancos e da economia em geral teve uma conseqüência importante que não seria solucionada, até a década de 60: a excessiva concentração do crédito bancário nas atividades correntes (isto é, crédito de curto prazo) em detrimento de crédito para investimento. A inflação impediu a realização de operações a longo prazo e o estabelecimento de instituições especializadas nesse tipo de crédito. É importante fixar esse ponto para se entender como a expansão de 1950/60 foi financiada. A inflação e a conseqüente capitalização interna das empresas privadas, por um lado, e a criação de agências de desenvolvimento, a manutenção de subsídios cambiais à importação de equipamentos e a existência de uma infra-estrutura básica instalada pelo setor público, por outro, explicam como um setor industrial e de serviços 'moderno' registrou uma alta taxa de expansão a partir de meados dos anos 50, mesmo na ausência de um sistema bancário capaz de prover crédito de longo prazo ou de um mercado de capitais desenvolvido. Essa discussão será obviamente retomada mais adiante nesse trabalho.

Mencionou-se, ainda, a persistente inexistência de instituições dispostas a financiar atividades outras que não urbanas, como atestam constantes esforços e proposições destinadas à criação de um banco de crédito rural. O problema tornou-se quase uma obsessão para a maioria dos autores da época, tendo sido solucionado, em caráter parcial, através da criação da Carteira de Crédito Rural do Banco do Brasil, em 1938. A Lei que criou esse departamento também previu a instituição de títulos rurais. No entanto, dada a pequena aceitação dos mesmos pelo público, o Governo autorizou (isto é, obrigou) as

Caixas Econômicas e os Institutos de Previdência a subscreverem 15% de sua emissão (Souza Costa, 1941, pág. 122). Em agosto de 1934 criou-se o Banco Nacional de Crédito Rural, o qual, na prática, nunca chegou a operar. Todos os projetos de reforma bancária apresentados no período continham propostas explícitas de criação de um banco rural, que jamais chegou a ser organizado.

Nesse período o Banco do Brasil consolidou-se como o principal banco comercial, ao tempo em que controlava o sistema bancário através da Carteira de Redescontos. Era, também, o agente financeiro do Governo (que controlava 50% de seu capital), responsável pela operação de suas diversas contas. Além disso, exercia a função de agente das emissões de títulos federais, realizava empréstimos à União, Estados e Municípios e recolhia suas receitas.

Em 1945 foi criada uma instituição para executar a política monetária: a Superintendência da Moeda e do Crédito-SUMOC. Ela foi constituída em uma época de sérias preocupações quanto à situação inflacionária 'com o objetivo imediato de manter o controle sobre o mercado monetário e preparar a organização de um banco central'. Suas funções foram descritas como:

- requisitar ao Tesouro a emissão de papel-moeda;
- receber depósitos dos bancos;
- fixar, quando necessário, a taxa de juros aplicável a novas contas dos bancos, casas bancárias e caixas econômicas;
- fixar mensalmente as taxas de desconto e de juros dos empréstimos bancários, permitida a diferenciação de taxas em função das regiões e das peculiaridades da transação;
- autorizar a compra e venda de ouro e divisas;
- autorizar empréstimos aos bancos por prazo não superior a 120 dias, garantidos por títulos do governo federal até um limite de 90% de seu valor de mercado;
- dirigir a inspeção dos bancos;
- dirigir a política de câmbio e as operações bancárias em geral;
- promover a compra e venda de títulos do governo federal no mercado;
- autorizar o redesconto de títulos e empréstimos de acordo com a legislação vigente.

Na prática a SUMOC era controlada pelo Banco do Brasil, que indicava 4 de seus 6 diretores. A SUMOC dirigia as Carteiras de Redescoto, Câmbio, Exportação e Importação e a Caixa de Mobilização Bancária do Banco do Brasil. Este último operava como banco comercial através de sua Carteira de Crédito Geral, e como banco de desenvolvimento através da Carteira de Crédito Agrícola e Industrial, responsável pelo suprimento de créditos de longo prazo.

Foi observado anteriormente que nesse período estabeleceu-se um sistema bancário nacional. Dois motivos podem ser apontados para explicar a importância decrescente dos bancos estrangeiros. Em primeiro lugar, o colapso financeiro internacional de 1929, aliado à gradual diminuição da importância do setor externo do país, eliminou uma área de atuação onde os bancos estrangeiros mantinham absoluta predominância. O controle das operações cambiais pelo governo (ainda que ocorressem liberalizações esporádicas) representou um sério choque para os bancos estrangeiros, os quais normalmente não operavam no mercado interno (como atividade primordial), perdendo assim, gradualmente, posição para os bancos locais. Em segundo lugar, a tendência nacionalista adotada pelo regime de Getúlio Vargas reduziu ainda mais suas perspectivas de expansão. A Constituição de 1934 estabeleceu a 'progressiva nacionalização dos bancos e companhias de seguro'. A Constituição de 1937 liberalizou essa disposição, estabelecendo que 'os bancos de depósitos e companhias de seguro já autorizados a operar no país terão um período razoável para cumprir com estes requisitos' (Wythe, 1949, pág. 309). Esse período veio a ser estendido indefinidamente. Em 1941 uma norma estipulou que depois de 1º de julho de 1946 somente os bancos cujo capital fosse integralmente detido por brasileiros poderiam operar no país. No entanto, em resposta a uma representação dos governos norte-americano e canadense, esse Decreto foi emendado para excluir os bancos da América do Norte. Exclusão similar foi depois estendida para outras instituições estrangeiras, fazendo praticamente letra morta do Decreto (Stern, 1949, pág. 146). Ainda que nenhum banco tenha sido nacionalizado, tal situação foi suficiente para interromper os planos de expansão de todos os bancos estrangeiros.

Durante esse período diversos projetos de reforma bancária foram apresentados, mas nenhum aprovado. Em 1930 dois projetos tentaram resolver dois dos principais problemas do sistema bancário: a falta de coordenação entre as políticas financeira do Tesouro e de crédito bancário, e a falta de liquidez no sistema bancário (Bulhões, 1946, pág. 33). O primeiro projeto, em 1931, criava o Banco Central com o objetivo de 'manter a estabilidade das emissões de moeda em relação ao ouro'. É óbvio que esse projeto estava baseado no Relatório Niemeyer. O segundo, de 1937, propugnava para o Banco Central os seguintes objetivos principais:

- i) concentrar reservas suficientes para amenizar as conseqüências das flutuações da atividade comercial, de crédito, de exportação e do ingresso de capital;

- ii) regular o crédito e os meios de pagamento, adaptando-os ao volume real dos negócios;
- iii) promover a liquidez e a operação tranqüila do crédito bancário e aplicar instrumentos de supervisão; e
- iv) atuar como agente financeiro do Governo (ibid. pág. 33).

Sem dúvida o projeto mais importante foi apresentado em 1948. A partir desse projeto e de suas posteriores emendas é possível compreender a situação então prevalecente no sistema bancário.

O projeto original previa a criação das seguintes instituições: Banco Central; Banco do Brasil, como banco comercial; Banco Hipotecário Nacional, Banco Nacional de Crédito Rural; Banco Nacional de Crédito Industrial; Banco Nacional de Exportação-Importação Banco Nacional de Investimento e Banco Nacional de Resseguros.

O capital do Banco Central seria retirado das reservas da carteira de redescotos do Banco do Brasil. Os institutos de pensão, que usavam seus fundos em operações imobiliárias especulativas, sendo por isso considerados como fonte inflacionária, teriam suas reservas depositadas no Banco Central e seriam a ele subordinados, sendo fundidos em uma única instituição. As reservas técnicas das companhias de seguro e capitalização também seriam depositadas no Banco Central. O Banco de Investimento financeira projetos industriais, mas suas funções não estavam claramente separadas do Banco Industrial. No capítulo 6 esse projeto será discutido em conjunto com todos os demais que levaram à reforma bancária de 1964.

Finalmente, cabe mencionar as dificuldades envolvidas na captação de poupanças privadas através de intermediação financeira. Um dos primeiros problemas apontado pelo Relatório da Missão Abbink (Bulhões, 1950) foi a desorganização do mercado de bolsa de valores na economia brasileira. Spiegel (1947) justifica a não organização e o subdesenvolvimento do mercado de capitais no Brasil pela distribuição de renda altamente concentrada e pela conseqüente concentração de poupanças; não havia, assim necessidade de um complexo mecanismo de transferência.

Por outro lado, o mercado de títulos federais tinha sua credibilidade bastante afetada pela forma compulsória utilizada pelo Governo para a colocação de seus papéis. Os títulos

eram usados pelo Governo para pagar 20% das cambiais de exportação. Daí resultava para os mesmos um descrédito, na medida em que eram imediatamente vendidos de 10% a 40% abaixo do par (1). O mercado de ações de empresas privadas também era fraco. Cerca de 12 companhias tinham suas ações transacionadas em bolsa. A emissão de capital via bolsa de valores era desencorajada pela estreiteza do mercado, pela ausência de bancos de investimento aptos a subscreverem as emissões, pela estrutura familiar das empresas, e, por último, pelo fator não menos importante, relativo à persistência do processo inflacionário e ao conseqüente desvio de poupanças para o mercado imobiliário. Dessa forma, as bolsas movimentavam cerca de 10% do total de emissões de capital ocorrido a cada ano no país.

#### 1.4. Panorama em 1950

Celso Furtado resumiu da seguinte forma as características do desenvolvimento recente do Brasil no início dos anos 50:

- a socialização das perdas e a concentração dos benefícios por pequenos grupos implica o aparecimento de um espírito de altos lucros, que é transferido da agricultura para a indústria;
- a baixa produtividade geral e o alto nível de gasto das classes dominantes, que segue os padrões de consumo de países de alta produtividade, torna a poupança nacional extremamente baixa;
- o alto espírito de lucro e a escassa poupança determinam altas taxas de juro;
- o crescimento da economia brasileira, sendo somente 'extensivo', ligado aos outros fatores mencionados e à permanente elevação da taxa cambial, implicando altos preços das importações, determina uma permanente depressão no salário real;
- os baixos salários na agricultura - principal atividade da economia - fornece os parâmetros para os salários nas demais atividades, reforçando, pois, o espírito de altos lucros;
- a estagnação ou depressão dos salários reais torna impossível o crescimento da economia 'em profundidade' e assim a formação de um mercado interno se fará lentamente;

(1) Somente durante a escassez de dólares de 1947/48 é que os bancos pagaram pelos títulos o valor do par, desde que os exportadores lhes vendessem os remanescentes 80% das cambiais.

- altos lucros, socialização das perdas, o parcial controle das atividades agro-exportadoras por grupos financeiros internacionais, o alto preço do dinheiro e a fraqueza do mercado interno - todos esses fatores conduzirão ao lento aparecimento de uma autêntica economia no país (Furtado, 1954, pág. 12).

O país enfrentava no entorno de 1950 vários problemas específicos e tentaria solucioná-los de uma forma ou de outra na década que se seguiu. Parece certo que um grande problema era a inflação, que aumentava a cada ano e se manteria até os dias de hoje. As razões e conseqüências da inflação serão tratadas mais tarde. Cabe lembrar, apenas, que uma de suas conseqüências mais sérias foi a maciça transferência de recursos para a especulação imobiliária, drenando fundos substanciais das atividades produtivas.

O setor externo apresentava uma situação crítica em 1949. Por um lado, a dívida externa (que necessitava US\$ 100 milhões anuais para cobrir o serviço) pressionava o balanço de pagamentos; por outro, a balança comercial também era deficitária. Este seria um dos fatores a motivar ainda mais o processo de substituição de importações que se acelerou na mencionada década. A taxa de câmbio, por sua vez, ficou oficialmente inalterada até 1953, desencorajando as exportações e barateando a importação de equipamentos.

Sob um ponto de vista mais geral e de longo prazo, o maior problema da economia dizia respeito ao financiamento de programas de desenvolvimento. O Relatório Abbink indicava que os recursos não inflacionários necessários ao financiamento desses programas poderiam se originar de impostos, emissões de títulos públicos e poupanças de instituições públicas e privadas. Estas últimas seriam as poupanças conjuntas dos institutos de pensão, companhias de seguro, lucros não distribuídos, poupanças privadas nas caixas econômicas e imóveis. O sistema, no entanto, apresentava inflexibilidades quase insuperáveis. O sistema tributário era anacrônico e ineficiente, e uma reforma estava fora de cogitação. Os títulos públicos estavam completamente desacreditados. Por outro lado, a inflação dirigia as poupanças privadas para atividades não-produtivas. Apenas duas alternativas estavam disponíveis, tendo sido, de fato, amplamente utilizadas no processo de desenvolvimento que se seguiu: capitalização interna das empresas e poupança externa, além do gradual comprometimento do setor público na promoção do desenvolvimento econômico.

Este é o pano de fundo que devemos ter em mente ao analisarmos o período que se inicia em 1950.

## CAPÍTULO 2

### TENDÊNCIAS DE LONGO PRAZO DOS BANCOS BRASILEIROS

#### 2.1. Introdução

Nossa intenção neste capítulo é investigar dois aspectos relacionados ao sistema bancário privado brasileiro no período de 1952-68. O primeiro trata do gradual aumento nas taxas de juros de empréstimos cobrados pelos bancos. Este aumento foi, e ainda é, influenciado por duas causas principais: inflação e maiores custos bancários. Será demonstrado que, teoricamente, a primeira causa não pode ser comprovada, diante da verificação de uma taxa constante paga aos depósitos, que resultou em aumento dos *spreads* e elevação do lucro bruto bancário. A segunda causa, a nosso juízo, contraria a racionalidade empresarial, na medida em que se alega que as taxas foram pressionadas para cima de modo a compensar a elevação nos custos operacionais em consequência da abertura de novas agências. Existe evidência de que, muito ao contrário, as taxas de empréstimos mais elevadas estimularam os bancos a aumentar seus custos marginais de captação.

O segundo aspecto está relacionado ao volume de crédito concedido pelos bancos comerciais ao setor privado. Tais créditos permaneceram constantes em termos reais durante dezessete anos, de 1951 a 1967, o que é sem dúvida um desempenho pouco usual para uma economia em crescimento. É nosso objetivo discutir cada um desses pontos depois de apresentar as evidências disponíveis.

## 2.2. Taxa de Juros e Custos

Os resultados que se seguem foram obtidos através de dados coletados nos balanços publicados. No Apêndice a este capítulo está explicada a metodologia utilizada para o cálculo de cada item.

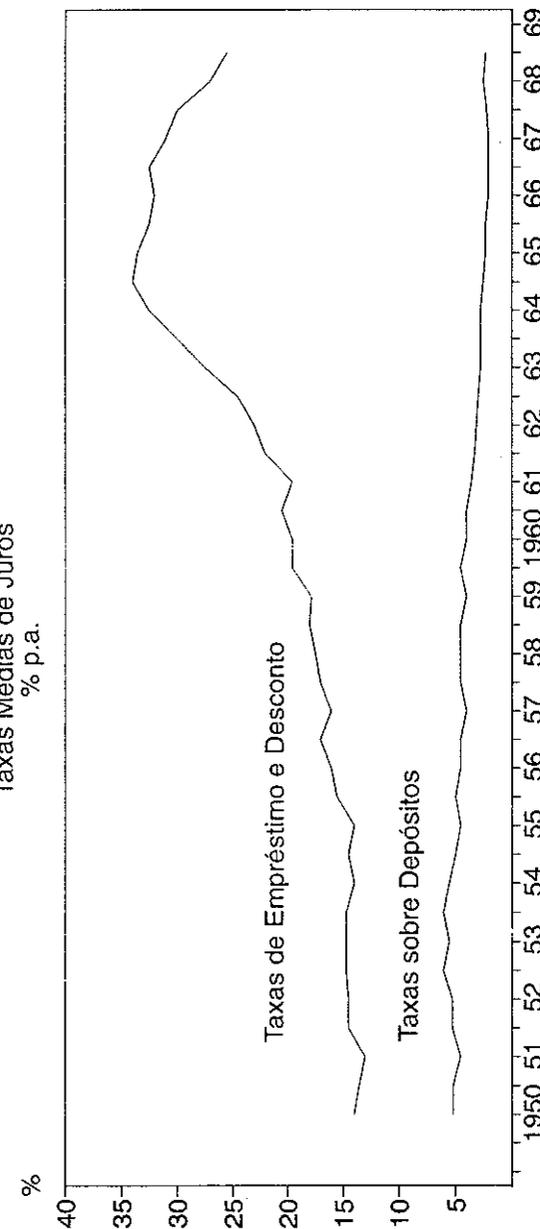
Os bancos comerciais privados foram divididos em três grupos (grandes, médios e pequenos) para permitir a inspeção das diferentes características relacionadas a seus tamanhos. Tal procedimento torna possível chegar-se a algumas conclusões sobre a eventual existência de economias de escala na indústria bancária, além das conclusões sobre o setor como um todo. Muitos resultados mostram uma grande variância no estrato de bancos pequenos que, no entanto, não alteram significativamente a média do setor dada a dimensão relativamente reduzida deste grupo comparada com o setor bancário como um todo. Algumas vezes, por outro lado, as variações entre os pequenos bancos foram tão grandes que os resultados médios ficaram bastante distorcidos. Para se examinar a performance do setor, nesses casos, optou-se por abandonar esse segmento e proceder-se ao cálculo de uma nova média para os bancos grandes e médios.

O Gráfico 2.1 mostra a taxa de juros efetiva cobrada e paga pelos bancos comerciais sobre empréstimos e depósitos, respectivamente. Os valores das taxas cobradas podem estar subavaliados. Isto porque, além dos vários expedientes usados pelos bancos para aumentar a taxa de empréstimo acima do máximo legal (1) - tais como a cobrança de taxas e comissões - constatava-se, e ainda se constata até hoje, a prática generalizada de se exigir do mutuário a chamada 'reciprocidade', isto é, manutenção de um saldo médio ou mínimo no depósito solicitado como contrapartida do empréstimo. Em conseqüência, as taxas efetivas eram maiores do que aquelas calculadas nos balanços (2). Não existem dados precisos sobre as exigências de reciprocidade, mas pode ser estimado que estas situaram-se historicamente em torno de 20% e mantiveram-se razoavelmente estáveis, somente aumentando durante os períodos de escassez de crédito.

(1) Até a Reforma Bancária de 1964/65 as taxas de juros estavam limitadas pela Lei da Usura, de 1933, a um máximo de 12% a.a. Depois disso, esse teto foi interpretado como taxa máxima real, isto é, líquida de correção monetária.

(2) Se por exemplo o saldo mínimo exigido é 20% do empréstimo, a taxa efetiva será 25% maior que a taxa nominal contratada; se tal exigência é aumentada para 25%, as taxas saltam 33% acima da taxa nominal. Deve-se levar em conta, no entanto, que mesmo sem a exigência da reciprocidade o mutuário não saca o montante total do empréstimo de uma vez, face a necessidade de manter sempre um saldo de movimento. Este fato diminui de certa forma a subavaliação da taxa.

GRÁFICO 2.1  
Sistema Bancário Privado  
Taxas Médias de Juros  
% p.a.



A evolução da taxa média cobrada pelos bancos comerciais mostra quatro fases distintas. A primeira foi de relativa estabilidade (1950/55) um pouco abaixo de 15% (1). A segunda de elevação lenta (1955/61), de 15% a 20%. A terceira de violenta aceleração (1961/64), alcançando um máximo de 35% na segunda metade de 1964. A quarta fase corresponde a taxas declinantes (1964/68).

As taxas pagas pelos bancos declinaram continuamente durante o período, baixando de pouco mais de 5% para algo em torno de 2%. Isto se deveu em grande parte à participação declinante dos depósitos a prazo nos depósitos totais, que caiu de 24% em 1951 para 10% em 1968, alcançando 3% em 1964. Isto implicou uma elevação do *spread* até 1967, registrando-se percentuais superiores a 30% entre 1965 e 1967.

Estas quatro fases refletem com precisão quatro períodos distintos da evolução da economia. De fato, na primeira metade dos anos 50 a economia brasileira, e em particular o setor industrial, registrou uma lenta taxa de crescimento, basicamente em razão de dificuldades verificadas no balanço de pagamentos. Pode-se então depreender que a demanda por recursos financeiros foi convenientemente suprida pelo sistema bancário, se bem que a custos relativamente altos se comparados com os de outros países. A segunda fase corresponde à aceleração do crescimento durante o Plano de Metas, quando as bases dos setores industriais e de infra-estrutura foram grandemente expandidas. Impulsionada por substanciais aumentos nos gastos públicos e no influxo de capitais externos, a economia demandou maiores necessidades totais de financiamento. Especificamente, registrou-se uma necessidade de fundos de curto prazo para financiar o capital de giro, sem o correspondente aumento nas fontes de recursos dos bancos privados (2). Esse hiato financeiro só pôde ser fechado através de uma elevação no custo do dinheiro. As necessidades crescentes de financiamento de curto prazo por parte das empresas forçaram o pagamento de maiores taxas de empréstimos de curto prazo. Assim, o dinheiro (entendido como depósitos à vista e de curto prazo) tornou-se uma mercadoria escassa e valiosa, pois ela era a fonte original desses créditos. Dessa escassez resultou uma expansão anárquica na rede bancária comercial, através da abertura de novas agências, com a única finalidade de captar os saldos de caixa das empresas e indivíduos, sendo irrelevante se estas agências tinham alguma operação ativa a desenvolver. Assim, os custos operacionais mais elevados do banco como um todo eram absorvidos por 'preços de produto' mais elevados. O fato de os bancos competirem pelos depósitos marginais através de novas agências, em vez de elevarem as taxas de juros pagas aos depósitos, foi uma consequência da mencionada Lei da Usura. Esta lei proibia taxas acima de 12% a.a., a qual se situava bem abaixo de qualquer ramo elástico da oferta de depósitos, em face de uma inflação de 30/40%.

(1) A não ser onde explicitamente mencionado, as taxas citadas são taxas nominais anuais.

(2) Este ponto será discutido no Capítulo 4, quando se constata que as exigências crescentes de reservas estipuladas pelas autoridades monetárias beneficiaram o sistema financeiro público com a maior parte da expansão primária dos meios de pagamento.

Mesmo assim, caberia argumentar que os bancos poderiam utilizar algum mecanismo de forma a contornar a Lei e pagar taxas mais elevadas, como no caso dos depósitos. O ponto central parece se situar no fato de que enquanto os depósitos marginais puderam ser captados com algum lucro (isto é com receitas marginais maiores que os custos fixos unitários), a possibilidade de alcançar o ramo elástico foi abandonada em favor da abertura de novas agências.

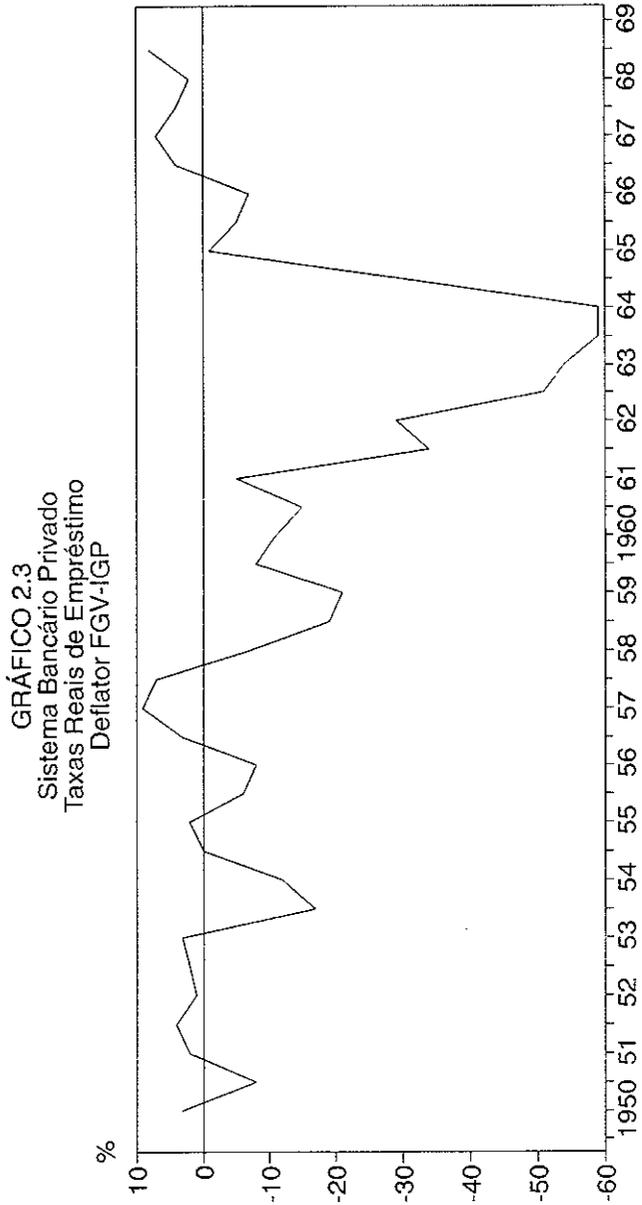
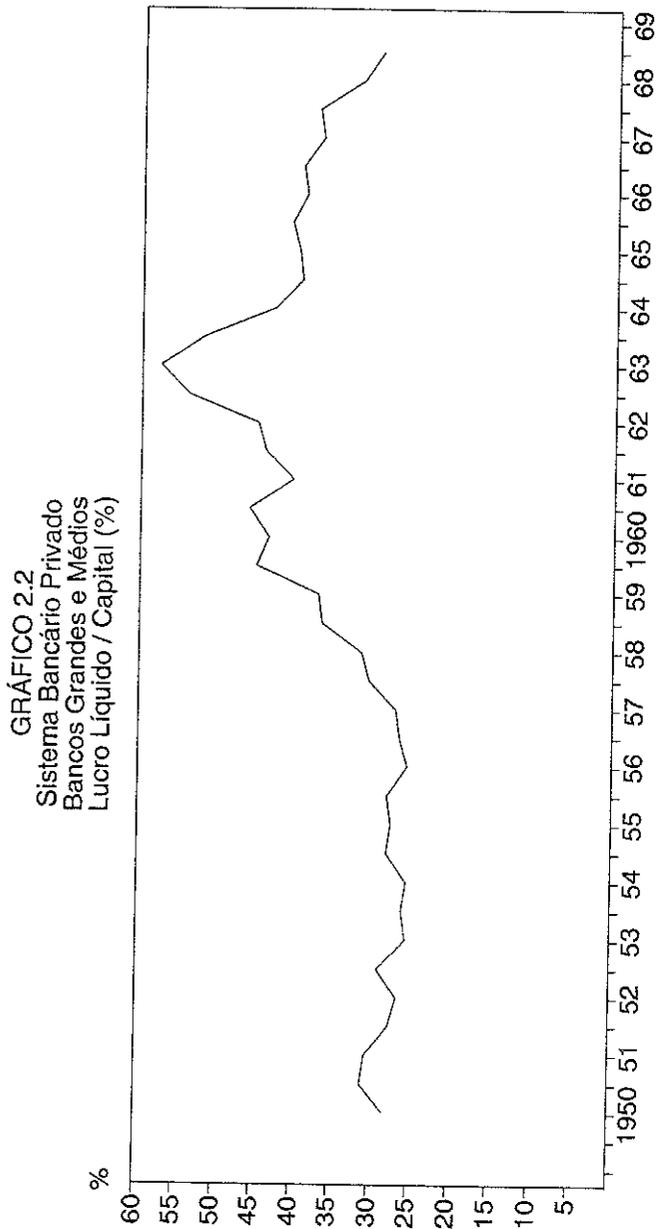
A terceira fase (1961/64) corresponde ao início da recessão (que durou até 1967). Foi provavelmente durante este período que a 'falácia da inflação' (veja mais adiante) foi mais utilizada para justificar as maiores taxas de empréstimos. Finalmente, a última fase (1964/68) foi um período de corte na inflação e recessão econômica. As taxas bancárias caíram continuamente, refletindo uma menor demanda por fundos de empréstimo durante a recessão, relacionada aos fortes controles de crédito impostos pelas autoridades monetárias, de forma a arrefecer a inflação (1).

A conclusão a que se deve chegar é de que a taxa de juros está não só relacionada com a liquidez real (isto é, com o estoque monetário *vis-a-vis* à inflação) mas também com o ciclo econômico, refletido no maior ou menor volume de demanda por fundos. O argumento acima, no entanto, se opõe àquele que situa a elevação das taxas bancárias como uma resposta aos maiores níveis de inflação. Este último não explicita o vínculo causal, mas parece claro que a idéia subjacente é que, uma vez definida a inflação como uma elevação geral do nível de preços, a taxa de juros, sendo o preço do dinheiro, deveria elevar-se concomitantemente. Mais ainda, para expressar um preço real de escassez deveria situar-se acima da taxa corrente de inflação, ou seja, a taxa de juros deveria ser real. A falácia deste raciocínio é que a taxa paga aos depósitos - por analogia, o custo (variável) do produto - não foi simultaneamente aumentada, mostrando, ao contrário, uma leve tendência declinante (2). Se isto é verdade, a taxa de lucro bancária deve ter, teoricamente, aumentado como consequência dos maiores *spreads* entre custos marginais e receitas marginais. De fato, isto ocorreu no período 1954/55 a 1963, quando a razão lucro líquido/capital aumentou permanentemente, decrescendo então até 1969, como mostrado no Gráfico 2.2 (3).

(1) Deve-se observar - e abordaremos esse ponto no Capítulo 5 - que a crise e recessão de 1963/67 foi, em grande medida, uma crise de demanda (e não, por exemplo, uma crise de balanço de pagamentos). Em tal situação as empresas acusaram problemas financeiros não tanto pela redução de crédito imposta pelas autoridades monetárias (como de fato foi o caso) mas pela falta de títulos para serem descontados nos bancos, o que é uma característica de uma demanda fraca.

(2) Esse argumento poderia ser afastado de forma ainda mais simples. Fosse a inflação a razão para elevar-se o preço do dinheiro, de forma a se garantir uma rentabilidade real, os negócios bancários seriam inviáveis, pois raramente as taxas excederam a inflação.

(3) O Gráfico 2.2 mostra somente a razão lucro líquido/capital para os bancos grandes e médios, posto que a variância das taxas de lucro dos bancos pequenos alcançou proporções extremamente elevadas.



É claro que existe uma correlação entre **spreads** de taxas e os níveis de rentabilidade mas o ponto importante, aqui, é que os valores utilizados no cálculo das taxas de lucratividade são líquidos de custos operacionais, entre outros custos. Em outras palavras, a elevação nos custos operacionais (veja mais adiante) não atingiu proporções suficientes para prejudicar a rentabilidade dos bancos. O argumento pode ser reforçado quando se examina o Gráfico 2.3, que mostra a taxa efetiva real de empréstimo (isto é deflacionada por um índice de preços apropriado). Pode-se observar que essas taxas tem valores negativos para quase todo o período (alcançando menos 60% em 1963). Pode-se então entender a forte demanda por fundos exercida pelas empresas (e a tendência para o sobreendividamento) e a conseqüente avidez dos bancos em captar depósitos. A transferência de renda real permitida por este mecanismo era feita dos depositantes para os tomadores de empréstimo, pois os primeiros não tinham outra opção que não manter saldos de transação no sistema bancário (1). O setor, então, tendeu a expandir seus serviços através da abertura de novas agências, especialmente em áreas de consumidores, enquanto as receitas marginais fôssem superiores aos custos marginais (2).

Ao nível do mercado a demanda e oferta de fundos é exercida em termos de uma taxa efetiva nominal, e é esta taxa que, supostamente, determina seu equilíbrio. No entanto, enfrentando altas taxas negativas reais efetivas - adicionadas a fortes expectativas inflacionárias, ao menos até 1964/65 - pode-se concluir que a demanda das empresas por fundos era altamente elástica a qualquer aumento de produção. Todo uso desses fundos em ativos reais resultaria em substanciais lucros financeiros, não obstante um maior grau de endividamento nominal (3). A habilidade dos bancos em atender esta demanda estava ligada à captação de novos depósitos que, em última instância, dependia da expansão primária do estoque monetário. Esta correlação, como será mostrado nos capítulos seguintes, foi atenuada pelas autoridades monetárias através da gradual elevação dos requerimentos de reserva.

(1) É verdade que uma grande parte dos depósitos é criada nas operações de empréstimo e, conseqüentemente, o custo de manter saldos de transação é arcado pelo próprio tomador. Isso poderia reduzir a totalidade das transferências de renda.

(2) A elevação da taxa de lucratividade do setor pode ser avaliada em termos relativos. A diferença entre receitas financeiras e custos financeiros pode ser associada aos serviços prestados pela indústria bancária, isto é, em termos de contas nacionais é o valor agregado pelo setor. A razão entre essa diferença e a formação bruta de capital fixo pode ser vista como a parcela da riqueza nacional acumulada anualmente sob ativos financeiros, e não reais. A tabela abaixo mostra essa razão.

1952 - 15,4	1956 - 17,5	1960 - 19,3	1964 - 21,0
1953 - 15,4	1957 - 18,6	1961 - 18,7	1965 - 35,0
1954 - 13,2	1958 - 17,7	1962 - 18,2	1966 - 33,4
1955 - 15,8	1959 - 15,8	1963 - 20,0	1967 - 31,7

Fonte: Formação bruta de capital fixo - Conjuntura Econômica; Lucros - veja Apêndice.

Se bem que aproximados, os números apresentados acima mostram uma tendência ascendente no período. Isso foi conseqüência tanto do aumento dos lucros bancários como da modernização e expansão do próprio setor financeiro.

(3) Tal constatação resultaria um incentivo adicional ao conhecido comportamento de manter altos níveis de estoque e ativo fixo em períodos de inflação aguda.

Novamente, tal restrição foi contornada através de uma adicional tendência à expansão da rede bancária, ainda que estas novas agências, isoladamente, gerassem prejuízos. Na medida em que o custo marginal estivesse abaixo das receitas marginais dos novos empréstimos, os bancos continuaram competindo pelos estoques existentes de saldos de transação. A conseqüência desse processo foi uma gradual elevação nos custos operacionais (folhas de pagamento, aluguéis, etc.) e não, como consta dos argumentos usuais, a causa da elevação das taxas de empréstimo.

O Gráfico 2.4 mostra a situação descrita acima. Até 1954 as despesas gerais indiretas (líquidas de custo financeiros) não responderam por mais de 3% dos depósitos. De 1958 em diante essa percentagem elevou-se constantemente, alcançando quase 9% em 1966. O Gráfico 2.5 mostra que até 1961 esse aumento das despesas foi resultado de maiores custos fixos (quotas de depreciação e outros custos). De 1961 a 1964 salários e ordenados do pessoal aumentaram sua participação nos gastos. Depois de 1964, no entanto, esse item mostra uma participação declinante, um óbvio resultado tanto da política salarial imposta pelo governo como da recessão econômica que se seguiu até 1967.

No longo prazo cabe argumentar que o contínuo aumento das despesas como percentagem dos depósitos resultou da expansão de agências em um período de inflação crescente. Uma vez arrefecida a inflação, acompanhada de um menor aumento na expansão monetária, os bancos permaneceram se defrontando com altos custos por agência, como pode ser visto no Gráfico 2.6. Somente nessa situação pode-se dizer que os custos fixos foram efetivamente uma barreira à redução das taxas de juros. Uma taxa de inflação mais baixa e uma menor expansão não significam um automático decréscimo nas taxas de juros pois os custos fixos, especialmente gastos relacionados à manutenção das até então agências lucrativas, eram efetivamente rígidos à baixa. Pode-se então concluir que os bancos experimentaram sérias dificuldades em ajustar seus orçamentos à nova situação monetária e econômica que se iniciou em 1964/65. A conseqüência óbvia foi a diminuição da taxa de retorno do setor (veja gráfico 2.2), como resultado das maiores pressões de custos.

O agrupamento dos bancos por tamanho mostra a existência de economias setoriais de escala. Por um lado, para a maior parte do período, as taxas de juros foram menores nos grandes bancos. Ademais, essa dispersão aumenta quanto mais concentrado o setor se torna, na medida em que a inflação se acelerará (1). Por outro lado, os bancos médios e pequenos ofereciam financiamentos a taxas similares. Algumas vezes, no entanto, os bancos pequenos operavam com taxas menores, o que faziam com a finalidade de assegurar bons

(1) A parcela de depósitos controlada pelos cinco maiores bancos flutuou ao longo do período; verifica-se, no entanto, uma tendência definitiva, pois se eleva de 19,1% em 1956 para 22,2% em 1964 (ponto de máxima dispersão nas taxas de juro), alcançando um máximo de 25% em 1960. Veja as seções 4.2 e 6.3.1 para uma discussão da concentração bancária.

GRÁFICO 2.4  
Sistema Bancário Privado  
Despesas Gerais / Depósitos

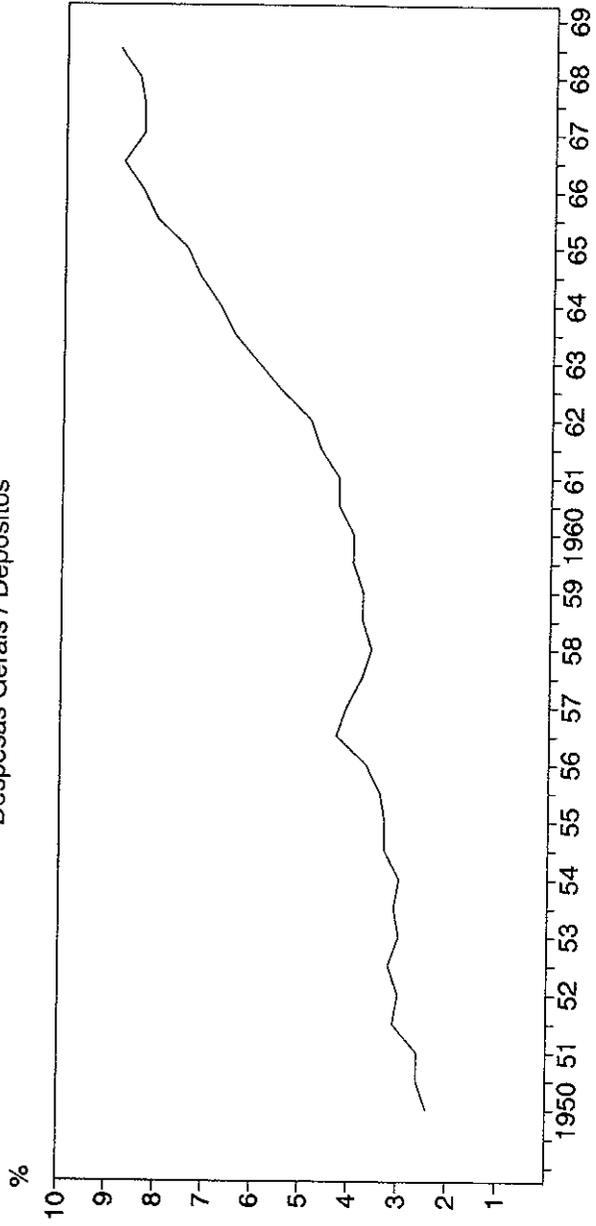
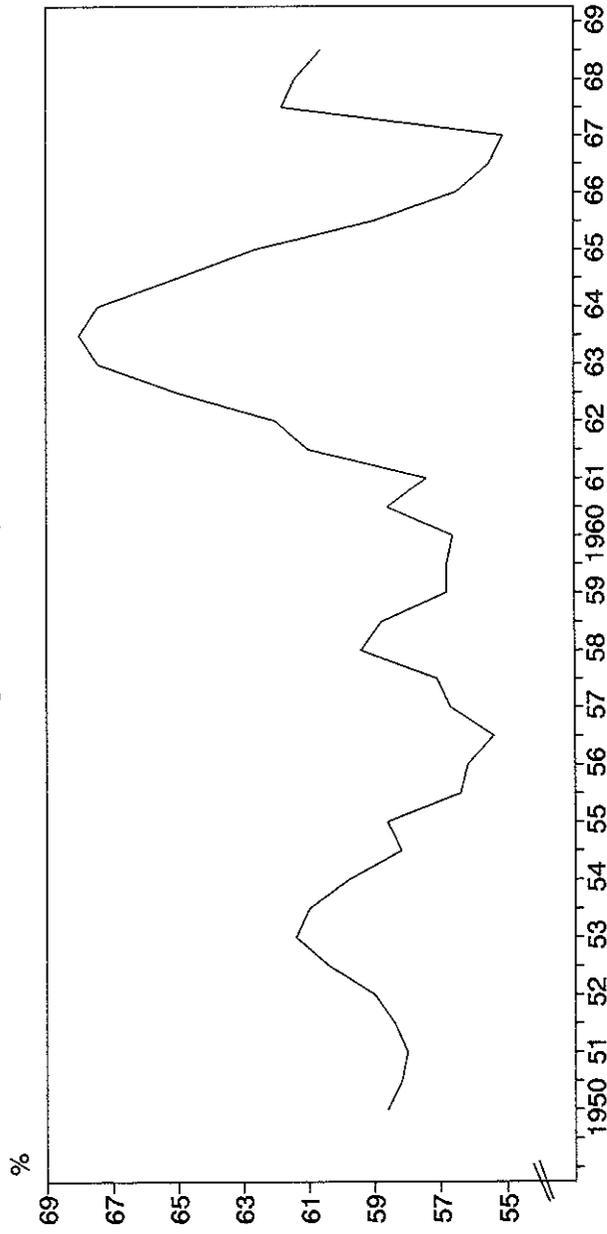
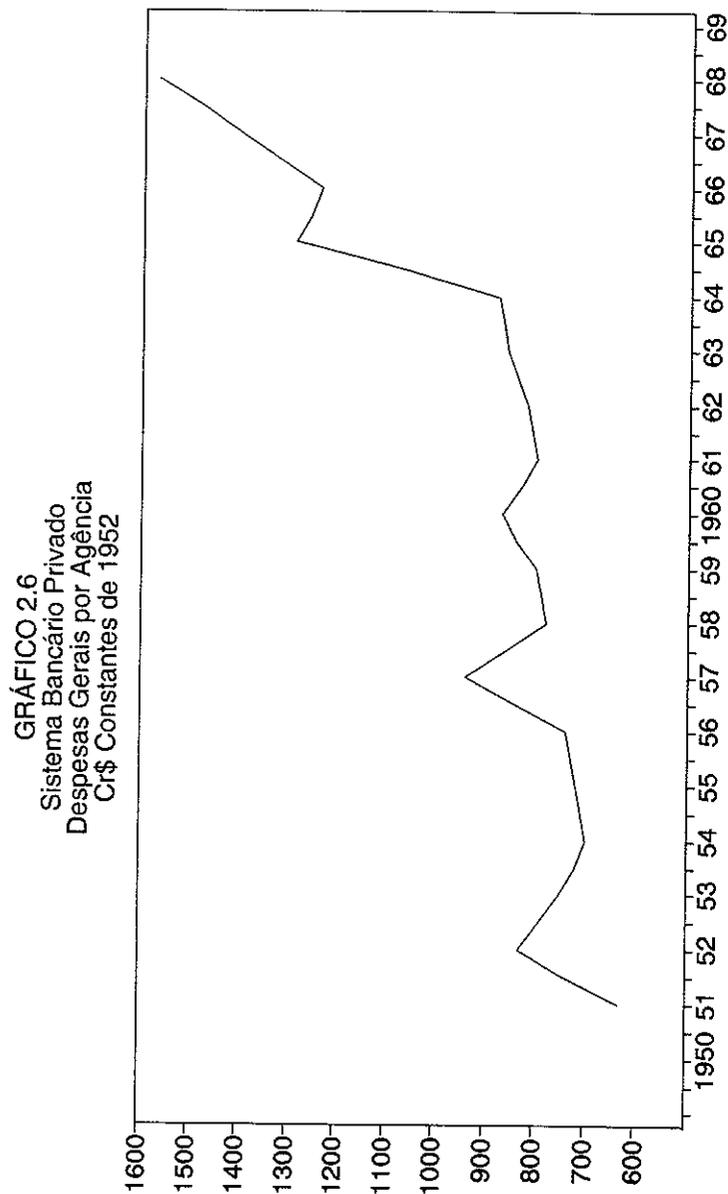


GRÁFICO 2.5  
Sistema Bancário Privado  
Folha Pagamento / Despesas Gerais





riscos de empréstimos, ainda que isto significasse menores taxas efetivas de retorno. Por esta razão o **spread** de taxas foi algumas vezes menor para os bancos pequenos, como mostra o Gráfico 2.7. O mesmo gráfico atesta a ocorrência de economias de escala para grandes bancos, que registraram menores **spreads** em comparação com os bancos médios.

As despesas gerais confirmam a existência de economias de escala, pois há uma nítida tendência de decréscimo inversamente ao porte da instituição, como mostra o Gráfico 2.8. De fato, as despesas por unidade de depósito foram menores para os grandes bancos que para os demais. Exceções ocorreram nos anos 1966/67, ponto mais agudo da recessão econômica dos anos 60, quando as agências não lucrativas devem ter motivado elevações de custos ao tempo em que ocorriam decréscimos de depósitos, atingindo mais profundamente os grandes bancos que os pequenos. Em todo caso, a política de encorajar as fusões bancárias parece ter sido acertada, na medida em que favoreceu a diminuição dos custos gerais de intermediação. Resta provar, no entanto, se os bancos transferiram aos tomadores de empréstimos essas elevações de produtividade.

O que transparece da análise das diferenças por tamanho é a maior sensibilidade dos bancos pequenos à política monetária. De fato, durante os períodos de agudas contenções de crédito - como ocorreu com os programas de estabilização de 54/55, 58/59 e 64/66 - a taxa de retorno dos bancos pequenos flutuou violentamente, alcançando, com frequência, valores negativos expressivos. Os grandes bancos, por outro lado, administrando uma carteira de empréstimos mais diversificada, puderam manter bons riscos e diminuir os empréstimos que revelavam piores taxas esperadas de retorno, como mostra o Gráfico 2.9.

### 2.3. Taxas de Juros e Lucros

Duas razões são geralmente apontadas para justificar a elevação das taxas de juros cobradas pelos bancos comerciais nos anos 50. Examinaremos ambas. A primeira alega que os bancos tiveram que elevar suas taxas de empréstimos na proporção do aumento da taxa de inflação porque de outra maneira (isto está implícito no argumento) os negócios bancários perderiam sua lucratividade, isto é, a taxa real de lucro decresceria.

Mostraremos a falácia desse argumento e, para tanto, procederemos a uma discussão teórica algo longa. Isto se justifica no entanto, pois o ponto é de razoável importância.

Suponhamos, inicialmente, uma economia sem inflação. As seguintes hipóteses simplificadoras são formuladas para um banco em particular:

GRÁFICO 2.7  
Sistema Bancário Privado  
"Spread" de Taxas

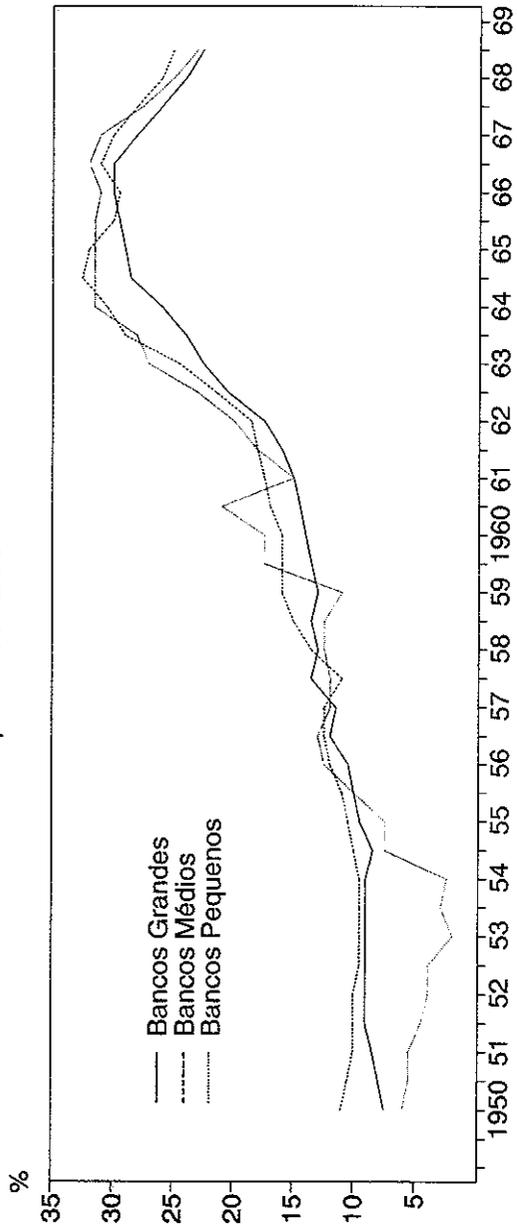


GRÁFICO 2.8  
Sistema Bancário Privado  
Despesas Gerais Indiretas / Depósitos

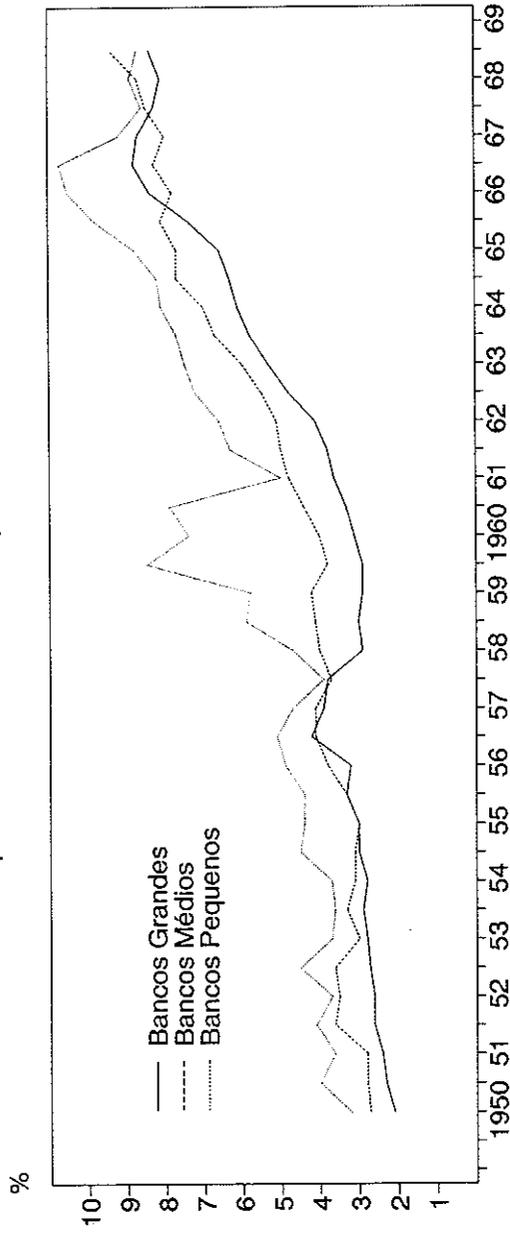
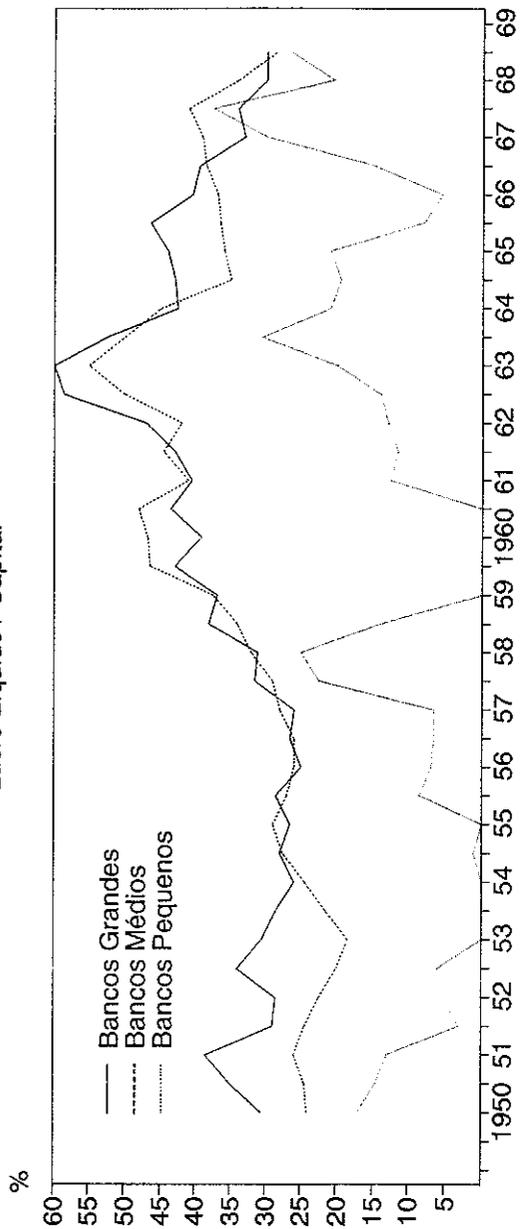


GRÁFICO 2.9  
Sistema Bancário Privado  
Lucro Líquido / Capital



- a) O banco aceita somente depósitos à vista e estes constituem o único passivo do banco, além da conta de capital.
- b) O capital é aplicado integralmente em ativo fixo.
- c) Os depósitos no Banco Central não rendem juros.

Seja então,

D = depósitos totais;

m = requerimentos de reserva (caixa mais depósitos no Banco Central/depósitos);

então,

$n = 1 - m$  é a proporção disponível para empréstimo.

A qualquer momento o balanço do banco apresenta a seguinte configuração:

ATIVO	PASSIVO
Fixos.....K	Capital.....K
Caixa.....md	Depósitos.....D
Empréstimos.....nD = E	
K + D	K + D

Ademais seja,

i = a taxa de juros por período para os empréstimos

j = a taxa de juros por período para os depósitos; obviamente  $i > j$

C = custos operacionais totais por período

Este custo pode ser separado em

W = salários totais

T = outros custos.

Os custos T contêm elementos fixos e variáveis. No entanto, iremos supor, por simplicidade, que os custos fixos são nulos. C, então, dependerá somente do volume de operações medido, por exemplo, pelo volume de depósitos D.

Em qualquer período t, teremos

$$\text{Juros cobrados} = E_i = Dn_i$$

$$\text{Juros pagos} = D_j$$

$$\text{Receita no período } t = Dn_i - D_j = D(n_i - j)$$

$$\text{Lucro no período } t = L_t = D(n_i - j) - C \quad (1)$$

Suponhamos, agora, que a economia experimente uma taxa de inflação k no período t + 1. Vamos supor que todos os preços são elevados de uma só vez no início do período t + 1. Esta simplificação se faz para evitar cálculos de taxas de juros ao longo de subperíodos e não afeta os resultados.

Em face da inflação k os depósitos são aumentados para  $D(1+k)$  se supusermos que o público não altera a relação de papel-moeda/depósitos. Da mesma forma está implícito que as autoridades monetárias emitem um volume de moeda de tal forma a garantir esta última afirmação. Os empréstimos também são elevados para  $E(1+k)$  supondo-se que os tomadores não alteram seu grau de financiamento externo.

Agora, se os bancos não alteram suas taxas de juros, temos

$$\begin{array}{ll} \text{Juros cobrados} & E(1+k)_i = Dn(1+k)_i \\ \text{Juros pagos} & D(1+k)_j \\ \text{Custos} & C(1+k). \end{array}$$

$$\text{Os lucros, então, serão } L_{t+1} = [D(n_i - j) - C] \cdot (1+k) \quad (2)$$

Comparando as expressões (1) e (2) concluímos que se o banco não altera suas taxas de juros, sua taxa real de lucro se manterá inalterada. Supondo que a conta de capital foi elevada na proporção da elevação dos preços (isto é, que os ativos fixos foram corrigidos pelos novos preços), a taxa de lucro não se alterará.

A expressão (2) será denominada **lucro teórico**, que é aquele que mantém a taxa de lucro inalterada. Qualquer lucro maior que (2) será chamado **lucro extraordinário**.

Suponhamos, então, que para 'compensar' o efeito da inflação os bancos elevam suas taxas de empréstimos em r ( $0 < r < k$ ), mantendo a taxa paga aos depósitos em j. Teremos então:

$$\begin{array}{ll} \text{Juros cobrados} & Dn(1+k) \cdot (i+r) \\ \text{Juros pagos} & D(1+k) \cdot j \\ \text{Custo} & C(1+k) \end{array}$$

Os lucros serão iguais a

$$L_{t+1} = [Dn(1+r) - Dj - C] \cdot (1+k) \quad (3)$$

O lucro extraordinário será então igual a (3) - (2)

$$L_e = (1+k) \cdot Dnr \quad (4)$$

A taxa extraordinária de lucro será

$$t_e = \frac{L_e}{K(1+k)} = \frac{(1+k) \cdot Dnr}{K(1+k)} \quad t_e = \frac{D}{K} nr \quad (5)$$

O mesmo problema pode ser analisado de outro ângulo, esclarecendo alguns pontos.

A perda real em valor sofrida efetivamente pelos depositantes será

$$\begin{array}{ll} t \dots\dots\dots D(1+k) & \text{depósitos totais} \\ t+1 \dots\dots D(1+k) \cdot (1+j) & \text{depósitos mais juros} \end{array}$$

Se deflacionarmos este valor teremos no período t + 1 os depósitos em valores constantes de t iguais a

$$D(1+j)$$

Assim, a perda  $P$  sofrida pelos depositantes em unidades constantes de  $t$  é

$$P = D(1+k) - D(1+j) \quad P = D(k-j)$$

Esta perda é apropriada (isto é, ganha) por três setores, quais sejam, o banco, o tomador e a conta caixa.

O ganho do banco em valores correntes de  $t+1$  será

$$G_1 = D(1+k)[n(i+r) - j]$$

Isto é, os depósitos totais vezes a taxa líquida de juros. Deflacionado a valores reais de  $t$  teremos

$$G_1 = D[n(i+r) - j]$$

Os tomadores ganharão

$$t \dots\dots\dots Dn(1+k) \quad \text{total tomado emprestado}$$

$$t+1 \dots\dots\dots Dn(1+k) \cdot (1+i+r) \quad \text{total pago ao banco}$$

O último valor deflacionado a valores constantes de  $t$  será:

$$Dn(1+i+r)$$

O ganho real será então

$$G_2 = Dn(1+k) - Dn(1+i+r) \quad G_2 = D(kn-in-rn)$$

Finalmente, há uma parte dos depósitos mantida como reservas de caixa que não rendem juro, sendo então um custo para o banco.

Formalmente, podemos considerar que existe um 'ganho' na conta de caixa

$$D(1+k) \cdot (1-n)$$

Se deflacionarmos:  $D(1-n)$

$$G_3 = D(1+k) \cdot (1-n) - D(1-n) = D(k-kn)$$

Assim

$$G_1 = D[n(i+r) - j]$$

$$G_2 = D(kn - rn - in) \quad G_3 = D(k-j) = P$$

$$G_3 = D(k - kn)$$

Observe-se que  $r$  aparece somente nas duas primeiras equações. Em  $G_1$  no termo  $Drn$ . Em  $G_2$ , no termo  $-Drn$ . Assim, é  $r$  que determina a participação no ganho entre o banco e o tomador. Se  $r = 0$ , os ganhos serão totalmente dos tomadores. Se  $r = k$ , o banco reterá todo o ganho. Os tomadores, obviamente, estarão inclinados a pagar a taxa  $r$  até o ponto em que  $G_2 = 0$ , isto é até que  $i + r = k$  (se fizermos  $G_2 = 0$  na segunda equação).

Em resumo, o lucro extraordinário depende somente de  $r$  e é extraído pelos bancos exclusivamente dos depositantes.

Algumas conclusões podem ser sugeridas:

(a) A divisão dos ganhos entre o banco e os tomadores é uma função exclusiva de  $r$ . A determinação do nível de  $r$  depende de vários fatores. Em primeiro lugar,  $r$  depende da política de crédito das autoridades. Em uma situação de restrição creditícia,  $r$  tende a se aproximar de  $k$  e vice-versa. Se a política de crédito é implementada pela variação na taxa de reserva  $n$ , a distribuição dos ganhos será afetada tanto por  $r$  como por  $n$ . Por outro lado, a redução na liquidez do sistema influenciará os ganhos através de  $D$  e  $n$ . No longo prazo, no entanto, se  $D$  (em termos reais) e  $n$  assumem valores estáveis, a participação do banco e dos tomadores será uma função exclusiva de  $r$ . Em segundo lugar,  $r$  depende do grau de 'ilusão monetária' dos tomadores. De fato, se o banco cobra uma taxa igual a  $i + r < k$ , os tomadores, corretamente, perceberão que estão pagando uma taxa real negativa, mas não se darão conta de que essa taxa poderia ser ainda mais favorável sem que o banco perdesse seu lucro normal. No caso do Brasil o argumento foi amplamente utilizado. Se os bancos cobrassem uma taxa abaixo da taxa de inflação, estariam recebendo uma taxa real menor que  $i$ . A falácia do argumento está em ignorar a constância da taxa nominal paga aos depositantes, que permitiu aos bancos extrair uma taxa real positiva.

Em resumo, se a taxa paga aos depósitos é mantida constante, não existe razão teórica para justificar a elevação na taxa de empréstimos, em face da inflação. Os bancos, nesse caso, nada tem a temer (isto é, não há deterioração de seus lucros). Se assim o fizeram, foi para explorar a insaciável demanda por crédito e a ilusão monetária dos tomadores. Tivessem os bancos mantido suas taxas de empréstimos, teriam contribuído para a redução dos custos de sua atividade de emprestadores.

(b) Ao se analisar o problema real, a situação fica ainda mais complexa (se comparada com o modelo acima), pois depositantes e tomadores nem sempre são unidades econômicas diferentes. Parte dos depósitos é a contraparte dos empréstimos. Assim, o efeito redistributivo (dos depositantes para os tomadores) mostrado acima é de certa forma reduzido. De qualquer forma, a tendência geral foi aquela aqui discutida, ao menos para unidades de depósitos familiares e de empréstimos a empresas.

O segundo tipo de razão dada para justificar a elevação na taxa de juros é que os bancos, em sua intensa competição por depósitos, foram levados a expandir sua rede de maneira a elevar substancialmente seus custos, sendo forçados a aumentar encargos de forma a cobrir esses custos mais altos.

Teoricamente, o argumento não se sustenta. A racionalidade microeconômica não incentivaria os bancos a abrirem novas agências (isto é, elevar custos) na expectativa de que os juros pudessem, **mais tarde**, se elevar para cobrir os custos. O argumento, na verdade, é o inverso. As novas agências foram abertas **porque** as taxas vigentes podiam cobrir os custos mais elevados. Para que o argumento fosse verdadeiro, o sistema bancário deveria exercer completo controle sobre seus preços, de forma a 'avancar' custos sobre receitas. Se esse era o caso, isto é, se o setor detinha tal grau de oligopólio, não seria necessário depender do argumento de 'custos mais elevados'. A estrutura cartelizada seria suficiente para explicar o aumento de preços. Tudo leva, então, à conclusão de que o crescente hiato entre as taxas de juros se deu em benefício de maiores taxas de lucratividade.

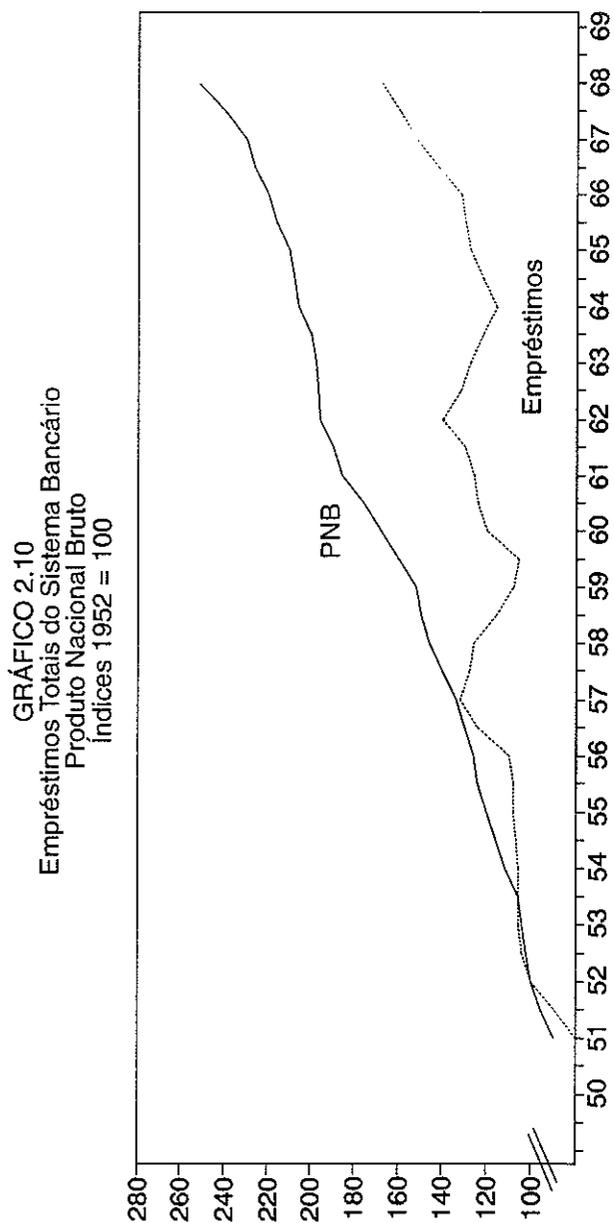
#### 2.4. Crédito Bancário e Expansão Econômica

O segundo aspecto de longo prazo no sistema financeiro brasileiro que merece um exame mais acurado refere-se aos empréstimos bancários ao setor privado da economia. É nossa intenção avaliar a performance do sistema bancário no financiamento de uma economia em expansão e identificar sua contribuição a esse crescimento.

Teoricamente, pode-se esperar que a expansão econômica seja acompanhada por um paralelo crescimento da disponibilidade de recursos financeiros. De fato, na medida em que a estrutura produtiva torna-se mais diferenciada e ampla, estendendo os 'elos' da cadeia produtiva (1), haverá uma crescente necessidade de financiamento por unidade de produto final (CEPAL, 1971). Em particular, nos primeiros estágios do desenvolvimento o sistema bancário exerce papel crucial nesse processo, não somente porque não existe a atuação de outro tipo de intermediário financeiro, mas também como importante supridor de fundos 'externos' às empresas. Nesses estágios, as empresas normalmente são subcapitalizadas e os bancos se constituem elemento chave na provisão de capital de giro e algumas vezes capital de investimento, pela rolagem de fundos de curto prazo. Na medida em que o aparelho financeiro se torna mais sofisticado, pode-se esperar uma redistribuição do crédito para novos intermediários financeiros sem que ocorra, no entanto, uma queda absoluta no montante de crédito bancário por unidade de produto (Goldsmith, 1969).

A experiência brasileira mostra, de acordo com os padrões internacionais, uma razão relativamente estável entre os empréstimos totais (incluindo empréstimos ao setor público) do setor bancário e o produto interno bruto, como mostrado no Quadro 2.1 e no Gráfico 2.10.

(1) Tais elos tornam-se mais complexos quanto mais intenso é o processo de substituição de importações.



Quadro 2.1

## Empréstimos Totais do Sistema Bancário/PIB

1951	- 0,23	1957	- 0,27	1963	- 0,26
1952	- 0,29	1958	- 0,28	1964	- 0,24
1953	- 0,32	1959	- 0,25	1965	- 0,21
1954	- 0,30	1960	- 0,26	1966	- 0,21
1955	- 0,27	1961	- 0,28	1967	- 0,23
1956	- 0,27	1962	- 0,28	1968	- 0,23

Fonte: Movimento Bancário do Brasil; Conjuntura Econômica

Os números flutuam no entorno de um valor de 26 centavos de financiamento por unidade de cruzeiro de produto. De 1963 a 1968 ocorreu um agudo decréscimo na relação, como conseqüência das duras medidas de estabilização implementadas depois de 1963. Em termos estáticos, esses resultados são comparáveis a padrões internacionais para países, como o Brasil, em estágio médio de desenvolvimento financeiro (Goldsmith, 1969).

No entanto, poder-se-ia esperar uma elevação nesta relação se levado em consideração o fato de que a economia experimentava um rápido processo de monetarização e modernização, como ocorreu nas duas décadas em referência. A possibilidade de financiar um nível de produção que revela crescente grau de diversificação vertical e horizontal com um volume constante de crédito por unidade de produto normalmente implica duas (não-exclusivas) alternativas ao financiamento institucionalizado:

- i) Fundos adicionais, especialmente para capital de giro, são levantados crescentemente em mercados não-institucionalizados. No Brasil, o desenvolvimento do chamado 'mercado paralelo' começou em meados dos anos 50. Dada a não disponibilidade de crédito dos grandes bancos, por um lado, e o baixo retorno das poupanças investidas em ativos financeiros, por outro, tomadores e emprestadores trocavam fundos e títulos diretamente em um mercado semilegal, o mercado paralelo.

Do ponto de vista do desenvolvimento financeiro, este processo - isto é, a não intervenção de intermediários financeiros - significou um retrocesso. No entanto, esta era a

única alternativa para as empresas e indivíduos contornarem os dispositivos legais e as restrições de política. O 'mercado paralelo' contribuiu para o desenvolvimento econômico geral na medida em que liberou fundos de usos improdutivos para o financiamento de atividades produtivas. Esse mercado, não assegurado legalmente, operou razoavelmente até que um grande tomador não honrou seus compromissos, em 1965. O colapso do mercado foi quase imediato. Infelizmente, há uma completa falta de dados e informações a respeito desse mercado. Seu caráter semilegal impedia qualquer contabilidade dos fundos que através dele fluíam. Assim, qualquer estimativa de recursos levantados pelas empresas seria extremamente grosseira (veja seção 6.4 para uma maior discussão desse ponto).

ii) A segunda alternativa é o financiamento inflacionário. Em um quadro de análise estática isto significou simplesmente um aumento no grau de autofinanciamento das empresas. O aspecto dinâmico, no entanto, é mais complexo. Enquanto se verifica um intervalo entre os aumentos de preços e de custos, cada setor dispõe de um 'espaço de manobra' e pode financiar sua produção antes que o último aumento de preços alimente o aumento de custos. O limite desse processo é alcançado quando cada setor reage quase instantaneamente ao aumento de custos e o hiato tende a desaparecer. Em qualquer caso, esta elevação no autofinanciamento deveria resultar em maior proporção de 'fundos internos' em relação aos 'fundos externos'. O primeiro compreende lucros retidos e reavaliação de ativos, enquanto o último inclui emissões de capital e fundos de intermediários financeiros (1).

Os números do Quadro 2.2 ilustram o ponto. Tanto para o Setor Comércio como para o Setor Indústria verifica-se uma clara tendência de os fundos internos aumentarem sua participação. Ademais, os lucros retidos corresponderam a uma maior participação nos lucros totais. É, então, evidente que o setor comercial-industrial usou fundos gerados internamente para expandir sua produção.

O argumento acima levanta a questão do volume de informações que se perde quando se procede à deflação dos valores dos empréstimos bancários visando à apuração dos saldos reais. De fato, através desse procedimento estaremos abandonando o caráter dinâmico da inflação e realizando uma análise estática. As séries deflacionadas, mais adiante, mostrarão uma estimativa da disponibilidade dos recursos reais de financiamento na economia para o período considerado, mas não o 'tempo' de seu uso.

(1) Veja a seção 5.6.1 para uma análise da inflação no Brasil.

Quadro 2.2

## Fluxo de Fundos para o Comércio e a Indústria

Fundos Externos e Internos como % do Total de Fundos  
Lucros Retidos como % dos Lucros Totais

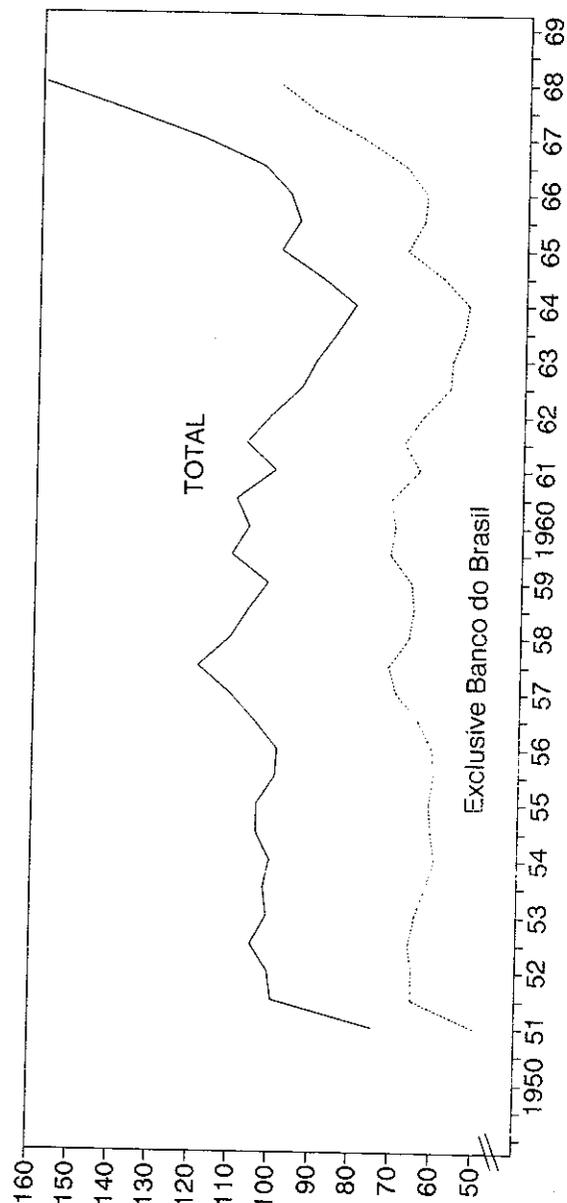
	Comércio			Indústria		
	Fundos externos	Fundos internos	Lucros retidos	Fundos externos	Fundos internos	Lucros retidos
1952	—	—	77,4	—	—	65,0
1953	51,5	48,5	61,7	56,3	43,7	69,0
1954	83,6	16,4	67,9	69,4	30,6	69,5
1955	28,1	71,9	67,8	43,9	56,1	71,8
1956	96,0	4,0	64,7	88,5	11,5	70,3
1957	100,3	-0,3	69,2	75,7	24,3	69,7
1958	67,1	32,9	76,7	70,0	30,0	76,5
1959	76,7	23,4	-70,7	63,6	36,5	75,6
1960	74,7	25,3	68,5	63,4	36,6	75,2
1961	73,5	26,5	72,7	65,9	34,1	74,4
1962	77,1	22,9	76,3	64,1	35,9	82,5
1963	74,1	25,9	83,8	60,8	39,2	85,7
1964	64,9	35,1	87,8	47,3	52,8	90,1
1965	61,5	38,5	86,2	47,4	52,6	84,4
1966	64,5	35,5	74,6	48,8	51,2	81,1
1967	64,4	35,6	88,1	36,6	63,4	65,3
1968	60,6	39,4	81,8	45,9	54,1	80,8

Fonte: Conjuntura Econômica - Vários anos.

O Gráfico 2.11 mostra a evolução dos saldos reais de empréstimos concedidos pelos bancos (incluindo o Banco do Brasil) ao setor privado. Os dados referem-se aos finais de ano e foram calculados a partir de médias móveis de cinco períodos ajustadas sazonalmente de saldos trimestrais deflacionados pelo Índice Geral de Preços da FGV.

A característica surpreendente da série é a ausência de qualquer tendência crescente nos empréstimos totais, como se poderia esperar em uma economia em expansão. De 1952 a

GRÁFICO 2.11  
Empréstimos ao Setor Privado  
Milhares de Cr\$ de 1952



1956 os saldos mostraram-se quase estáveis. Houve um súbito aumento em 1957, certamente refletindo a maior expansão primária da moeda relacionada ao início da implementação do Plano de Metas (1). A partir daí os saldos decresceram constantemente até 1964. Houve um agudo crescimento em 1965, seguido de uma queda em 1966, como consequência das estritas políticas de estabilização impostas na época. Nos três anos seguintes observou-se um rápido aumento nos empréstimos, motivado pelo fim da recessão econômica e pela política de dinheiro fácil adotada a partir de 1968. No longo prazo pode-se dizer que os empréstimos pouco se elevaram entre 1952 e 1966, refletindo uma disponibilidade real de fundos constante.

As flutuações nos saldos do Banco do Brasil (mostradas pela diferença entre as duas linhas do gráfico) são menos enfáticas que as dos bancos privados. Isto pode ser entendido se recordarmos que os créditos do Banco eram basicamente ligados a programas governamentais específicos, dependendo menos da demanda geral de fundos que de uma política de desenvolvimento de longo prazo. Por outro lado, as eventuais flutuações se deveram basicamente à posição peculiar mantida pelo Banco do Brasil no sistema financeiro brasileiro. Sendo uma mistura de banco central e banco comercial, os empréstimos eram (e ainda são) usados como um importante - se não o mais importante - instrumento de política monetária. Como detentor das reservas voluntárias dos bancos comerciais, qualquer crédito contra o Banco do Brasil equivale à base monetária. Qualquer expansão (contração) de seus empréstimos significa um automático aumento (decréscimo) nas reservas bancárias, e a conseqüente expansão dos meios de pagamento. Levando em conta esse fato, todos os programas de estabilização previam uma redução dos empréstimos do Banco do Brasil (2). No entanto, tais reduções eram predominantemente realizadas nos empréstimos ao setor público, ainda que o setor privado fosse também afetado.

O Gráfico 2.12 mostra os saldos reais de empréstimos ao setor público. Estes empréstimos foram concedidos quase que integralmente pelo Banco do Brasil e referem-se a créditos ao governo federal, isto é, ao Tesouro. Esta era a forma tradicional de financiar os déficits orçamentários. Os empréstimos se expandiram constantemente de 1951 a 1968, com exceção dos anos 1958/59 e 1966/67 quando, como foi mencionado antes, estiveram em curso programas de estabilização e o Banco reduziu dramaticamente o nível de seus créditos. De 1959 a 1965 os saldos aumentaram quase cinco vezes, refletindo o maior gasto público financiado por déficit orçamentário.

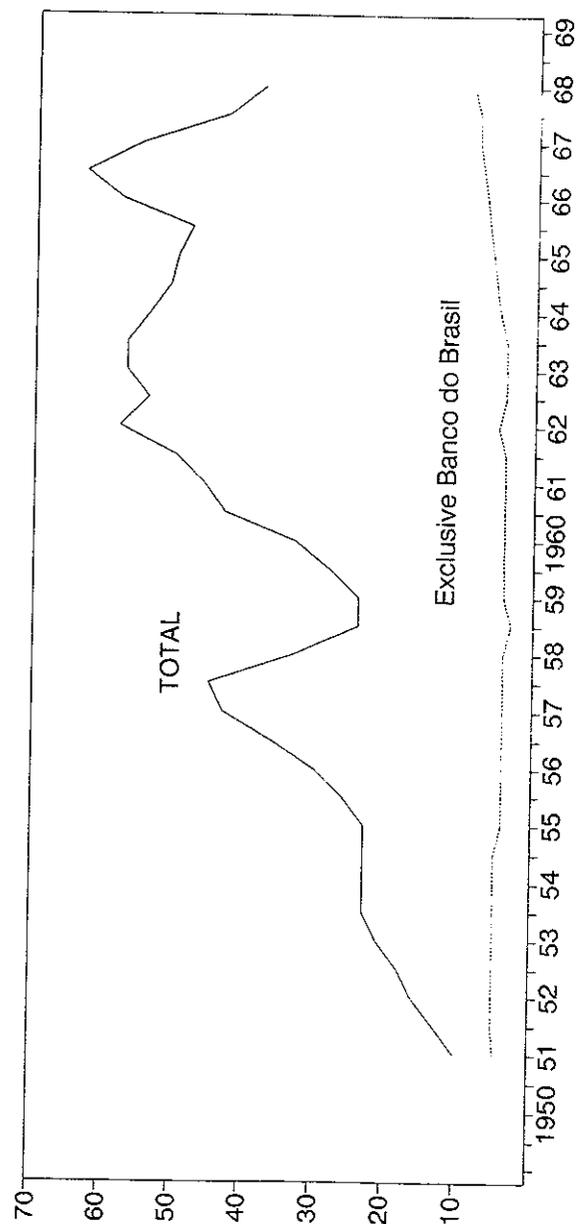
(1) De fato, a oferta de moeda cresceu a uma taxa anual real de mais de 20% do segundo trimestre de 1957 ao terceiro trimestre de 1958.

(2) O uso mais agudo deste instrumento ocorreu durante o programa de estabilização de 1958/59, quando os empréstimos totais reais mostraram a seguinte taxa equivalente anual de expansão (%):

	1º trimestre	2º trimestre	3º trimestre	4º trimestre
1958	...	...	2,0	-10,0
1959	-23,0	-27,0	-28,0	-19,0

Fonte: Movimento Bancário do Brasil.

GRÁFICO 2.12  
Empréstimos ao Setor Público  
Milhares de Cr\$ de 1952



Finalmente, os Gráficos 2.13 e 2.14 somam os dois setores e mostram claramente que a expansão do crédito bancário real no período deveu-se quase que exclusivamente ao aumento dos empréstimos ao setor público. Ademais, pode-se observar que mesmo nas épocas de aperto do crédito ao setor privado o setor público manteve sua tendência ascendente em relação ao crédito. Em resumo, os aumentos nos empréstimos totais estiveram subordinados à expansão dos créditos ao Tesouro concedidos pelo Banco do Brasil. Toda a expansão primária dos meios de pagamento foi realizada 'em benefício' do setor público.

O exame simultâneo dos Gráficos 2.11 a 2.14 sugere que de 1951 a 1957 os empréstimos ao setor privado aumentaram nos anos extremos, permanecendo constantes de 1952 a 1956. Não parece, no entanto, que o setor privado tenha enfrentado sérias dificuldades para financiar um crescente produto real. A partir de 1957, e até 1964, o declínio na disponibilidade real de recursos financeiros, acoplado a uma expansão no crédito ao setor público a partir de 1959, implicou forte aperto no crédito institucionalizado, dado o maior ritmo de crescimento do produto real. Assim, na medida em que a) foi a partir de 1957 que o Plano de Metas foi efetivamente implementado; e b) o setor público elevou significativamente sua participação na formação bruta de capital fixo de 1957 a 1965, essencialmente através de programas rodoviários e de energia elétrica, pode-se sugerir que uma parcela substancial dos recursos requeridos pelo setor privado foi suprida pelo governo federal através de seus contratados. Em outras palavras, o Banco do Brasil abria suas linhas de crédito ao Tesouro, e elas eram transferidas ao setor privado via programas de obras públicas. Na medida em que os fundos normalmente são liberados aos contratados a cada estágio da obra, e não ao fim do contrato, entende-se como esse mecanismo funcionou como fonte de capital de giro às empresas. Assim, o que inicialmente se afigurava um empréstimo ao setor público era reciclado ao setor privado e dava lugar ao financiamento interempresas, o que não aparece nas estatísticas bancárias. Em suma, este 'refinanciamento' do setor público deve ter se constituído em importante fonte de fundos comerciais e industriais, em adição ao crédito bancário. Os requerimentos financeiros adicionais devem ter sido sacados, como discutido acima, do mercado paralelo e de lucros retidos.

A desagregação por setores pode elucidar ainda mais o ponto. Três setores foram selecionados e os Gráficos 2.15 e 2.16 mostram os empréstimos reais concedidos a cada um deles pelo Banco do Brasil e pelos demais bancos. Os Gráficos 2.17 e 2.18, por sua vez, comparam a evolução dos índices dos empréstimos e do produto real dos dois principais setores. No quadro 2.3 também é mostrada a relação empréstimo/produto, que expressa a disponibilidade de finanças por unidade monetária de produto, considerando-se que esta relação, em 1952, fosse igual a um. Obviamente, tal relação não é uma medida de 'escassez' ou 'abundância' de recursos financeiros, mas serve meramente para a comparação de valores.

GRÁFICO 2.13  
Empréstimos Totais do Sistema Bancário  
Milhares de Cr\$ de 1952

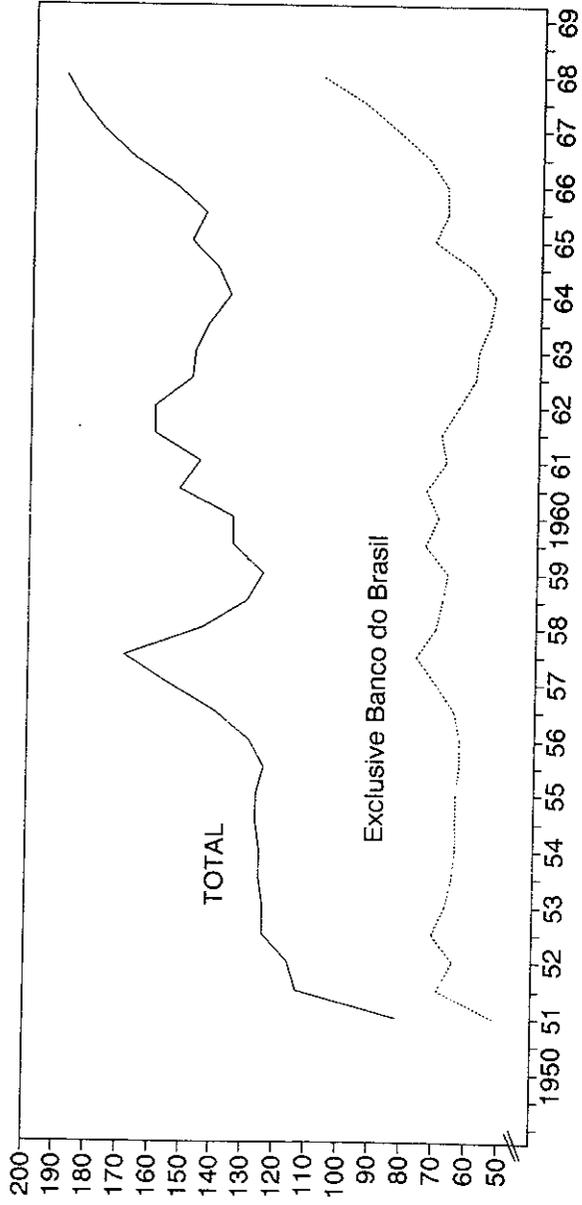


GRÁFICO 2.14  
Empréstimos Totais do Sistema Bancário  
Milhares de Cr\$ de 1952

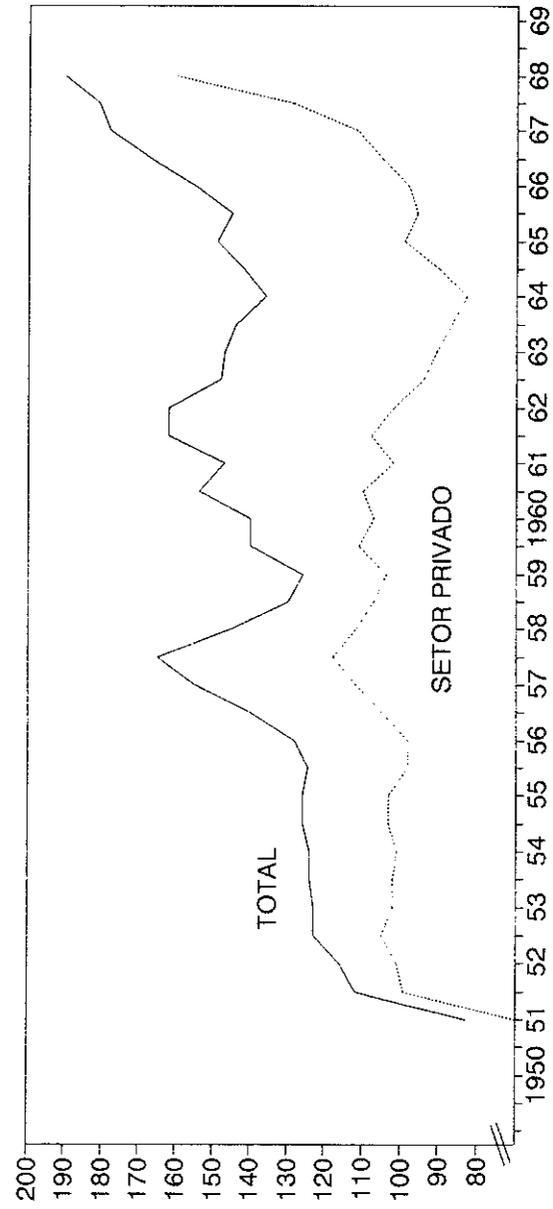


GRÁFICO 2.15  
Empréstimos Comércio e Indústria  
Milhares de Cr\$ de 1952

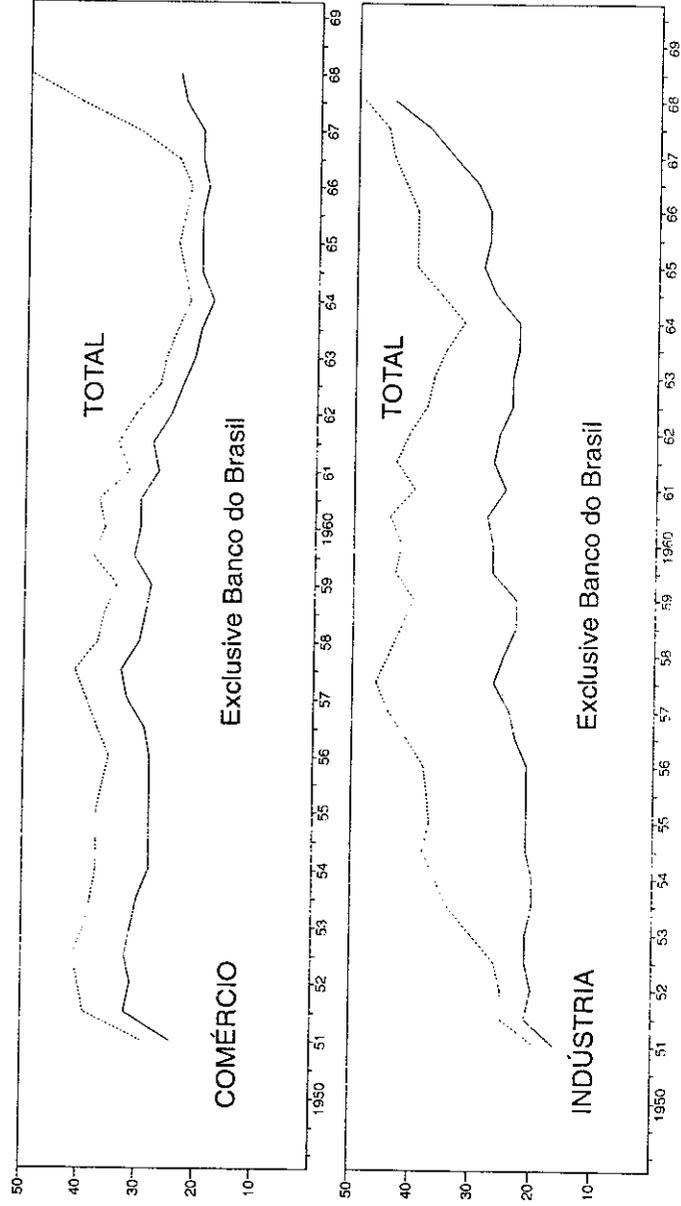


GRÁFICO 2.16  
Empréstimos - Agricultura  
Milhares de Cr\$ de 1952

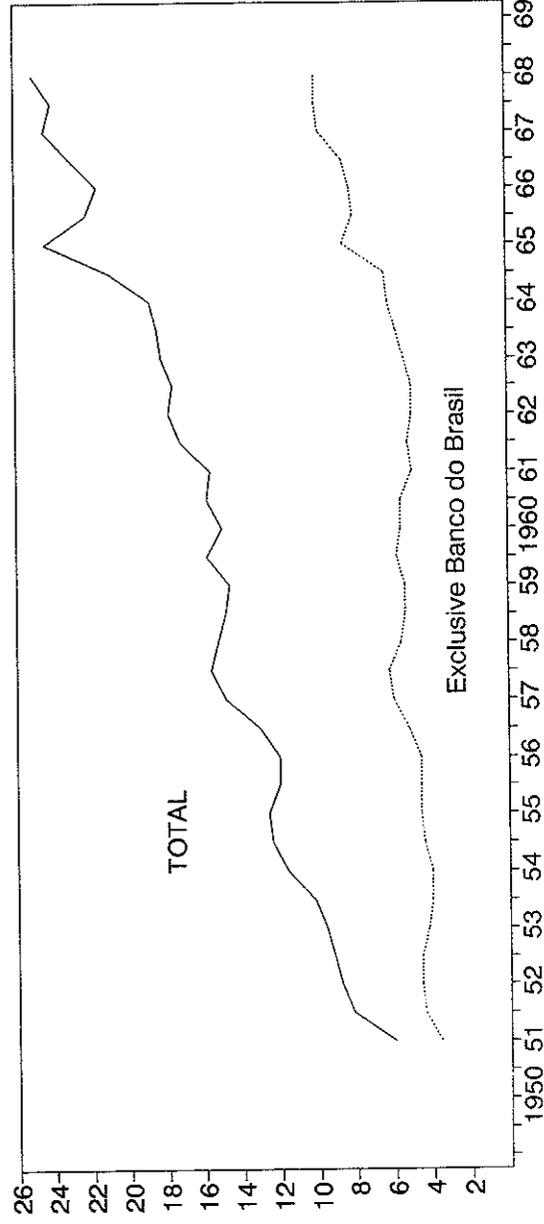


GRÁFICO 2.17  
Empréstimos e Produto Real - Comércio  
Índices 1952 = 100

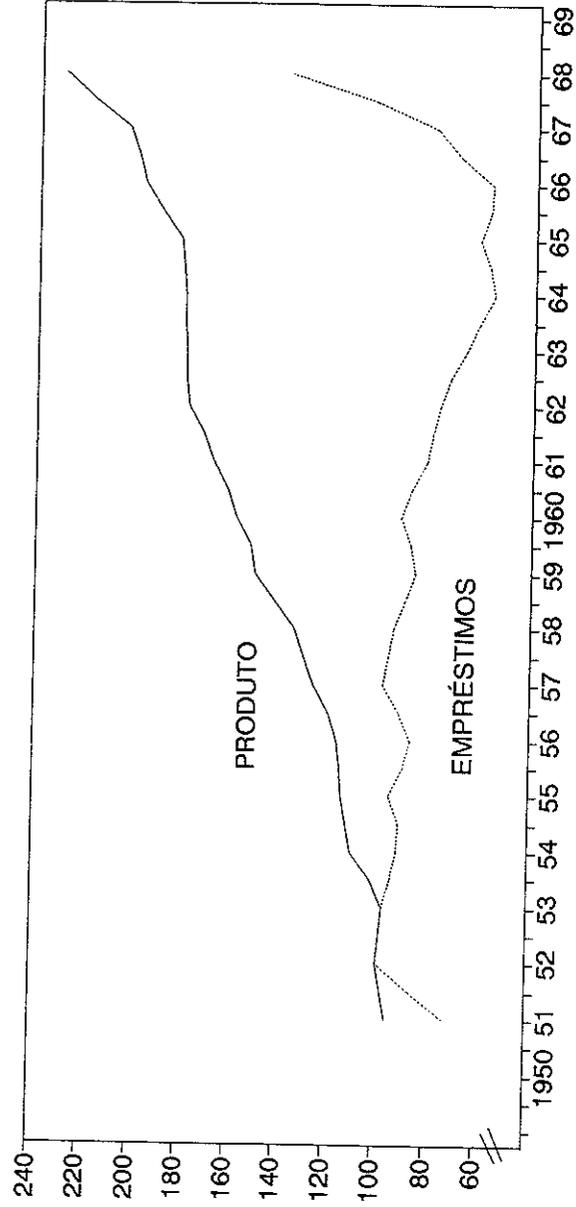
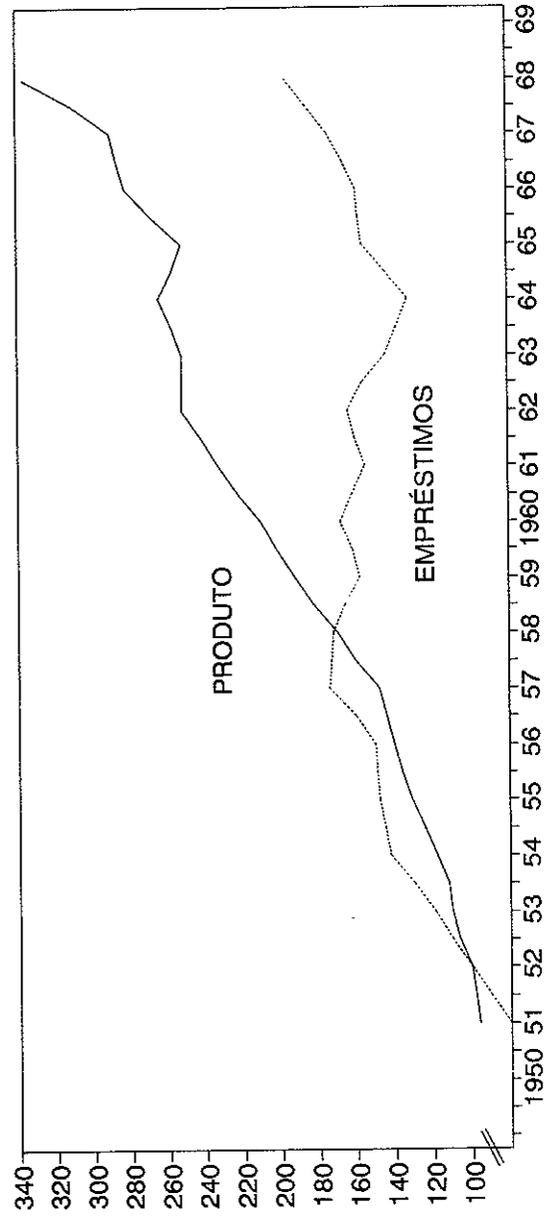


GRÁFICO 2.18  
Empréstimos e Produto Real - Indústria  
Índices 1952 = 100



Quadro 2.3

Relação Empréstimo/Produto  
Valores de fim de ano - 1952 = 1,00

	Comércio	Indústria	Agricultura
1951	0,77	0,94	0,84
1952	1,00	1,00	1,00
1953	1,05	1,12	1,12
1954	0,88	1,24	1,22
1955	0,85	1,16	1,28
1956	0,80	1,09	1,24
1957	0,81	1,22	1,42
1958	0,72	1,04	1,40
1959	0,60	0,86	1,30
1960	0,60	0,81	1,26
1961	0,51	0,70	1,22
1962	0,45	0,67	1,32
1963	0,38	0,60	1,34
1964	0,31	0,52	1,37
1965	0,35	0,65	1,57
1966	0,30	0,58	1,42
1967	0,39	0,60	1,47
1968	0,56	0,58	1,49

Fonte: Movimento Bancário do Brasil  
Conjuntura Econômica

Os empréstimos ao setor comercial declinaram durante todo período por força da redução dos créditos dos bancos privados, uma vez que os empréstimos do Banco do Brasil se mantiveram em níveis razoavelmente estáveis. No todo, a participação dos empréstimos do sistema bancário ao setor comercial decresceu de 34% em 1952 para 14% em 1967. Os dados da Fundação Getúlio Vargas sobre a composição dos ativos e passivos das empresas (1) mostram que até 1963 uma crescente parcela dos recursos que fluíram para o setor foi utilizada como ativos de giro (caixa, estoques e créditos). No entanto, a participação dos empréstimos bancários no total do passivo caiu a partir de 1957. A relação patrimônio líquido/passivo mostra uma tendência indefinida (talvez levemente decrescente). Pode-se

(1) A cada ano a Fundação Getúlio Vargas coleta dados de uma amostra de empresas de vários setores, calculando os principais itens de seus balanços. Dado que a amostra não é a mesma a cada ano, só se pode examinar estes dados em uma base relativa, de forma a comparar sua evolução.

então concluir que o financiamento do setor foi crescentemente realizado por fontes não-bancárias. Estas incluem, além do mercado paralelo, o igualmente importante crédito de fornecedores, especialmente da indústria, aparentemente suficiente para a rotação dos estoques. Uma hipótese adicional é a de que o setor teria aumentado gradualmente a rotação dos estoques o que significaria menores custos financeiros mas elevação dos custos gerenciais e de oportunidade (o que contrariaria a política de defesa contra a inflação através de maiores níveis de estoque).

O setor industrial (Gráfico 2.18) aumentou seu saldo de empréstimos até 1958. Desse ano em diante os saldos decresceram, não obstante o intenso crescimento industrial verificado no período 1958/64 (aumento real de 54% na produção). Os mesmos dados da Fundação Getúlio Vargas mostram uma maior relação passivo bancário/passivo total até 1959 e um decréscimo a partir de então. A parcela de fundos destinados ao capital de giro aumenta levemente até 1961 e decresce até 1965. Ademais, a relação patrimônio líquido/passivo decresce até 1963, expandindo-se depois. Isto indica que o setor, como um todo, seguiu uma política de endividamento crescente, claramente apoiada na taxa real negativa de juros paga pelos empréstimos contratados junto aos intermediários financeiros. O menor endividamento na recessão 1966/67 decorreu mais das restrições de crédito impostas pelas autoridades monetárias do que de um maior afluxo de capitais para o setor. O 'hiato' financeiro constatado a partir de 1958 foi solucionado, como já mencionamos através de a) recursos financeiros associados aos contratos públicos, b) crédito de fornecedores, c) mercado paralelo, d) crédito de fornecedores externos e e) investimento estrangeiro direto, que, não obstante orientado para o investimento em capital fixo, liberou recursos para o giro.

O setor primário, apesar de participar com menos de 10% dos empréstimos bancários totais, parece ter operado com crédito fácil. Isto se deveu basicamente à ação do Banco do Brasil como banco rural de fato, através de sua carteira agrícola. Essa política de 'crédito fácil' certamente contrabalançou, em parte, a eventual evolução desfavorável dos preços agrícolas em relação aos preços dos outros setores.

De 1965 em diante o sistema financeiro brasileiro passou por profundas mudanças institucionais (1). Novos intermediários financeiros foram criados e os antigos foram modernizados. Esta reorganização permitiu a internalização de poupanças no mercado institucionalizado, através da captação de fundos anteriormente dispersos na economia.

(1) Tema a ser abordado no Capítulo 6.

Ao mesmo tempo o Tesouro aliviou a pressão de seu déficit sobre o Banco do Brasil, tanto pelo decréscimo do próprio déficit (através de uma violenta compressão de despesas e elevação de carga fiscal) como pela criação de fontes alternativas de financiamento não ligadas à expansão primária dos meios de pagamento. Tudo isso motivou um rápido aumento dos empréstimos ao setor privado, a partir de 1968.

Nos próximos capítulos essas tendências de longo prazo serão divididas em análises de subperíodos e interpretações adicionais serão procedidas sobre os problemas aqui examinados.

## 2.5. Apêndice

O seguinte procedimento foi adotado para se calcular as séries básicas do sistema bancário privado, neste capítulo:

- 1 O tamanho de cada banco foi definido pelo volume de seus depósitos. Apesar de se poder argumentar que o patrimônio líquido é um melhor indicador de tamanho, os depósitos estão mais intimamente relacionados ao volume de operações do banco.
- 2 Os dados de depósitos publicados na Revista Bancária Brasileira foram coletados para cada banco de 1950 a 1969, com base nos balanços de junho e dezembro. O Banco do Brasil e outros bancos oficiais foram deixados de lado, pois nosso propósito era focalizar a análise nos bancos privados.
- 3 Alguns bancos, no entanto, não publicam ao lado do balanço a conta de lucros e perdas. Outros publicam essa conta, mas suprimindo algumas informações vitais. Assim, o 'universo' pesquisado foi necessariamente reduzido àqueles bancos que fizeram uma abertura total de suas contas. A Tabela abaixo mostra o tamanho do universo em cada semestre considerado.

	(1)	(2)	(3)		(1)	(2)	(3)
1950 J	183	128	70,5	1960 J	242	204	91,2
1950 D	179	160	78,6	1960 D	242	230	96,0
1951 J	186	137	72,3	1961 J	247	209	91,3
1951 D	189	170	80,6	1961 D	249	239	94,1
1952 J	193	145	75,0	1962 J	257	224	94,8
1952 D	199	177	79,2	1962 D	262	252	96,0
1953 J	204	147	74,1	1963 J	266	237	95,1
1953 D	199	180	82,3	1963 D	276	265	96,5
1954 J	202	155	80,6	1964 J	280	250	95,9
1954 D	208	188	84,6	1964 D	284	274	96,4
1955 J	203	163	81,3	1965 J	281	264	96,5
1955 D	207	191	87,2	1965 D	284	273	99,2
1956 J	216	172	83,5	1966 J	276	267	93,7
1956 D	216	199	87,7	1966 D	268	260	97,8
1957 J	216	177	84,1	1967 J	237	232	99,8
1957 D	224	206	90,6	1967 D	220	214	96,7
1958 J	231	189	87,5	1968 J	210	208	97,4
1958 D	230	213	93,3	1968 D	191	190	96,2
1959 J	231	189	89,5	1969 J	185	184	96,5
1959 D	234	219	94,4	1969 D	167	166	95,6

Coluna 1 - Número de bancos com balanço publicado.

Coluna 2 - Número de bancos com contas de lucros e perdas publicada.

Coluna 3 - Percentagem do total de depósitos mantida pelos bancos na coluna 2.

J - Junho

D - Dezembro

- 4 Em cada semestre os bancos foram classificados por tamanho. Selecionou-se, então, três estratos. Os grandes bancos foram definidos como aqueles cuja participação nos depósitos totais estava acima de 2%. Os bancos médios foram definidos como aqueles com depósitos menores do que 2% e maiores do que 0,5% dos depósitos totais. Os demais bancos foram colocados residualmente no estrato de bancos pequenos.
- 5 Os procedimentos de amostragem foram os seguintes: o tamanho total da amostra foi fixado em 30 bancos; os bancos foram divididos entre os estratos de tal forma que o número de bancos em cada estrato fosse proporcional ao desvio padrão dos valores dos depósitos, no mesmo estrato.
- 6 Uma amostra aleatória foi então extraída em cada semestre, para cada um dos três estratos. Os dados dos bancos amostrados foram então novamente coletados dos balanços publicados. Esses dados compreenderam juros pagos e cobrados, despesas, folha de pagamento, lucro líquido, capital e reservas. Os empréstimos e depósitos foram fixados como a média do semestre calculada a partir dos balancetes mensais; esse procedimento foi adotado para evitar o 'enfeite de balanço' de fim de semestre.

- 7 Finalmente os resultados foram calculados como médias simples para cada estrato e como média ponderada para a amostra total, os pesos sendo iguais ao valor dos depósitos totais do estrato.
- 8 Os resultados mostrados nos Gráficos são médias móveis de três períodos, de forma a eliminar flutuações sazonais e focalizar a atenção nas tendências de longo prazo.

## CAPÍTULO 3

### A ECONOMIA BRASILEIRA DE 1952 A 1961

#### 3.1. Introdução

A evolução da economia brasileira nos 10 anos em referência compreende uma primeira fase de 1952 a 1955 que pode ser considerada como fase de transição entre o período de pós-guerra - quando o crescimento ainda estava voltado 'para fora' (1) - e o grande esforço de desenvolvimento que se inicia em 1956. De uma perspectiva mais ampla, no entanto, essas duas fases se fundem em um período único, cuja principal característica é o aprofundamento do processo de industrialização por substituição de importações.

Se foi durante a vigência do Plano de Metas que a economia acelerou sua taxa de desenvolvimento, foi nos primeiros anos da década que se formaram as pré-condições para este avanço. A maioria das modificações na política econômica durante os anos 1952/55 teriam influência decisiva no processo que se seguiu. É nesse período que a idéia de um planejamento ao nível nacional toma corpo, nos círculos acadêmicos e tecnocráticos (2). A luta pelo monopólio estatal do petróleo simbolizando, em particular, a determinação do setor público de intervir em áreas econômicas de importância vital; as medidas de política cambial; e a criação do BNDE, situam-se entre os acontecimentos de maior relevância na recente história econômica do Brasil. Todas essas medidas foram posteriormente integradas, de uma forma ou de outra, ao Plano de Metas, que representou, sem dúvida, a primeira experiência da economia brasileira de fixação de um elenco de políticas orientadas para a aceleração da taxa de crescimento. Na seção 3.3.2 teremos oportunidade de discutir em detalhes esse plano.

(1) Isto não quer dizer que a economia ainda estivesse vinculada a um esquema primário-exportador, mas sim que as flutuações do comércio exterior não eram ainda conscientemente 'filtradas' pelos órgãos governamentais em favor de determinados objetivos estabelecidos. As restrições à importação ocorridas a partir de 1947 ainda apresentavam o caráter predominante de solução para o problema do balanço de pagamentos e menos o de uma política explícita de industrialização.

(2) É interessante observar como as publicações oficiais modificam ao longo desses anos tanto o centro de suas análises como a própria disposição do material. Percebe-se, claramente, a preocupação em privilegiar os problemas do desenvolvimento econômico e as possibilidades de o setor público influenciar os rumos da economia. Ver, por exemplo, os Relatórios do Banco do Brasil e as Exposições do Conselho Nacional de Economia.

### 3.2. Evolução Econômica no Período

O Quadro 3.1 mostra os valores do PIB a preços correntes, a preços constantes e os respectivos índices, e o valor do produto per capita. Verificamos que o produto real cresce nesses anos a uma taxa de 7,3% a.a., o que representa um crescimento de 4,3% a.a. da renda per capita. À exceção dos anos de 1953 e 1956, o crescimento manteve-se sempre acima de 5,5% ao ano, alcançando um máximo de 10,3% em 1961.

Quadro 3.1

Brasil. Produto Interno Bruto  
Milhões de Cr\$

	PRODUTO INTERNO BRUTO				
	Corrente	C\$ de 1952	Índice Real 1952 = 100	Variação anual %	PIB/cap 1952 = 100
1952	397,3	397,3	100,0	8,7	100,0
1953	469,5	407,3	102,5	2,5	99,6
1954	627,4	448,5	112,8	10,1	106,4
1955	783,4	479,2	120,6	6,9	110,4
1956	995,9	494,4	124,4	3,2	110,6
1957	1.218,0	534,3	134,5	8,1	116,0
1958	1.457,5	575,5	144,8	7,7	121,3
1959	1.987,6	607,6	152,9	5,6	124,4
1960	2.750,7	666,5	167,8	9,7	132,5
1961	4.052,1	735,1	185,0	10,3	142,1

Fonte: FGV-Conjuntura Econômica, Setembro 1971.

O Quadro 3.2 decompõe o produto em alguns setores, indexados para o ano base de 1952. Observa-se claramente a liderança exercida pelo setor industrial e pelo setor de serviços básicos (transporte e comunicações) sobre o crescimento do produto total. Eles crescem 133% e 98%, respectivamente, no período. O setor agrícola é o que menos cresce.

Quadro 3.2

Índices do Produto Real por Setores  
1952 = 100

	Agricul- tura	Indús- tria	Serviços			Produto Real
			Total	Comér- cio	Trans- porte	
1952	100	100	100	100	100	100
1953	100	109	100	98	110	103
1954	108	118	113	109	119	113
1955	116	131	117	113	124	121
1956	114	140	122	115	130	124
1957	124	148	133	126	141	135
1958	127	172	140	135	149	145
1959	133	193	142	148	163	153
1960	140	210	161	156	192	168
1961	151	233	180	167	198	185
1952/61	4,7	9,9	6,7	5,9	7,9	7,1

% a.a.

Fonte: FGV-Conjuntura Econômica, Setembro 1971.

O setor industrial, decomposto em seus ramos mais importantes, apresentou taxas de crescimento indicadas no Quadro 3.3. Verificamos, então, que é a indústria de transformação que apresenta a maior taxa de crescimento no período, 9,7% a.a., seguida da indústria extrativa mineral (que se refere principalmente a insumos ao setor industrial).

Quadro 3.3

Indústria. Taxas de Crescimento 1952/61  
Média Anual (%)

Indústria Extrativa Mineral	10,1
Indústria de Transformação	10,2
Construção Civil	5,0
Serviços de Utilidade Pública	9,0
Total	9,8

Fonte: Conjuntura Econômica, Setembro 1971.

Dada sua maior importância no produto industrial (88% da renda gerada no setor em 1952; 86% em 1961), a indústria de transformação merece uma atenção especial. O Quadro 3.4 mostra a indústria de transformação classificada segundo a natureza dos diversos ramos. A primeira classificação separa os ramos em tradicionais e modernos, onde as expressões **tradicional** e **moderno** referem-se aos ramos instalados em geral durante o período do modelo primário-exportador, e àqueles instalados em épocas mais recentes. Isto não significa, é claro, que todas as empresas do ramo tradicional tenham sido instaladas em épocas pretéritas, mas apenas usamos esse critério para melhor entender as características dinâmicas de cada ramo. Pode-se observar que os ramos tradicionais são aqueles que cresceram mais lentamente (6,5% a.a.), enquanto o setor moderno cresceu aceleradamente (17,7% a.a.), como é óbvio em um processo rápido de crescimento e modernização.

A taxa de crescimento do setor tradicional, no entanto, foi bastante elevada se comparada com as taxas de crescimento populacional e de urbanização (3,0% e 5,6% na década de 50). Este ponto é de especial relevância se lembrarmos que as indústrias tradicionais são aquelas que produzem os bens de consumo de massa. Assim é que, em uma primeira aproximação, podemos sugerir que apesar de crescer mais lentamente que o resto do setor industrial, as indústrias tradicionais enfrentaram uma demanda por seus produtos em contínua expansão, acima do crescimento populacional e urbano, o que pode ser interpretado como o efeito-renda do aumento do emprego nas camadas mais pobres da população (1). Isto será de especial importância quando estudarmos o período 1962/68, e compararmos a distinta trajetória do setor industrial.

O restante do setor industrial cresceu a taxas elevadas (17,7% a.a.), o que indica um forte processo de modernização. A participação do estrato moderno subiu de 35,9% do valor agregado em 1952 para 57,9% em 1961.

(1) Seria errado, no entanto, concluirmos que por serem estas indústrias as de baixo coeficiente capital/trabalho o aumento do emprego industrial se daria fundamentalmente através desses ramos. Sem entrar em maiores detalhes, assinalamos que no período 1949/59 o setor tradicional aumentou seu emprego em 1,3 % a.a. contra 6,1% do setor moderno. Isto porque o setor tradicional geralmente aproveita os rápidos crescimentos de demanda para modernizar suas velhas empresas, substituindo mão de obra em favor de técnicas mais modernas. Dessa forma, a produtividade das indústrias modernas cresceu a 7,3% a.a. no período 1949/59 contra um crescimento pouco inferior, de 5% a.a., das indústrias tradicionais. Vide Sochaczewski, 1970.

Quadro 3.4

Valor Agregado Industrial em 1952 e 1961  
Milhões de Cr\$ em 1952

	VA 1952	VA 1961	Taxa % a.a. 1952/61	Participação %	
				1952	1961
Tradicionais	73,4	129,4	6,5	64,1	42,1
Dinâmicas - A	32,2	108,3	14,4	28,2	35,2
Dinâmicas - B	8,7	69,9	25,5	7,7	22,7
Dinâmicas - Total	41,4	178,3	17,7	35,9	57,9
Total	114,0	307,8	11,6	100,0	100,0
Não-duráveis	63,4	123,2	7,7	55,4	40,0
Duráveis	6,8	37,6	18,2	6,0	12,2
Intermediários	37,2	109,9	12,8	32,5	35,7
Capital	7,0	37,0	20,3	6,1	12,3
Total	114,0	307,8	11,6	100,0	100,0

<b>Tradicionais:</b>	Madeira, Móveis, Couros e Peles, Têxtil, Vestuário e Calçados, Produtos Alimentícios, Bebidas, Fumo, Editorial e Outros.
<b>Dinâmicas-A:</b>	Minerais não-metálicos, Papel e Papelão, Borracha, Química e Metalúrgica.
<b>Dinâmicas-B:</b>	Mecânica, Material Elétrico e Material de Transporte.
<b>Não-Duráveis:</b>	Têxtil, Vestuário e Calçados, Produtos Alimentícios, Bebidas, Fumo, Editorial e parte da Química.
<b>Duráveis:</b>	Móveis, Outros, parte de Material de Transportes e parte de Material Elétrico.
<b>Intermediários:</b>	Minerais Não-Metálicos, Metalúrgica, Borracha, Couros e Peles, Papel e Papelão, Madeira, parte da Química, parte de Material Elétrico.
<b>Capital:</b>	Mecânica, parte de Material de Transportes, parte de Material Elétrico.

Fonte: Programa Estratégico de Desenvolvimento. Diagnóstico Preliminar do Setor Industrial. MINIPLAN, 1967.

O mesmo processo pode ser observado de um outro ângulo, se classificarmos os ramos segundo o uso de seus produtos. O acelerado crescimento dos setores de bens de consumo duráveis e bens de capital indica um processo de integração vertical na indústria. Ambos os setores dobraram sua participação no VA industrial ao longo do período. Esse movimento ocorre em detrimento do setor de bens de consumo não-duráveis.

Em resumo, podemos dizer que o setor industrial nesse período experimentou um duplo processo de acelerada modernização e integração vertical (no sentido de uma expansão do valor agregado doméstico). Observado sob o ângulo dos produtos de demanda final, há um aumento da participação relativa dos bens de consumo duráveis, refletindo o tipo de incentivo que se dava à montagem do setor industrial. É preciso que tenhamos claro este processo para entendermos a desaceleração do crescimento industrial e a crise econômica que se inicia em 1962, uma vez esgotados os mercados preexistentes. Este ponto será abordado com detalhes no Capítulo 5.

### 3.3. As Políticas Econômicas e suas Conseqüências

A seguir examinaremos os principais aspectos da política econômica no período, com o objetivo de avaliar em que medida o setor público podia influenciar os rumos do desenvolvimento e, ao mesmo tempo, qual o grau de efetividade desta intervenção.

#### 3.3.1. A política cambial

No início da década de 50 o principal, senão único, instrumento da política econômica à disposição do setor público era a política cambial. As manipulações na taxa de câmbio, a imposição de quotas e tarifas de importação, os impostos de exportação (as vezes quotas), formavam o principal painel de instrumentos à disposição dos gestores da política econômica. A evolução da economia brasileira na década de 50 e até meados da década de 60 foi marcada por modificações profundas na política cambial, e cada uma dessas alterações constitui um marco decisivo no processo de desenvolvimento do período. É, assim, importante que nos detenhamos com mais atenção na análise das conseqüências de cada uma das reformas cambiais no período.

Antes, porém, recordemos qual a política adotada no período imediatamente anterior à reforma cambial de 1953. As reservas cambiais acumuladas pelo Brasil durante a guerra esgotaram-se rapidamente em face da política cambial extremamente liberal que vigorou a

partir de 1946 (1). A taxa cambial, mantida ao nível anterior ao conflito mundial a despeito da forte inflação interna, estimulava as importações e remessas de capital. Na ausência de um crescimento paralelo das exportações (cuja demanda voltara aos níveis normais de antes da guerra), a expansão das importações foi financiada pela exaustão das reservas e já em 1947 reapareciam os déficits no balanço de transações correntes e no balanço de pagamentos. A reintrodução de controles de importações foi a conseqüência lógica. Entre as alternativas de desvalorizar a taxa cambial e introduzir controles nas importações, a última opção foi escolhida. Por um lado, temia-se que uma desvalorização do cruzeiro jogasse por terra o preço internacional do café, agravando ainda mais a situação externa; por outro lado, esperava-se que o controle das importações não pressionasse os preços internos. Esta última hipótese só seria verdadeira se houvesse paralelamente um controle sobre os preços internos de venda dos produtos importados. Como esse não era o caso, os controles permitiram altos lucros extraordinários para os importadores.

Este sistema, que vigorou de junho de 1947 a janeiro de 1953, constituiu na adoção da taxa de câmbio declarada ao FMI de Cr\$ 18,50 \*/US\$ (2), aplicável a todas as transações. As importações eram controladas segundo um sistema de emissão de licença-prévia, selecionadas de acordo com um critério de prioridades definido pela Carteira de Exportação e Importação (CEXIM) do Banco do Brasil, o qual discriminava as importações 'menos essenciais'.

Se desde o momento de adoção deste esquema já se podia prever dificuldades, dois fatores adicionais concorreram para seu mau funcionamento. Em primeiro lugar, o recrudescimento da inflação interna ia expulsando gradualmente os produtos da pauta de exportação (colocando-os na categoria dos chamados 'gravosos'). Em 1952 o café chegou a representar 74% das receitas de exportação (3). Em quase todos os casos as exportações só eram possíveis mediante fortes subsídios governamentais. Ainda em 1952, por exemplo, o algodão, que era o segundo produto mais importante da pauta, teve sua safra integralmente

(1) D. L. 9.025, de 27.02.1946.

(2) Ao longo deste trabalho as referências ao cruzeiro dirão respeito ao padrão introduzido pela reforma de 1965, equivalente a 1.000 cruzeiros antigos. No entanto, algumas vezes será necessário apresentar alguns dados em cruzeiros antigos de forma a evitar o uso excessivo de decimais - como é o caso das taxas de câmbio no início dos anos 50. Nesse caso, o nome cruzeiro ou o símbolo Cr\$ será identificado por um asterisco (\*). Em todos os outros casos o nome ou símbolo expressa a unidade introduzida em 1965.

(3) Pode-se perguntar porque o setor exportador não se opôs logo de início ao sistema de taxa de câmbio fixa. Lessa (1964) dá algumas sugestões de ordem econômica e política. Os anos de 1947/48 haviam experimentado uma redução na taxa de inflação. Havia a idéia geral de que o equilíbrio de preços internos era função quase que exclusiva da política cambial. Assim, podia-se prever que o sistema de taxa fixa iria reduzir ainda mais a taxa de inflação. Por outro lado, o setor exportador, abalado por diversas crises desde o início do século, havia se acostumado a depender completamente da ação governamental, tendo um papel passivo na fixação de políticas. Dessa forma, é fácil compreender porque, num primeiro momento, o sistema de taxas fixas de câmbio enfrentou pouca resistência.

comprada pelo Banco do Brasil, para tirar os produtores de sérias dificuldades. A situação cambial agravava-se, assim, de ano para ano (1).

A despeito das fortes elevações no preço internacional do café iniciadas em 1947/48 (2), a eclosão da guerra da Coreia viria pressionar ainda mais o mercado de câmbio. Temia-se a reintrodução das restrições de exportações pelos países desenvolvidos, atingindo especialmente os equipamentos industriais. Segue-se, então, uma frenética importação de bens de capital, muito acima da capacidade de pagamento do País (3). Essas importações foram financiadas pela acumulação de atrasados comerciais, garantidos pelo governo federal. Em 1952 a situação se agravou substancialmente, montando os atrasados comerciais a US\$ 541 milhões, alcançando o déficit em transações correntes a cifra de US\$ 709 milhões e o do balanço de pagamentos o montante de US\$ 615 milhões, para uma importação total de US\$ 1.702 bilhões.

O segundo fator que conspirava contra o êxito do sistema de taxa fixa era de origem interna. Os bens importados (à taxa oficial) eram transacionados internamente a um 'preço de equilíbrio' crescente, em face da inflação interna. Surgiram então insistentes denúncias de corrupção no sistema de distribuição das licenças de importação, dispostos que estavam os importadores a conseguí-las 'a qualquer preço'.

Um terceiro fator, de ordem indireta, também contribuiu para a liquidação do sistema em 1953. O setor público, necessitando recursos crescentes para financiar seus gastos na infra-estrutura básica, participava de forma decrescente nas rendas das transações com o exterior, fonte tradicional de receita do governo. Com efeito, vigorava ainda nessa época a tarifa aduaneira de 1937, cujo imposto específico fora completamente corroído pela inflação. Além disso, sobre as importações incidia um imposto estadual, cujo máximo estava limitado por lei a 5% *ad valorem*. Entende-se, assim, que as modificações introduzidas na política cambial em 1953 visassem três objetivos primários:

a) reincentivar as exportações;

(1) A escassez de divisas implicava demoras crescentes entre a concessão da licença para importar e a entrega das divisas. Esses atrasos chegaram a alcançar cinco meses (Cordon, 1962).

(2) O preço internacional do café subiu de uma média de 13¢ por libra-peso em 1949 para 70¢ em 1954. Sem entrar em detalhes sobre o assunto, as razões dessa alta estiveram ligadas a uma série de fatores aleatórios (geadas e pragas) somados à política de intervenção do governo no sentido de reduzir a oferta. No longo prazo, a suposta inelasticidade da demanda por café não se confirmou e as fortes substituições por outras variedades do produto determinaram violentas baixas no preço do café a partir de 1954.

(3) O aumento da importação de equipamentos, correspondente basicamente aos setores metalúrgico e siderúrgico. Suas importações elevaram-se de Cr\$ 20.000 em 1950 para Cr\$ 245.000 em 1951 e Cr\$ 595.000 em 1952 (CNE, 1953, Anexo IV).

b) eliminar o 'controle burocrático' das importações e substituí-lo por algum 'mecanismo de mercado'; e

c) aumentar a participação do Estado nas rendas das transações com o exterior.

É de se indagar como foi possível sobreviver tal sistema por cinco anos. Na verdade, se o setor exportador foi o principal prejudicado pela manutenção da taxa fixa, outros setores foram altamente beneficiados, aspecto que colocaria em evidência a perda da influência do setor exportador sobre o processo decisório da política econômica. Com efeito, além do grupo importador que retinha toda a diferença entre o preço externo e o preço interno, o setor industrial era o principal beneficiário da política de taxa fixa. As reservas de mercado garantidas pelo controle de importação 'não essenciais' e a destinação de grande parte das licenças para a compra de equipamentos garantiam à indústria substituidora de importações um forte estímulo. Entende-se, assim, que a reforma de 1953 se viabilizou na medida em que não modificou a posição privilegiada do setor industrial, beneficiou o setor exportador e amenizou os problemas fiscais do setor público (1).

Em janeiro de 1953 foi dado o primeiro passo para a adoção de um sistema de câmbio mais flexível, com a aprovação da Lei 1.807. Essa lei criava o mercado livre de câmbio para transações financeiras, mantinha o controle das importações, e permitia que as divisas de exportação pudessem ser vendidas em parte no mercado livre. Esse sistema híbrido vigorou de janeiro de 1953 a outubro de 1953. A reforma de outubro de 1953 foi consubstanciada na Instrução nº 70 da SUMOC, tendo como base a Lei 1.807 e ratificada pelas Leis 2.145 e 2.410, de dezembro de 1953 e janeiro de 1955, respectivamente. O novo sistema eliminou o controle de licenças prévias de importação e introduziu os leilões de divisas (2).

As cambiais de exportação eram vendidas aos bancos autorizados, como no sistema anterior, e repassadas às Autoridades Monetárias. A taxa paga ao exportador era igual à taxa oficial (Cr\$ 18,50\*/US\$) mais uma bonificação fixada em princípio em Cr\$ 5,00\* para as cambiais de café e Cr\$ 10,00\* para as demais. Posteriormente, as exportações foram divididas em quatro categorias, cada uma fazendo jus a distintas bonificações, com o sentido de corrigir as diferenças de produtividade de certos produtos e estimular a exportação de outros.

(1) O grande perdedor foi, sem dúvida, o grupo importador, que, de resto, sempre foi encarado como um setor alienígena ao País (o que fora verdade durante o modelo primário exportador) e responsável por elevações no custo de vida. Desta forma, sua quase liquidação em 1953 encontrou escassa oposição.

(2) Veja-se Kafka, 1956, que além de uma descrição detalhada do sistema analisa extensamente as conseqüências da reforma.

As importações eram sujeitas ao regime de leilões cambiais. Os produtos foram divididos em cinco categorias, segundo a ordem de prioridade para sua importação, a qual decrescia de I a V (1). O preço base da divisa continuava sendo a taxa oficial, acrescida, então, da sobretaxa (ágio) negociada no leilão de câmbio. O governo distribuía as divisas disponíveis entre as diversas categorias e oferecia a lances blocos correspondentes a US\$ 1.000 para cada tipo de divisa. Para cada categoria foi estabelecido um ágio mínimo, abaixo do qual o governo não entregava as divisas. Obviamente, os ágios mínimos eram crescentes da categoria I à categoria V.

Para alguns produtos - papel, trigo, petróleo e fertilizantes - o antigo sistema de taxas subsidiadas foi mantido. A taxa paga por esses produtos (que não estava sujeita aos leilões) variava desde a taxa oficial até um máximo calculado como a média paga aos exportadores - na terminologia oficial o chamado 'custo de câmbio'. Outras exceções ao sistema de leilões eram as transações financeiras e os serviços que se operavam no mercado livre. A taxa favorecida beneficiava, ainda, as amortizações e juros de financiamentos externos e as remessas de lucros e dividendos das empresas estabelecidas em setores considerados 'prioritários' pela SUMOC.

O regime de taxas múltiplas foi modificado diversas vezes através de novas instruções da SUMOC, mantendo-se inalterado em sua essência, no entanto, até 1957. Está fora do interesse de nosso estudo analisar todos os detalhes técnicos do sistema, que, de resto, já foi objeto de excelente análise (Kafka, 1956). O que nos interessa é analisar em um plano mais geral suas conseqüências sobre a atividade econômica. Vejamos, então, quais as conseqüências mais diretas da Instrução 70.

O Quadro 3.5 mostra a taxa de câmbio paga à exportação, excluindo-se o café. Pode-se observar que a taxa real alcançou seu valor mínimo em 1952. Desse ano em diante ela aumenta até 1961, com exceção de 1954 (2). Pode-se então sugerir que a diminuição das receitas de exportação durante a maior parte da década não parece ter sido causada por uma sobrevalorização da taxa de câmbio ou mesmo por desvalorização atrasadas em relação ao nível de preços internos. O argumento de que a taxa seria superior se deixada livre no mercado é um problema distinto. O ponto chave é que a taxa de câmbio de

(1) A Categoria I incluía insumos agrícolas e matérias-primas essenciais para a indústria farmacêutica; a Categoria II incluía basicamente matérias-primas; na Categoria III estavam os demais equipamentos industriais importantes; a Categoria IV incluía equipamentos menos essenciais e bens de consumo e a Categoria V incluía os demais produtos.

(2) A razão da queda da taxa em 1954 está na conjuntura extremamente desfavorável desse ano. Além da queda vertiginosa dos preços do café, o governo foi obrigado a comprar toda a safra de algodão, que não encontrava comprador. Esses dois fatos, claramente, absorveram vultosos recursos em cruzeiro do setor público, que então viu-se obrigado a diminuir (em termos reais) as bonificações pagas aos exportadores de outros produtos.

Quadro 3.5

Taxas de Câmbio de Exportação e Valor das Exportações 1950/61  
Cr\$/US\$ e Milhões de US\$ (FOB)

	A	B	C
1950	18,40	22,50	1.359
1951	18,40	23,89	1.770
1952	18,40	21,15	1.416
1953	22,50	22,50	1.539
1954	27,00	21,42	1.558
1955	41,30	27,71	1.419
1956	44,90	24,66	1.482
1957	53,00	25,50	1.392
1958	65,40	27,48	1.243
1959	114,00	33,53	1.282
1960	160,00	35,79	1.269
1961	245,00	37,07	1.403

A - Taxa de Exportação inclusive bonificações

B - Taxa deflacionada pelo IPA-FGV

C - Exportações

Fonte: Programa Estratégico de Desenvolvimento. Diagnóstico Preliminar do Setor de Comércio Internacional. MINIPLAN, 1967.

exportação não foi responsável pelas exportações decrescentes (1). O que parece certo é que o declínio do comércio internacional, do 'boom' coreano para as condições normais iniciadas em 1954, contribuiu fortemente para a depressão das exportações brasileiras.

O Quadro 3.6 ilustra o ponto. Observa-se que o 'quantum' das exportações flutuava com ligeira tendência ascendente, enquanto os preços de exportação caíam constantemente a partir de 1952. Dessa forma, o sistema introduzido em 1953 para tornar as taxas mais flexíveis poderia ter sido de grande estímulo para as exportações, não fora a situação internacional desfavorável, fora do controle dos gestores da política econômica do Brasil.

(1) O argumento da taxa de câmbio sobrevalorizada como causa da queda nas receitas de exportação do Brasil é bastante freqüente na literatura do período. Pode-se admitir que pelo menos as taxas pagas ao café eram sobrevalorizadas. Mesmo se considerarmos o argumento como válido, deve-se ter em conta que a produção de café não dependia dos preços internacionais (pelo menos no sentido descendente) e a produção era, normalmente, bastante superior à capacidade de absorção dos consumidores externos.

Quadro 3.6  
Índices de Exportação 1953 = 100

	A	B	C	D	E	F
1950	102	117	88	109	87	93
1951	109	120	115	158	105	131
1952	90	65	92	83	103	127
1953	100	100	100	100	100	100
1954	86	132	101	136	117	103
1955	100	132	92	128	93	97
1956	108	111	96	100	89	90
1957	100	124	90	121	91	98
1958	96	135	81	123	84	91
1959	117	140	83	122	71	87
1960	118	150	82	123	70	82
1961	128	183	103	171	71	84

A - Quantum total

B - Quantum exclusive café

C - Valor total em US\$

D - Valor em US\$ exclusive café

E - Preços em US\$ total

F - Preços em US\$ exclusive café

Fonte: FGV - Conjuntura Econômica, vários números.

O Quadro 3.7 mostra as taxas de câmbio para importação (taxa oficial mais ágio) das diversas categorias, bem como a taxa média, em períodos selecionados. As taxas foram deflacionadas pelo Índice de Preços por Atacado. Observamos que as categorias I e II, que incluíam os produtos mais essenciais, registram taxas crescentes até 1956, quando começam a cair. A contrapartida foi um maior crescimento nas taxas das categorias IV e V a partir de 1956, indicando a reorientação na política da alocação de divisas (1). Essa reorientação expressava a crescente restrição na disponibilidade de divisas para produtos menos essenciais, na medida em que o processo de industrialização se acelerava e se elevavam as necessidades de importação de equipamentos e matérias-primas. Finalmente, deve-se observar que o mercado livre também manteve uma tendência altista, refletindo as pesadas importações de serviços procedidas no período.

(1) Kafka sugere que cerca de 80% das divisas disponíveis para leilão eram destinadas às categorias I e II, sendo que a categoria V recebia menos do que 3% da oferta.

Além dessas três taxas vigoraram taxas especiais para vários produtos, para remessas de juros e amortizações de investimentos prioritários e para transações financeiras do governo.

A diferença em cruzeiros entre as taxas de importação e exportação era apropriada pelo governo, cumprindo-se, assim, um dos objetivos da reforma. A chamada conta de 'Ágios e Bonificações', gerenciada pelo Banco do Brasil em nome do Tesouro, onde eram contabilizadas as receitas e despesas das operações cambiais, expressava os recursos líquidos à disposição das Autoridades Monetárias. Com exceção de 1955, as variações no saldo da conta representaram uma parte substancial da receita fiscal (sem ser contabilizada como tal), alcançando 37% em 1957. É bem verdade que parte desse saldo tinha uso vinculado, o que, no entanto, não modifica o argumento, já que esses recursos teriam de ser desembolsados pelas Autoridades Monetárias de qualquer forma (1). O setor público, assim, compensava as baixas arrecadações tarifárias com recursos dos saldos de ágios e bonificações (2).

Quadro 3.7

Taxa de Câmbio Real para Importação por Categoria (1)  
Datas Selecionadas: Cr\$/US\$ de 1953

	Categoria					Média
	1º	2º	3º	4º	5º	
Outubro 1953	31,22	35,37	36,88	44,80	55,67	36,70
Dezembro 1953	31,75	35,78	40,23	49,00	89,00	39,76
Junho 1954	28,15	30,32	40,24	49,00	84,00	36,11
Dezembro 1954	39,67	39,05	52,78	60,00	106,00	46,78
Junho 1955	48,72	49,11	61,67	66,00	123,00	55,17
Dezembro 1955	49,22	48,12	66,32	70,00	157,00	55,63
Junho 1956	53,04	57,60	65,85	82,00	132,00	60,29
Dezembro 1956	32,31	39,01	52,05	59,00	141,00	42,24
Agosto 1957	38,03	45,24	61,36	90,00	168,00	50,51

(1) Deflator FGV - IGP

Fonte: Relatório do Banco do Brasil, Conjuntura Econômica, vários números.

(1) As rubricas mais importantes vinculadas ao saldo de ágios e bonificações eram o 'Fundo para Eventuais Diferenças de Câmbio', o 'Fundo de Pavimentação', suprimentos ao Instituto Brasileiro do Café, e o 'Fundo de Modernização e Recuperação da Lavoura Nacional'.

(2) O imposto de importação caiu de 10,4% da receita tributária federal em 1952 para 3,2% em 1957 e 3,8% em 1958.

Observada de uma perspectiva mais ampla, a reforma cambial de 1953 teve seus efeitos amortecidos pela fase depressiva que alcançou o setor externo brasileiro a partir de 1954. Com efeito, conforme foi ressaltado, os preços internacionais do café caíram violentamente a partir desse ano (1). Ademais, os termos de intercâmbio gerais do comércio externo do Brasil também começaram a declinar a partir de 1954.

O ponto importante a destacar é que a progressiva diminuição das receitas de exportação, somada à intensificação do processo substitutivo, comprometia o poder do setor público de orientar o processo de industrialização. Assim, conforme mostra o Quadro 3.8, o saldo disponível de divisas, uma vez deduzidos das receitas de exportação os itens considerados incompressíveis (2), diminuiu progressivamente. O 'espaço de manobra' ao alcance do setor público para guiar um processo seletivo de importações fechou-se gradualmente, eliminando, assim, um importante grau de liberdade na política econômica. A única solução viável seria uma entrada líquida de capital autônomo, de modo a compensar o declínio nas exportações. Esse influxo, garantiria, por um lado, um desafio no balanço de pagamentos, de modo a não interromper a importação de bens essenciais, e, por outro, manteria a taxa de investimento requerida pela continuação do processo de substituição de importações.

A Lei 1.807 e suas posteriores regulamentações estabeleceram incentivos para a entrada de capital estrangeiro. A regulamentação definitiva foi efetivada em 1954 (3), quando outros setores, além daqueles definidos na Lei 1.807 (energia, transportes e comunicações), foram incluídos para se qualificarem a receber tratamento cambial favorecido. Esses setores eram selecionados pela SUMOC sob o critério de seu 'interesse para a economia nacional'.

Os principais incentivos eram:

— entrada do capital a ser investido pela taxa do mercado livre de câmbio e importação do equipamento pelo 'câmbio de custo';

(1) Uma forte geada em 1953, com o conseqüente temor de uma escassez de café, disparou os preços para 95¢/lb em abril de 1954. Uma vez verificado que a oferta não seria afinal tão reduzida, os preços caíram quase que imediatamente. Em uma decisão desesperada para tentar salvar os preços, o governo brasileiro estipulou um preço mínimo de venda de 87¢ (Decreto 35.612, de julho de 1954), abaixo do qual o café não deveria ser entregue. Esse preço se situava 3¢ acima do preço do café colombiano e afastou ainda mais a demanda do café brasileiro. O custo de retenção dos estoques alcançou 9,3 milhões de cruzeiros em 1954/55, o que representou uma imobilização de cerca de 11% da receita tributária federal (Lessa, 1964).

(2) Importações de petróleo, trigo, papel (que além de essencial constituía-se em forte arma política contra a imprensa) e os pagamentos financeiros fixos (isto é, amortizações de empréstimos e de operações de regularização e juros).

(3) Decreto 34.893 de 05.01.1954.

Quadro 3.8

Exportações e Saldo Disponível para importação (a)  
Milhões de US\$

	Exportações	Saldo
1952	1.416	900
1953	1.539	1.097
1954	1.558	936
1955	1.419	780
1956	1.482	759
1957	1.392	644
1958	1.243	414
1959	1.282	371

a) Veja nota 2, p. 88.

Fonte: CEPAL, 1964, Quadro 3.

- remessas de lucros e de amortizações de até 10% do capital registrado poderiam ser realizadas pelo 'câmbio de custo' caso as inversões se concentrassem em setores prioritários previstos na Lei 1.807; nos demais casos, seriam remetidas pelo mercado livre;
- disposições semelhantes ao item anterior para os juros de empréstimos, créditos e financiamentos; e
- setores não prioritários, mas que obtivessem no exterior financiamento superior a um ano, também gozariam de uma taxa subsidiada (CNE, 1959, P. 107 ss).

Esse esquema pode sugerir o seguinte: em primeiro lugar, a limitação dos subsídios às áreas prioritárias eliminava os incentivos a uma série de setores cuja rentabilidade era mais elevada do que aquela dos setores favorecidos (os quais eram subsidiados exatamente pela ausência de interesse do setor privado, como era o caso da infra-estrutura, ou porque restrições tecnológicas e/ou de capital mínimo impediam o investimento de capitais domésticos), e que teriam aumentado a taxa de investimento tivessem os incentivos sido estendidos a eles. Em segundo lugar, ao permitir a entrada do capital pelo mercado livre e a correspondente importação pelo custo de câmbio, o resultado líquido da operação era

uma pressão adicional sobre a disponibilidade de divisas (1). Se por um lado o investimento era realizado, por outro significava maiores pressões a curto prazo sobre o balanço de pagamentos, além das futuras remessas de amortizações e dividendos. Complicando ainda mais a situação, o governo tentava sistematicamente forçar para baixo a taxa do mercado livre (através de grandes vendas de divisas disponíveis ou mesmo, quando a pressão era alta, através de operações de *swaps* a pesados custos futuros) dado que a mesma era considerada uma espécie de 'taxa de equilíbrio' cuja desvalorização traria efeitos psicológicos e políticos que o governo desejava evitar. Essa pressão, obviamente, desestimulava o influxo de capitais.

Era necessário, pois, modificar o sistema de incentivos. A Instrução 113, de 17.01.1955, foi o instrumento dessa alteração. A Instrução era dividida em duas partes, a primeira referindo-se aos investimentos diretos de capital e a segunda referindo-se aos financiamentos.

Os parágrafos que davam a essência da Instrução eram os seguintes:

- 1 A Carteira de Comércio Exterior (CACEX) poderá emitir 'licenças sem cobertura cambial', que correspondam a investimentos estrangeiros no País, para conjuntos de equipamentos ou, em casos excepcionais, para equipamentos destinados à complementação ou aperfeiçoamento dos conjuntos já existentes, quando o Diretor da Carteira dispuser de suficientes elementos de convicção de que não será realizado pagamento em divisas correspondente ao valor dessas importações.
- 2 Antes da emissão de licenças, deverá ser apresentada declaração e compromisso do investidor e, se fôr o caso, da empresa nacional, em que irá ser feito o investimento, de que:
  - a) os equipamentos licenciados serão incorporados ao Ativo da empresa nacional ou da filial do investidor no Brasil, sem contrapartida no Passivo Exigível;

(1) De fato, o FMI, em artigo citado em 'Desenvolvimento e Conjuntura' (outubro, 1957), dá um exemplo da distorção proveniente dos regimes de entrada e de saída de capital. Uma empresa que desejasse investir, digamos, US\$ 100.000 no Brasil, entrava com esse capital pelo mercado livre à taxa de Cr\$ 38,00\* (taxa vigente na época), isto é Cr\$ 3.800.000\*. Importava, então, maquinária 'de interesse para a economia nacional' pelo câmbio de custo, isto é, Cr\$ 20,00\*, pagando pois Cr\$ 2.000.000\*. Dessa forma, o lucro, mesmo antes do início de suas operações, teria sido de Cr\$ 1.800.000\* e a disponibilidade adicional de divisas ganha pelo País teria sido nula. Um exemplo semelhante mostraria que para importar US\$ 100.000 de equipamentos à taxa de câmbio de custo seria necessário pouco mais da metade dessa quantia, arcando o governo brasileiro com a diferença subtraída de suas reservas.

- b) a empresa em que for realizado o investimento ou a filial não efetuará pagamento no Exterior, correspondente ao valor dos equipamentos importados;
  - c) os equipamentos permanecerão no Ativo da empresa ou filial pelo prazo correspondente à sua utilização normal.
- 3 A Carteira de Comércio Exterior ouvirá o Conselho da Superintendência da Moeda e do Crédito, caso o conjunto de equipamentos se destine à produção de artigos classificados nas 4ª e 5ª categorias de importação e que sejam notoriamente supérfluos para a economia do País.

Os artigos referentes ao financiamento externo dispunham sobre a concessão de câmbio preferencial para as amortizações relativas a importações de equipamentos necessários à produção dos artigos classificados nas três primeiras categorias, desde que o montante de pagamento anual não excedesse 20% do valor do financiamento e dependendo da disponibilidade de divisas.

É fácil entender o impacto dessa modificação. Incluía-se, assim, na lista de setores favorecidos, praticamente todo o setor industrial, excetuando-se apenas aqueles que, a critério da SUMOC, fôssem 'notoriamente supérfluos'. Dada a ausência de uma política de industrialização de longo prazo que pudesse definir o que era 'supérfluo', esse conceito tornava-se bastante flexível. O movimento de capital autônomo cresceu constantemente a partir de 1955, após atingir um mínimo em 1954, como é indicado no Quadro 3.9.

Quadro 3.9  
Movimento de Capitais Autônomos  
Milhões de US\$

	Ingresso	Saída	Outros	Ingresso Líquido
1952	129	33	24	120
1953	104	46	39	97
1954	160	134	- 4	22
1955	163	140	16	30
1956	370	187	18	201
1957	497	242	35	290
1958	501	324	25	202
1959	597	377	- 4	216
1960	485	451	48	92
1961	676	353	-19	304

Fonte: 25 Anos de Economia Brasileira - Quadro X-8

Não obstante o crescimento simultâneo das saídas, os fortes ingressos garantiram um resultado líquido positivo médio de US\$ 127 milhões no período 1956/61. Deve-se observar que os ingressos registrados não representavam a disponibilidade efetiva de divisas, posto que uma parte substancial dos ingressos se dava sob a forma de equipamentos, ao abrigo da Instrução 113. Por outro lado, esses números dão a medida da real contribuição do capital estrangeiro à formação interna de capital. Para ilustrar a importância da Instrução 113 relacionamos, a seguir, os montantes de capital ingressados sob esse regime até dezembro de 1961 (em milhões de US\$).

Indústrias básicas	379,4	
Indústrias leves	131,7	
Total	511,1	(1)

Pode-se concluir que a Instrução 113 foi um instrumento poderoso para atrair capitais externos sem exercer pressão sobre a disponibilidade de divisas, dado o mecanismo anteriormente descrito.

A segunda parte da Instrução foi relegada a um plano secundário. Os pedidos de câmbio favorável para amortizações de financiamentos externos eram sistematicamente negados, em favor da cobertura para remessas das inversões diretas. Alegava o governo que assim procedia para não onerar em demasia o orçamento cambial das transações efetuadas à taxa oficial, nem tampouco alimentar uma excessiva demanda por divisas no mercado livre (2).

Em agosto de 1957 operou-se nova reforma no sistema cambial (3). O objetivo da reforma pode ser destacado nos seguintes itens:

- 1 Simplificar o sistema de taxas múltiplas, reduzindo-as a duas. Pelo sistema até então vigente, além das cinco taxas correspondentes às cinco categorias, cada produto em regime especial tinha uma taxa específica, além da taxa do mercado livre.

(1) Dados calculados de Pinto, 1962, Anexo III.

(2) Este critério foi violentamente combatido pelos empresários brasileiros que se viam, assim, preteridos em favor do investidor estrangeiro. Veja-se, por exemplo, o artigo crítico em Desenvolvimento e Conjuntura, julho 1957, órgão da Confederação Nacional da Indústria.

(3) Lei 3.244 de 14.08.1957.

2 Introduzir um sistema de proteção específica por produto. O regime da Instrução 70 protegia igualmente produtos da mesma categoria. Introduziu-se um conjunto de tarifas para discriminar produtos dentro de cada categoria.

3 O Fundo de Ágios e Bonificações, apesar de apropriado pelo governo, tinha vinculações determinadas por lei, o que eliminava sua flexibilidade como fonte de recursos para o setor público. À introdução da tarifa seguiu-se um aumento substancial na arrecadação do imposto de importação, à disposição do setor público sem nenhuma restrição.

A reforma, brevemente resumida, constou das seguintes modificações:

—Redução das cinco categorias anteriores a duas, a Geral e a Especial. Através da categoria geral importava-se as matérias-primas, equipamentos e bens genéricos que não contassem com suficiente suprimento interno. Pela categoria especial eram importados os bens de consumo restrito e os bens cujo suprimento fosse satisfatório pelo mercado interno. Mantinha-se o regime de leilões de divisas para cada categoria, recebendo a categoria geral, evidentemente, a maior parcela.

—Uma terceira categoria, não sujeita a leilão, a categoria preferencial, foi criada para a importação de bens com tratamento privilegiado: papel, trigo, petróleo, fertilizantes e equipamentos de investimentos prioritários. A taxa paga era o 'câmbio de custo', determinado pela SUMOC, e não inferior à taxa média paga aos exportadores.

—Foram estabelecidas tarifas *ad valorem* variando de zero a 150% para cada grupo de produtos similares.

—Para a exportação foi mantido o regime de quatro categorias, com bonificações distintas para cada uma.

—As transações financeiras continuaram a ser operadas através do mercado livre.

Para operar o novo sistema criou-se o Conselho de Política Aduaneira (CPA) com o objetivo de: i) enquadrar os produtos em uma das categorias de importação; e ii) estabelecer as alíquotas que seriam pagas em um intervalo que variava de 30% abaixo a 30% acima da tarifa máxima e mínima fixada para o grupo de produtos ao qual o produto específico pertencesse (1).

(1) Veja-se a respeito Lessa, 1964, que sublinha que "... o CPA constituiu o mais precioso e ajustado instrumento de política econômica no Brasil".

Uma das principais idéias implícitas na reforma foi acelerar a substituição de bens de capital, diminuindo-se a ênfase dada em anos anteriores à substituição de bens de consumo. Essa reorientação tornou a política de importação coerente com o estágio alcançado pelo processo de substituição/industrialização. Na verdade, muitos bens de capital foram incluídos na categoria especial (o que tornou sua importação menos barata) (1) ao tempo em que taxas favoráveis foram mantidas para a importação (com ou sem cobertura cambial) dos chamados bens de capital-capital, produtos intermediários, matérias-primas, todos necessários à produção de equipamentos. O Quadro 3.10 dá uma idéia da produção do setor de bens de capital no período.

Quadro 3.10

Índices de Produção de Ramos Seleccionados de Bens de Capital  
1955 = 100

	1955	1956	1957	1958	1959	1960
1. Equipamentos e Veículos	100	151	243	425	576	800
2. Máquinas	100	154	160	184	184	184
3. Equipamentos Elétricos	100	132	181	248	392	345
4. Equipamentos de Transporte	100	167	361	781	1.153	1.740
5. Setor de Bens de Capital	100	122	153	207	250	323

Taxa média anual de crescimento dos ramos 2,3 e 4 1955/59: 25,0%

Fontes: Conselho Nacional de Economia, Exposição 1960, Quadro XIV.  
Programa Estratégico. Diagnóstico do setor industrial, 1967.

A reforma de 1957 estabeleceu engenhosos artifícios para compatibilizar a contradição latente entre a política de prover equipamentos importados a baixo custo e o desejo de estimular sua produção interna. Esses mecanismos incluíam a possibilidade de aplicação de cotas tarifárias que assegurassem isenção ou redução de tarifas para certos produtos, até uma quantidade importada pré-determinada; a redução de 50% na tarifa sempre que ficasse compravada a incapacidade de a indústria doméstica prover o produto em quantidade suficiente; e, finalmente, a aplicação da lei do 'similar nacional' às indústrias que assim o requeressem e provassem estarem aptas a suprir o mercado interno. Havia, assim, um corpo coerente de disposições para, ao mesmo tempo, subsidiar a

(1) Muitas empresas conseguiram burlar esse dispositivo ao apresentarem especificações excessivamente detalhadas, de forma a obter autorização para importar através da categoria geral.

importação de bens de capital e estimular sua produção interna (1). De um ponto de vista mais amplo, a reforma de 1957 implicou um aprofundamento do processo de substituição, na medida em que se alcançava estágios mais avançados na industrialização.

A reforma trouxe consigo, também, algumas distorções. Por um lado, o congelamento do 'custo de câmbio' de janeiro de 1959 a março de 1961 (2) à taxa de Cr\$ 100,00\*/US\$, enquanto os preços internos aumentavam cerca de 80%, subsidiava crescentemente a importação dos produtos essenciais, atrasando sua substituição. Por outro lado, os setores prioritários, ao importarem seus equipamentos pelo 'câmbio de custo', tendiam a sobre-investir e, como veremos, esse fato seria uma das causas da crise que se iniciou em 1963. Finalmente, o governo continuou a exercer pressão baixista sobre a taxa do mercado livre, gastando, dessa forma, divisas preciosas em benefício das remessas financeiras, pagamentos de fretes e turismo.

Esse sistema vigorou até 1961, quando foi radicalmente alterado. Apesar de a Reforma de 1961 se encontrar formalmente incluída no período em exame, suas conseqüências alcançam predominantemente os anos que se seguiram e, por isso, será analisada no Capítulo 5.

### 3.3.2. As Políticas de Desenvolvimento

Se a política cambial foi o instrumento mais importante à disposição do setor público nesse período, todas as outras políticas podem ser enquadradas no que chamaremos de políticas de desenvolvimento. Isso não significa que todas as ações do setor público estivessem guiadas por um plano preestabelecido, mas sim que, à exceção das políticas de curto prazo, os objetivos das decisões tinham sempre em mente o problema do desenvolvimento. Em verdade, antes do estabelecimento do Plano de Metas todos os programas de desenvolvimento anteriores estavam limitados a alguns setores, em geral de infra-estrutura. O exame retrospectivo desses programas deverá ajudar a esclarecer o gradual envolvimento do setor público na atividade econômica direta, culminando com o Plano de Metas, onde o comprometimento é quase que total em favor de um crescimento acelerado a curto prazo.

(1) Esse sistema, que esteve em vigor até 1961, sofreu substanciais modificações ao longo desses anos. As mais importantes referiram-se à passagem gradual das exportações para o mercado livre. Com efeito, a Instrução 167, de janeiro de 1959, liberou as exportações de manufaturados para o mercado livre; a Instrução 192, de dezembro de 1959, transferiu todas as exportações para esse mercado, exceto as de café, cacau, óleo mineral cru e mamona em bagas; finalmente, a Instrução 181, de abril de 1959, liberou os fretes. Paralelamente a essas liberalizações, os controles aumentaram por outros lados. Nos anos finais de sua vigência, as receitas de exportação eram pagas parte em moeda, parte em Letras do Banco do Brasil de 6 meses de prazo. O resultado líquido, no entanto, parece ter sido o afrouxamento dos controles sobre as exportações.

(2) Em agosto de 1957 o 'custo de câmbio' foi fixado em Cr\$ 53,00\*/US\$, elevando-se para Cr\$ 80,00\* em outubro de 1958 e para Cr\$ 100,00\* em janeiro de 1959.

Conforme já observamos, é nos primeiros anos do pós-guerra que toma corpo a preocupação com o desenvolvimento econômico. Ainda durante a guerra o governo dos EUA enviou ao Brasil duas missões econômicas - a Missão Cooke e a Missão Kleine-Saks - para estudar problemas específicos de nossa economia. A primeira aproximação a um conjunto ordenado de programas de desenvolvimento foi consubstanciada no relatório final de outra missão norte-americana, a Missão Abbink, em 1949. A confecção do Plano SALTE resultou desse relatório. Apesar de abandonado mais tarde, o Plano SALTE foi a primeira tentativa de se 'planejar' o desenvolvimento econômico do País, ao menos para um período superior a um ano fiscal.

No entanto, é somente com a instalação da Comissão Mista Brasil-Estados Unidos (a seguir referida como CMBEU), em 1951, que são delineados projetos econômicos setoriais específicos, formando um conjunto coerente de programas de investimento. A CMBEU elaborou um total de 41 projetos, divididos em vários setores, resumidos no Quadro 3.11. A preocupação central da CMBEU era resolver os estrangulamentos nos setores de energia e transportes, cuja expansão não havia acompanhado a evolução do resto da economia. É interessante observar que os projetos ferroviários absorviam 37,7% e 54,4% dos recursos previstos em dólares e em cruzeiros, respectivamente, indicando a natureza da solução proposta. Esta seria negada posteriormente pela instalação da indústria automobilística, somada a enormes projetos de construção rodoviária, relegando o transporte ferroviário a um plano absolutamente secundário. Do total de financiamentos externos propostos pela CMBEU, menos de 50% foi concedido pelos organismos financeiros internacionais, e mesmo assim com grandes atrasos, o que resultou no abandono de muitos projetos (1).

O programa da CMBEU, no entanto, teve conseqüências importantes. A primeira delas foi a recomendação para a criação de um banco de desenvolvimento. O Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico (BNDE) foi criado em 1952 (veja seção 4.3.2) com a atribuição, entre outras, de gerir um fundo especial arrecadado pelo setor público, o Fundo de Reparcelamento Econômico, cujos recursos seriam utilizados na implementação do Programa de Reparcelamento Econômico, que consistia, basicamente, no conjunto de projetos da CMBEU. Uma vez mais a ênfase se concentrava em energia e transportes, que deveriam receber a maior parte dos recursos. Além de estar baseado na CMBEU, o Fundo era, também, conseqüência direta de um acordo financeiro com o governo norte-americano. Com efeito, a concessão de financiamentos ao Programa de Reparcelamento Econômico pelo EXIMBANK e pelo Banco Mundial ficara condicionada à mobilização de recursos, em cruzeiros, em montante equivalente aos

(1) Até a edição do Relatório Final, em 1954, haviam sido concedidos US\$ 186,8 milhões, correspondentes a 15 Projetos, assim distribuídos:

EXIMBANK	88,5
BIRD	81,7
Outros	16,6

(CMBEU, 1954, Apêndice III).

créditos em dólares. Assim é que, ao se optar pelos projetos da CMBEU para os quais já haviam sido concedidos financiamentos externos, ficavam assegurados automaticamente a esses projetos, fundos em cruzeiros.

Quadro 3.11  
Projetos Elaborados pela CMBEU  
Milhões de US\$ e Cr\$

	nº	US\$	Cr\$	% US\$	% Cr \$
1. Transportes	27	219,6	8,8	56,7	62,9
1.1. Ferrovias	17	146,0	7,7	37,7	54,7
1.2. Rodovias	2	6,7	-	1,7	-
1.3. Portos	4	37,8	0,7	9,8	5,2
1.4. Navegação	4	29,1	0,4	7,5	3,0
2. Energia	9	129,7	4,6	33,5	32,8
3. Agricultura	3	27,1	0,2	7,0	1,5
4. Outros	2	10,9	0,4	2,8	2,8
Total	41	387,3	14,0	100,0	100,0

Fonte: Report of the Joint Brazil-US Economic Development Commission, Washington 1954, Quadro XIX.

O Programa de Reparcelamento Econômico enfrentou até 1955 uma série de dificuldades. Por um lado os financiamentos externos, além de concedidos depois de longas negociações, nem sempre eram postos de imediato à disposição do Banco, o que acarretava novos atrasos nos projetos. Quanto aos recursos internos, as dificuldades não eram menores. O Tesouro Nacional, encarregado de arrecadar os recursos para o BNDE (através do Banco do Brasil), retinha parte dos mesmos como fonte adicional de financiamento do déficit de caixa da União. O balanço do BNDE em 1955 mostra que, de um total arrecadado para o Programa de Cr\$ 6,9 milhões, o débito do Tesouro para com o Banco, por força de recursos retidos, alcançava Cr\$ 3,4 milhões, ou seja, quase 50% do total. No entanto, outros fatores teriam exercido um papel decisivo nas dificuldades com que o Banco se defrontou nos seus primeiros anos de atividade. Dentre eles, caberia ressaltar a ausência de uma maior coordenação entre projetos mediante um programa mais amplo de desenvolvimento e a rápida obsolescência das estimativas de necessidades financeiras dos projetos, face ao ritmo da inflação interna.

Todos esses fatores conduziram o Banco a uma atuação de certa forma tímida (1), evidenciando-se que todo o programa de investimentos deveria ser revisto. A primeira versão dessa revisão foi procedida pelo Grupo Misto CEPAL-BNDE, criado em 1953, o qual, entre seus objetivos, dispunha-se a:

- ... estudar a aplicação à economia brasileira dos métodos de planejamento estrutural adotados pela CEPAL,
- ... determinar a natureza do problema do desenvolvimento econômico brasileiro; o delineamento de um esquema básico de dados que permitam traçar perfis dos programas de desenvolvimento econômico para o Brasil (Exposição, 1955, p. 82).

O Relatório do Grupo Misto CEPAL-BNDE consistiu de uma série de projeções para vários setores econômicos, baseados na evolução recente da economia e na necessidade de acelerar o crescimento econômico (UN, 1956). Qualquer que tenha sido a importância dessas projeções, o ponto chave do relatório foi a definição (mais uma vez!) de áreas prioritárias de investimento e a determinação de pontos de estrangulamento. O programa não chegou, afinal, a ser implementado, mas seu mérito está no fato de ter servido de base para o programa seguinte, o Plano de Metas.

No início de 1956 era criado o Conselho de Desenvolvimento (2), órgão diretamente subordinado à Presidência da República, encarregado de traçar a estratégia de desenvolvimento para o País. No final do mesmo ano o Conselho formulou um plano de desenvolvimento, atacando diversos objetivos e problemas setoriais, o chamado Plano de Metas (PM), 'que constitui a mais sólida decisão consciente em prol da industrialização da história econômica do País' (3).

O PM era um plano quinquenal (4) e a maioria de seus projetos estava baseada na CMBEU e nos programas CEPAL-BNDE. Ao contrário dos planos anteriores, no entanto, o PM foi levado adiante com o total comprometimento do setor público. As áreas de atuação pública e privada ficavam definidas de forma a '... realizar as inversões de capital

(1) '... o Banco, até o momento, tem assegurado sua colaboração somente às empresas que a solicitam, não se aventurando ainda, por enquanto, a tomar a iniciativa de planejar e organizar indústrias básicas' (4ª Exposição sobre o Programa de Recaparelamento Econômico, 1955, p. 101).

(2) Decreto 38.744, de fevereiro de 1956.

(3) Lessa, 1964. O trabalho de Lessa se constitui na melhor e mais completa análise do PM. Por essa razão, o que se segue nela se apóia fortemente, procedendo-se apenas a uma reordenação do seu conteúdo, e à inclusão de algumas considerações adicionais, ajustadas aos objetivos do presente estudo.

(4) O lema político da administração federal que tomou posse em 1956 era '50 anos de desenvolvimento em 5'.

público em obras de natureza denominada básica ou infra-estrutural e ... facilitar e estimular as atividades e investimentos privados' (Conselho do Desenvolvimento, 1959, p. 14). Em um plano mais geral, os objetivos eram os de '... elevar o quanto antes o padrão de vida do povo, ao máximo compatível com as condições de equilíbrio econômico e estabilidade social' (idem, p. 21), e também '... observadas as condições no nível interno de emprego, principalmente do capital, e no balanço de pagamentos com o exterior' (idem, p. 32).

As hipóteses que sustentavam o plano eram as mesmas usadas nas projeções do Grupo CEPAL-BNDE. Em resumo:

- crescimento anual de 2% na renda per capita;
- os preços do café declinariam de 1955 em diante, estabilizando-se ao nível de 1949/52;
- a receita de exportação de produtos outros que não café cresceria à taxa anual de 6,2%;
- o coeficiente de importação seria reduzido de 14% para 10%;
- supondo-se uma elasticidade-renda da demanda por importações igual a um, a redução de 4% no coeficiente de importação implicaria substituir 30% do total das importações até 1962;
- a inflação prevista era de 13,5% ao ano (Conselho do Desenvolvimento, 1959, p. 21).

O plano contemplava investimentos em cinco principais áreas: energia, transporte, alimentação, indústrias de base e educação. Além dessas, uma meta autônoma era a construção da nova capital do País, cujos gastos não estavam orçados no Plano.

Energia e transportes eram, novamente, as áreas principais de investimento, com 71,3% do total de recursos, a cargo quase que integralmente do setor público. Para as indústrias de base previa-se 22,3% da inversão total, a cargo principalmente do setor privado ou do financiamento do mesmo por entidades públicas. As metas de educação (integralmente a cargo do setor público) e alimentação receberiam 6,4% dos recursos. O Quadro 3.12 resume o programa:

Quadro 3.12

Plano de Metas. Estimativa do Investimento Total 1957/61  
Milhões de Cr\$ e US\$

	Produção Interna	Importação US\$	Importação Cr\$	Total Cr\$	%
Energia	110,0	862,2	69,0	179,0	42,4
Transporte	75,3	582,6	46,6	121,9	28,9
Alimentação	4,8	130,9	10,5	15,3	3,6
Indústria Básica	34,6	742,8	59,2	93,8	22,3
Educação	12,0	—	—	12,0	2,8
Total	236,7	2.318,5	185,3	422,0	100,0
%	56,1		43,9		100,0

Fonte: Conselho do Desenvolvimento. Relatório 1959.

Supondo-se que as previsões do PM estivessem corretas no que diz respeito à taxa de crescimento do produto e da inflação (isto é, 2% da renda per capita mais 3% de crescimento populacional e 13,5% de inflação), o investimento previsto teria representado cerca de 5% do PIB real no período de 1957/61, um montante apreciável para uma economia cuja taxa bruta de poupança no período 1952/55 havia sido em média de 16% (1).

Para avaliar os resultados do PM é necessário examinar, primeiro, as fontes de financiamento previstas no plano e os instrumentos ao alcance do setor público para implementá-lo. O Quadro 3.13 mostra as fontes de recursos em cruzeiros previstas no plano.

(1) Examinados os detalhes, as principais metas eram: Energia Elétrica - elevar a capacidade geradora de 3,2 milhões de kw em 1955 para 5,2 milhões de kw em 1960 e iniciar obras que assegurassem um aumento de mais 3,6 milhões de kw no período 1961/65. Carvão - aumentar a produção de 2,1 milhões de ton em 1955 para 3,1 milhões de ton em 1960. Petróleo - aumentar a produção de 6.000 barris/dia em 1955 para 100.000 barris/dia em 1960; aumentar a capacidade de refino de 130.000 barris/dia em 1955 para 300.000 barris/dia em 1960. Ferrovias - além do reaparelhamento do material rodante, o plano previa a construção de 3.110 km de linhas de 1956 a 1960, de um total de 37.000 km. Rodovias - construção de 13.000 km de rodovias sobre um total de 460.000 km e pavimentação de 5.800 km sobre um total de 23.000 km, de 1955 a 1960. Siderurgia - elevar a produção de aço bruto de 1.200.000 ton em 1955 para 2.300.000 ton em 1960 e iniciar obras para alcançar 3.500.000 ton em 1965. Cimento - aumentar a produção de 3,6 milhões de ton em 1955 para 5,0 milhões de ton em 1960. Indústria Automobilística - instalar a indústria e produzir em 1960 um total 170.000 veículos com índice de nacionalização de 90% em peso para caminhões e caminhonetas e 95% para automóveis. Indústria Mecânica e Material Elétrico Pesado - o plano especificava os subsetores a serem estimulados: material elétrico pesado, máquinas operatrizes, máquinas e equipamentos para indústrias diversas, caldeiras e outros equipamentos pesados (Conselho do Desenvolvimento, 1959). Além dessas, havia metas menores incluindo educação e alimentação.

Quadro 3.13

Plano de Metas. Previsão de Recursos  
Milhões de Cr\$

	Energia	Trans- portes	Alimen- tação	Indústrias Básicas	Educa- ção	Total	%
Orçamento Federal	32,8	64,3	1,0	2,9	12,0	113,0	39,7
Orçamento Estadual	26,3	0,3	1,2	1,8	—	29,6	10,4
Recursos Próprios e Empresas Privadas e Mistas	48,6	18,4	5,3	28,5	—	100,8	35,4
Financiamento de Agências Públicas	13,1	11,9	2,1	14,2	—	41,3	14,5
Total	120,8	94,9	9,6	47,4	12,0	284,7	
%	42,4	33,3	3,4	16,6	4,3		100,0

Fonte: Conselho do Desenvolvimento. Relatório 1959.

Ao setor público caberia cerca de 50% do desembolso. Os fundos privados contribuiriam com 35% e o restante viria de agências públicas para os programas tanto públicos como privados.

Os recursos externos não eram detalhados no plano. No entanto, a previsão feita para a capacidade de importar no período esclarece o que era esperado do exterior. A previsão era de um déficit decrescente no balanço de pagamentos, alcançando-se o equilíbrio em 1961.

Quanto aos instrumentos, interessa, no momento, examinar como pretendia o setor público mobilizar esses recursos. A principal fonte de suporte dos programas de investimento nos setores de energia e transporte eram fundos de vinculação orçamentária, que foram sendo criados durante a década. Esses fundos administravam recursos que a eles eram exclusivamente destinados, oriundos de tributação exclusiva ou não. No plano previa-se que 55% dos Cr\$ 113 milhões que seriam gastos pela União proviriam de fundos ou dotações de dispêndio vinculado (Conselho do Desenvolvimento, 1959, p. 35). Na ausência de qualquer proposta de reforma tributária, esse gasto teria significado, na hipótese de todas as previsões estarem corretas, um déficit orçamentário de

aproximadamente 2,2% do PIB (1). Esse valor parece incompatível com um dos objetivos do plano, qual seja o controle da inflação ao nível de 13,5%, dada a impossibilidade de se financiar esse déficit de outra forma que não a emissão de moeda. Mais ainda, não deve ser esquecido que o plano não contemplava fontes de recursos para a construção da nova capital, que absorveria cerca de 2/3 do PIB no período (2).

Lessa (1964) sugere que a política econômica implícita no plano continha quatro peças básicas: 1) um tratamento preferencial para o capital estrangeiro; 2) o financiamento dos gastos públicos e privados através da expansão dos meios de pagamento e do crédito bancário, respectivamente, tendo como consequência fortes pressões inflacionárias; 3) a ampliação da participação do setor público na formação de capital; e 4) o estímulo à iniciativa privada.

A política de capital estrangeiro foi analisada na seção 3.3.1. A inflação como mecanismo de financiamento será vista no Capítulo 5. O crescente papel do setor público será examinado na seção seguinte. Assim nos limitaremos, no momento, a examinar os estímulos dados às inversões privadas. Estes compreendiam vários aspectos. Em primeiro lugar, as reservas de mercado aos bens produzidos no País eram dadas pela política cambial, principalmente depois da reforma de 1957, e pela lei de similares. Como vimos, esta lei garantia a total exclusão do produto da pauta de importação caso sua produção interna fosse em volume e qualidade suficientes para atender à demanda. Ademais, garantia-se câmbio preferencial para a importação de todo equipamento destinado a setores prioritários. A indústria automobilística e a indústria naval, por exemplo, situavam-se entre as metas prioritárias e receberam amplas preferências para importação.

(1) Alguns cálculos, ainda que superficiais, podem dar, a posteriori, uma idéia das previsões. Supondo-se que o PIB crescesse à taxa real esperada de 5%, com uma inflação de 13,5% ao ano, o total do PIB corrente no período 1957/61 teria sido de Cr\$ 9,526 bilhões. A receita federal no período 1952/56 havia sido em média 7,5% do PIB. Uma hipótese otimista poderia levar a receita para 8% no período 1957/61 considerando-se uma certa elevação na arrecadação e na própria carga fiscal (na verdade a taxa efetiva era 7,8%). Assim, a receita prevista teria montado a Cr\$ 682 milhões. Supondo-se que as despesas correntes e transferências (isto é, despesa menos gastos de capital) crescessem à taxa real de 5% ao ano (a taxa no período 1952/55 tinha sido de 6%, com fortes flutuações) para ao menos manterem sua participação no produto, chegaríamos a uma despesa corrente de Cr\$ 756 milhões. O déficit corrente teria sido, então, de Cr\$ 74 milhões, o que, somado aos gastos de capital orçados em Cr\$ 113 milhões, levaria o déficit global a Cr\$ 187 milhões, isto é, 2,2% do PIB no período. Fica claro que esses cálculos têm implícita a hipótese de que o governo não faria nenhum outro gasto de capital no período.

(2) A instituição responsável pela construção da nova capital (criada pela Lei 2.874 de 19 de setembro de 1956), sacava recursos do setor público dado o fracasso dos esquemas de auto-financiamento tais como a venda de terrenos para residências, casas comerciais e indústrias. Assim, as somas investidas em Brasília diretamente supridas pelo governo foram as seguintes (em milhares de cruzeiros de 1961): 1957 - 8.000; 1958 - 11.600; 1959 - 23.000; 1960 - 35.300; 1961 - 16.300. Incluindo-se todos os investimentos realizados até junho de 1962, esse montante elevou-se a cerca de 250/300 milhões de cruzeiros de 1961. Esses dados são de 'Gastos Públicos em Brasília', Conjuntura Econômica, dezembro de 1962.

Um segundo grupo de estímulos à empresa privada referia-se ao crédito provido pelo BNDE. O Banco supria recursos de longo prazo (juntamente com o Banco do Brasil, as únicas instituições a fazê-lo), a juros baixos e pagamentos sujeitos à carência, o que, na conjuntura inflacionária, significava uma taxa real de juros negativa. De 1952 a 1963 o BNDE concedeu Cr\$ 64 milhões de créditos (na forma de empréstimos reembolsáveis) dos quais Cr\$ 18 milhões (28%) para as indústrias básicas. Aproximadamente 10% desse crédito dirigiu-se à indústria automobilística (Exposição, 1963). Outro incentivo indireto à expansão do crédito ao setor privado dizia respeito aos constantes déficits de caixa do Tesouro, cujo financiamento através da emissão de moeda permitia a expansão contínua do crédito nominal dos bancos privados.

Finalmente, um outro grande estímulo à empresa privada era a concessão de avais pelo BNDE para empréstimos contratados no exterior. Até 1961 o Banco havia concedido avais no montante de 890 milhões de dólares, dos quais 382 milhões para as indústrias básicas (Exposição, 1963).

Vejamos, agora, a performance do PM em relação às metas estabelecidas. No período 1957/61 o PIB cresceu à taxa anual de 8,2%, o que significou uma elevação de 5,1% a.a. da renda per capita. Esse valor é bem superior ao objetivo do plano. A inflação média, no entanto, foi de 22,6%.

As previsões do setor externo foram por demais otimistas. As exportações, exceto café, apesar de terem crescido acima de 6,2%, praticamente estagnaram no período 1958/60; a taxa anual de 8,9% deveu-se aos aumentos excepcionais de 1957 e 1961. Os preços do café, que deveriam se estabilizar nos níveis de 1949/52 (isto é, no entorno de 45,96 ¢/lb), caíram constantemente ao longo do período, desde 1955 (1). Como consequência, a capacidade para importar ficou bem abaixo das previsões, apesar do ingresso de capitais de longo prazo ter superado os valores esperados. O resultado foi, obviamente, a ocorrência de fortes déficits no balanço de pagamentos (exceto em 1961), alcançando uma média de US\$ 190 milhões em 1957/61. Outra consequência foi a rápida redução do coeficiente de importação, que alcançou 7% em 1960 (CEPAL, 1964, Quadro 14).

O resultado das metas específicas estão mostrados no Quadro 3.14. Pode-se observar que não obstante algumas metas estarem bem abaixo do previsto (carvão e ferrovias, o que, de resto, sendo de certa forma complementares, refletiram a opção pelo transporte rodoviário), a maioria delas alcançou altas percentagens das previsões. O mesmo ocorreu com outras metas menores ou não-específicas, em especial a rápida substituição de equipamentos mecânicos e elétricos.

(1) O preço caiu de 57¢/lb em 1955 para 36¢/lb em 1961 (Relatórios do Banco do Brasil, vários números).

Quadro 3.14

## Plano de Metais. Previsão e Resultados

		Previsão	Realizado	%
Energia Elétrica	kw	2.000.000	1.650.000	82
Carvão	ton	1.000.000	230.000	23
Petróleo-Produção	barris/dia	96.000	75.000	76
Petróleo-Refino	barris/dia	200.000	52.000	26
Ferrovias	km	3.100	1.000	32
Rodovias-Construção	km	13.000	17.000	138
Rodovias-Pavimentação	km	5.800	—	—
Aço	ton	1.100.000	650.000	60
Cimento	ton	1.400.000	870.000	62
Carros e Caminhões	unid	170.000	133.000	78
Nacionalização (carros)	%	90	75	—
Nacionalização (caminhões)	%	95	74	—

Fonte: Relatório do Banco do Brasil; Anuário Estatístico.

Não é fácil proceder-se a uma avaliação final das conseqüências do PM. Sem dúvida ele representou um impulso extraordinário ao desenvolvimento. A estrutura econômica se modificou rapidamente, com o crescimento do setor industrial, sua modernização e a implantação de novos ramos. As bases para a solução dos problemas de infra-estrutura, que por tanto tempo haviam estrangulado o crescimento do País, foram lançadas para atender tanto à demanda (1) imediata como para prever expansões futuras. A construção da nova capital constituiu-se em um dos maiores êxitos do plano, solucionando uma antiga preocupação de se iniciar a ocupação da faixa não-litorânea do País.

O plano, no entanto, resultou em dificuldades seríssimas, ainda que não previsíveis ou controláveis. O que de imediato se percebe na elaboração do plano é a total ausência de uma definição dos mecanismos de financiamento que seriam utilizados para viabilizar um conjunto tão ambicioso de objetivos, com a exceção de declarações triviais inseridas mais para aplacar a crítica de seus opositores do que para configurar, efetivamente, uma diretriz de atuação (2). Na ausência de um sistema financeiro com dimensão, maturidade e flexibilidade suficientes para captar as poupanças requeridas pelos investimentos

(1) Referimo-nos é claro aos problemas enfrentados pelo setor industrial. Para a economia como um todo o plano ampliou os desequilíbrios regionais e setoriais.

(2) Por exemplo, a seguinte passagem: "... cumpre levantar os recursos necessários por meio de novas tributações e pela geração e melhor distribuição de maior volume de inversões das poupanças voluntárias de indivíduos e empresas". Conselho do Desenvolvimento, p. 32.

propostos, a única solução teria sido a elevação da carga fiscal. Tal solução, supondo-se possível sua aprovação no Congresso, encontraria fortes resistências por parte dos empresários, que não estavam dispostos a ver seus programas de investimento comprimidos por impostos mais elevados. O esquema financeiro encontrado para a realização do PM - o financiamento inflacionário - gerava através do aumento de lucros (de empresas privadas e públicas), do aumento da tributação nominal e diferencial e, é claro, da emissão de moeda, os recursos necessários à sua consecução. O elevado crescimento do produto, especialmente da renda urbana, permitia uma transferência de renda na margem, sem que os grupos econômicos perdessem posição absoluta.

Os planos periódicos de estabilização não eram mais que tentativas de reduzir o ritmo inflacionário a níveis toleráveis (a par o aspecto político de mostrar algum esforço para conter o custo de vida ou mesmo aplacar as críticas do FMI), sem nunca sacrificar o desenvolvimento pela estabilidade. Uma vez iniciado qualquer esquema de retração do crédito, era a vez das empresas de protestar contra essas medidas, dependentes que eram do crédito bancário para seu capital de giro. As marchas e contramarchas da política monetária no período do PM não representam mais do que tentativas de compatibilizar variáveis muitas vezes antagônicas como crescimento, estabilidade, altos lucros e baixo custo de vida. As tensões geradas nesse processo foram dissolvidas no crescimento do produto. Enquanto este se manteve crescendo a níveis elevados foi possível conciliar. A desaceleração do crescimento econômico trouxe consigo a crise política e social que abalou o País nos anos 63/65.

### 3.4. O Papel do Setor Público

Para completar o quadro da evolução econômica do Brasil no período 1952/61 resta examinar o papel do setor público. Sua crescente intervenção na economia pode ser considerada uma das tendências marcantes desta evolução.

Todos os planos elaborados durante o período colocavam nas mãos do setor público a tarefa de conduzir as obras de infra-estrutura que objetivavam romper os estrangulamentos que tolhiam o processo de industrialização. As origens dessa responsabilidade podem ser encontradas na instalação da primeira usina siderúrgica do País e na luta pelo monopólio estatal do petróleo.

Ainda durante a guerra o governo decidiu-se pela construção da usina siderúrgica de Volta Redonda, para suprir a crescente demanda por aço e como um símbolo de independência econômica. O projeto enfrentou forte oposição, especialmente do exterior, mas um crédito do EXIMBANK foi finalmente concedido para a realização da obra.

Deve-se observar que esse crédito foi aprovado basicamente diante da iminência em que se encontrava o governo brasileiro de contratar linhas de financiamento da Alemanha para a construção da usina. A Companhia Siderúrgica Nacional (CSN), responsável pelo complexo de aço de Volta Redonda, é ainda hoje o maior produtor de lingotes de aço do País. Ao fim da década de 40 e início da década de 50 o governo viu-se envolvido naquela que foi, talvez, sua maior batalha pelo controle de um setor econômico. A proposta do monopólio estatal de produção e refino de petróleo mobilizou a opinião pública sob a liderança de intelectuais nacionalistas, políticos e militares; a luta por sua aprovação durou quase cinco anos e é considerada um marco no processo de desenvolvimento brasileiro. A Lei 2.004, de 03.11.1953, atribuiu ao setor público o monopólio da exploração e refino do óleo cru (à exceção de uma refinaria privada já existente), ficando, no entanto, a distribuição aberta a capitais privados, isto é, ao capital estrangeiro. Sem detalhar esses dois pontos (veja por exemplo, Wirth, 1970) pode-se dizer que tais fatos marcaram o início da intervenção direta do setor público na economia, que iria estender-se nos anos seguintes. O 'estado - empresário' toma forma através da progressiva criação de órgãos de administração descentralizada que, livres de entraves burocráticos e dispostos de fontes de recursos independentes (basicamente receitas orçamentárias vinculadas), puderam desenvolver uma ação mais eficiente e dinâmica. Por outro lado, criaram-se empresas de economia mista sob controle estatal, operando em bases lucrativas, o que aliviou o orçamento de substanciais desembolsos por conta de gastos de capital.

A tendência geral foi a de se delegar ao setor público o provimento de insumos básicos (aço e energia, por exemplo) bem como a criação da infra-estrutura básica (transporte, comunicações), vital para o processo de industrialização. Dessa forma, o Estado passou a ter sob seu controle a produção de aço, através das três maiores usinas do País - CSN, COSIPA e USIMINAS; a produção e refino de petróleo - PETROBRÁS; a produção e exportação de minérios de ferro - Companhia Vale do Rio Doce; a produção de soda cáustica - Companhia Nacional de Álcalis; uma parte substancial da energia elétrica produzida e a maior parte dos investimentos em novas usinas - ELETROBRÁS; transporte ferroviário através da Rede Ferroviária Federal; navegação de cabotagem através do Lloyd Brasileiro e Companhia de Navegação Costeira; controle e construção de novas rodovias através do DNER e dos DERs, que gerenciavam o Fundo Rodoviário Nacional. Além de suas atividades tradicionais, o setor público aumentou substancialmente seus controles sobre o crédito em todos os setores, através do Banco do Brasil. Esses controles se estenderam à comercialização de diversos produtos de exportação tais como café, cacau, pinho, mate, açúcar, borracha e sal, entre outros, através de autarquias específicas (1).

A crescente intervenção do governo na atividade econômica não encontrava grandes resistências por parte do setor privado. Em uma pesquisa feita entre empresários em 1963 (Richers, 1963) 72% dos entrevistados concordavam em que as atividades empresariais

(1) Em 1961 o setor público era responsável por 50% do total de aço produzido no País, refinava 76% do petróleo, produzia 17,5% do petróleo consumido e produzia 24% da energia elétrica gerada. Anuário Estatístico, 1961.

diretas até então exercidas pelo governo haviam contribuído para o desenvolvimento econômico do País. Essa percentagem baixava para 56% quando se indagava sobre o artigo 146 da Constituição, que dispunha sobre a intervenção da União no domínio econômico e sobre o monopólio de determinados setores industriais e atividades. A pesquisa revela, no entanto, a sempre presente contradição entre os juízos formulados ao nível micro e as avaliações ao nível macro. A maioria dos empresários queixava-se dos altos impostos, dos controles excessivos sobre o comércio exterior e da crescente intervenção do estado em áreas onde talvez a iniciativa privada pudesse florescer. Em resumo, se o Estado tivesse se limitado a desempenhar o seu papel original de fornecedor de energia e transportes baratos, teria obtido a benção incondicional dos empresários brasileiros.

O Quadro 3.15 mostra a participação do setor governamental no PIB, levados em consideração seus gastos de consumo e formação bruta de capital. A ligeira tendência ascendente dessa participação (de 14,6% em 1952 para 17,5% em 1961) não reflete, necessariamente, a maior intervenção do setor público na economia, já que não estão incluídas as empresas de economia mista, cuja participação na formação de capital é considerável.

Quadro 3.15

Despesa do Governo  
Milhões de Cr\$

	Consumo	Investi- mento	Total	Total % PIB
1952	45,1	12,7	57,8	14,6
1953	65,0	15,1	80,1	17,1
1954	75,3	20,9	96,2	15,3
1955	94,0	22,3	116,3	14,9
1956	130,4	26,7	157,1	15,8
1957	152,7	45,7	200,2	16,4
1958	180,5	68,5	249,0	17,1
1959	249,0	85,5	334,5	16,8
1960	366,7	130,6	497,3	18,1
1961	537,9	173,0	710,9	17,5

Fonte: Conjuntura Econômica, setembro 1971.

Observado sob o ponto de vista fiscal, o Quadro 3.16 mostra a carga fiscal bruta e líquida, a participação percentual dos impostos diretos e indiretos e a receita total do governo no período. A participação das receitas totais no PIB permaneceu constante até 1957, aumentando um pouco nos anos centrais do Plano de Metas. A elevação simultânea das cargas bruta e líquida indica tanto o aumento da arrecadação como a maior retenção dos

recursos em mãos do governo. Esse aumento se deu por taxação indireta mais elevada, reforçando o caráter regressivo da estrutura fiscal brasileira, conforme mostra o Quadro 3.17.

Quadro 3.16

Impostos e Receitas da União  
Milhões de Cr\$

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
1952	22,5	40,7	63,2	46,1	64,4	35,6	15,9	11,6	76,1	19,2
1953	26,5	47,9	74,4	53,7	64,4	35,6	15,9	11,4	91,5	19,4
1954	32,6	73,6	106,2	79,9	69,3	30,7	16,9	12,7	124,5	19,8
1955	42,4	80,2	122,6	88,8	65,4	34,6	15,7	11,3	144,2	18,4
1956	57,6	111,3	168,9	117,2	65,9	34,1	17,0	11,8	192,9	19,3
1957	71,2	137,0	208,2	144,3	65,8	34,2	17,1	11,8	238,9	19,6
1958	87,6	203,2	290,8	206,1	69,9	30,1	20,0	14,1	331,4	22,7
1959	120,0	294,3	414,3	303,6	71,0	29,0	20,8	15,3	450,4	22,6
1960	156,8	397,4	554,2	410,5	71,7	28,3	20,2	14,9	640,6	23,2
1961	242,5	519,8	762,6	477,2	68,2	31,8	18,8	11,8	841,9	20,7

(1) Impostos Diretos (6) % Impostos Indiretos  
 (2) Impostos Indiretos (7) Carga Bruta/PIB %  
 (3) Carga Fiscal Bruta (8) Carga Líquida/PIB %  
 (4) Carga Fiscal Líquida (9) Receita Total  
 (5) % Impostos Diretos (10) Receita Total/PIB %

Fonte: Conjuntura Econômica, vários números.

Em 1958 os impostos indiretos a cargo da União aumentaram 68%, enquanto os impostos diretos cresciam 21%. A elevação da receita total do governo pode ser creditada à maior participação dos impostos federais nessas receitas. Em 1958 e 1959 verificam-se as participações mais elevadas da União, de 66,1% e 65,6%, respectivamente, refletindo o

Quadro 3.17

Impostos por Nível de Administração  
Milhões de Cr\$

	Indiretos			Diretos				
	Total	U	E	M	Total	U	E	M
1952	40,7	21,4	17,0	2,3	22,5	18,0	3,0	1,5
1953	47,9	25,0	20,2	2,7	26,5	20,7	3,8	2,0
1954	73,6	42,4	28,0	3,2	32,6	25,9	4,4	2,3
1955	80,2	40,8	35,5	3,9	42,4	34,1	5,4	2,9
1956	111,3	60,4	45,8	5,1	57,6	46,6	7,4	3,6
1957	137,0	71,8	57,8	7,4	71,2	58,5	7,5	5,2
1958	203,2	120,9	73,3	9,0	87,6	71,2	9,5	6,9
1959	294,3	171,0	113,4	9,9	120,0	100,5	11,8	7,7
1960	397,4	221,9	162,7	12,8	156,8	132,5	14,9	9,4
1961	519,8	263,5	237,5	18,8	242,5	211,0	18,6	12,9

U - União  
E - Estados  
M - Municípios

Fonte: Conjuntura Econômica, dezembro, 1969.

Quadro 3.18

Participação dos Gastos com Pessoal

	% nos Gastos de Consumo	% nos Gastos Correntes	% das Receitas Totais
1952	52,3	37,9	31,0
1953	46,2	35,0	32,8
1954	44,8	33,2	27,1
1955	49,9	36,7	32,5
1956	54,7	39,2	37,0
1957	54,9	31,6	35,1
1958	53,4	36,4	29,1
1959	55,5	38,4	30,7
1960	50,0	35,9	28,6
1961	56,7	38,7	36,2

Fonte: Conjuntura Econômica, dezembro, 1969.

esforço crescente para a realização do PM. Como receitas não vinculadas, o Imposto de Consumo e o Imposto de Renda constituíam-se nas fontes mais substanciais de recursos federais. No entanto, se adicionarmos o Saldo de Ágios e Bonificações ao Imposto de Importação (que incidia sobre as mesmas operações) esse imposto conjunto é significativamente o mais importante na arrecadação federal. O Imposto de Vendas e Consignações tinha posição de destaque ao nível estadual, representando mais de 70% do total das receitas.

A crescente participação dos gastos do governo no PIB fica mais evidente se considerarmos as despesas correntes acrescidas à formação bruta de capital fixo, isto é, o gasto efetivo em bens, serviços, transferências e subsídios. Essa participação cresceu de 19,0% em 1952 para 23,7% em 1961. Uma vez separados os gastos de consumo em gastos com pessoal e outros gastos, o resultado é que a participação das despesas de pessoal na despesa corrente, à exceção de 1953/55, é sempre superior a 50%, como mostra o Quadro 3.18. Em termos reais, deflacionadas pelo IGP, elas se elevaram a uma taxa anual de 8,1%, caindo para 6,3% se não considerarmos o ano de 1961. Por outro lado, os salários do funcionalismo público federal decresceram substancialmente no período (devido ao seu menor poder de barganha, *afortiori* pode-se dizer o mesmo dos salários nos demais níveis da administração). De fato, entre 1953 e 1959 o servidor público típico (letra E) teve seu salário real reduzido em mais de 10%, enquanto o nível mais bem remunerado (letra O) perdeu cerca de 23% de seu salário no período (D&C, maio, 1959). Essa constatação parece sugerir que a elevação das despesas com pessoal ocorreu através de aumento no nível do emprego, e não mediante aumentos salariais. Esta é, sem dúvida, uma característica dos anos 50 onde, a par da industrialização, o emprego cresceu a taxas aceleradas, especialmente o emprego urbano.

Outro fator que elevava constantemente os gastos correntes do governo residia nos auxílios, subvenções e coberturas dos déficits das empresas públicas de transportes. Com exceção do DNER - cujos fundos eram vinculados ao Imposto Único sobre Combustíveis e Lubrificantes, o que lhe conferia autonomia financeira - as empresas ferroviárias, marítimas e aéreas de propriedade do governo federal sobreviviam às custas de ajuda governamental. Essa política visava manter baixos os fretes e as tarifas de transporte, diante de sua importância na composição do custo industrial e do custo de vida. As empresas privadas de transporte, por outro lado (incluindo-se nesse caso as empresas geradoras e distribuidoras de energia elétrica), também eram obrigadas a manter baixos os preços de seus produtos em face da disposição legal que as obrigava a calcular as quotas de amortização de seu ativo fixo sobre o custo histórico de aquisição dos equipamentos. Dessa forma, a inflação contínua transformava os fundos de depreciação em proporção ridícula dos custos de reposição, forçando-as a manterem uma alta percentagem de lucros retidos como reservas de reposição disfarçadas.

Tais políticas aumentavam as responsabilidades do governo federal tanto na crescente distribuição de fundos a cada ano para dar apoio financeiro às suas empresas, como no investimento de infra-estrutura em áreas onde o setor privado não podia ser estimulado por causa dos controles de preços. Os recursos mobilizados em favor da política de tarifas baixas alcançavam cerca de 7% a 8% do total das receitas. Em 1961, refletindo o início efetivo das operações da RFFSA (que fundiu todas as ferrovias sob jurisdição federal), essa proporção elevou-se para 13%, aumentando, em termos reais, o montante total de assistência em 55% com relação a 1955.

Dessa forma, as despesas correntes cresceram a altas taxas durante o período, colocando em risco a capacidade de poupança do setor público. O Quadro 3.19 mostra as taxas de crescimento real das despesas correntes (deflacionadas pelo IGP) e suas proporções em relação ao total de receitas.

Quadro 3.19

Despesas Correntes do Setor Público  
Taxas de Crescimento e % da Receita Total

	Taxas de Crescimento	% da Receita Total
1952	—	81,7
1953	19,9	93,7
1954	-6,7	81,6
1955	7,6	88,7
1956	19,2	94,4
1957	4,2	90,7
1958	7,9	80,1
1959	-1,9	79,8
1960	10,4	79,7
1961	12,5	93,5

Fonte: Conjuntura Econômica, dezembro, 1969.

É interessante observar o aumento da capacidade de poupança verificado nos anos 1958/59/60. Em 1959 as despesas correntes diminuíram sua proporção na receita tanto em função do aumento na arrecadação real como pelo atraso usual do ajustamento dos gastos a tais aumentos. A elevação da receita nesse ano se deveu quase que exclusivamente a um aumento real de 200% na arrecadação dos ágios cambiais e impostos de importação, em

conseqüência da reforma tarifária de 1957. O governo federal aumentou, então, sua arrecadação em cerca de 54% reais, o que, dada sua participação na arrecadação geral, implicou aumento de 22,5% no total da receita. Atrasando os gastos correntes em relação à receita (cresceram apenas 7,9% em 1958), dispôs o governo de maiores recursos de investimento, em um período crítico do PM.

Em 1961 a situação se inverteu novamente, quando a receita caiu 4,2% em termos reais, aumentando os gastos correntes em 12,5%. A queda na receita decorreu novamente da diminuição na receita federal, que caiu cerca de 42% reais durante o ano (1). Por outro lado, evidenciando sua baixa elasticidade-receita, os gastos correntes aumentaram no mesmo período em função dos grandes aumentos ocorridos nos gastos com o funcionalismo federal (aumento real de 65%), transferências da União (aumento real de 45%) e subsídios federais (35% de aumento real).

As restritas disponibilidades de poupança eram obviamente insuficientes para financiar os requerimentos da formação de capital. No Capítulo 5 serão discutidas as dificuldades envolvidas na montagem de estimativas precisas da formação de capital no Brasil. No momento, é importante observar que durante o período 1956/61 a formação de capital do governo central (de longe a mais importante) cresceu à taxa anual real de mais de 15%, enquanto as empresas públicas aumentavam seus gastos em investimento, em 1960/61, em mais de 25% a.a. (veja Quadros 5.6 e 5.8).

Os investimentos se concentravam no setor industrial, especialmente na produção química e mineral, onde se incluíam a produção e refino de petróleo e a extração de minério de ferro. O setor de transportes e comunicações recebeu a maior parte dos investimentos a partir de 1958, em conseqüência da formação da RFFSA. O ponto central a ser observado quanto à participação do setor público diz respeito não somente aos montantes mas também aos aspectos qualitativos da mesma. De fato, ao exercer uma demanda autônoma de investimento de montante substancial, o setor público estava em condições de sustentar uma demanda efetiva suficientemente alta para manter sob controle o ciclo econômico. Tal evidência sugere que o investimento público se constituía em variável decisiva para a indústria de bens de capital (o Capítulo 5 analisa a questão com maiores detalhes).

(1) A razão da queda da receita federal não se deveu à receita tributária, mas sim à forte diminuição das receitas extraordinárias. Ainda que não seja possível evidenciar, no momento, as transferências de recursos para os demais níveis administrativos, parecem ter sido suficientemente altas para provocar a queda na receita total federal em 1961.

O desequilíbrio total do setor público, no entanto, não se situava apenas pela diferença entre poupança corrente e formação bruta de capital fixo. Além dessa diferença, outros itens não incluídos nas contas nacionais devem ser somados, tais como a aquisição de ativos e investimentos financeiros, que representam desembolsos efetivos. Assim, os desequilíbrios podem ser melhor observados pela ótica do orçamento. Nesse caso, interessa apenas examinar o orçamento da União, pois sendo o governo federal o único nível administrativo autorizado a emitir moeda, os desequilíbrios a nível estadual e municipal vão, em última instância, se refletir no Balanço da União, através dos empréstimos e transferências. É verdade que os governos estaduais e municipais financiavam seus déficits através de empréstimos, por vezes de valores elevados, contratados junto ao Banco do Brasil e a outros bancos privados, mas no momento interessa-nos os reflexos desses desequilíbrios sobre o setor público. Mais ainda, os déficits estaduais e municipais eram pequenos se comparados com o déficit federal e sua omissão não faria grande diferença (em 1961, por exemplo, o déficit de caixa dos estados e municípios mostrava-se inferior a 4% do déficit federal).

O resumo do orçamento no período é mostrado no Quadro 3.20. Pode-se observar que o volume de créditos adicionais e créditos sem cobertura responde por uma parte substancial do déficit total. Fica evidenciada, assim, a ausência de programação financeira, eis que uma grande parte das necessidades de recursos era suprida por medidas de curto prazo, sem previsão de receita correspondente (1). O déficit orçamentário como proporção do PIB elevou-se durante o período, alcançando 3,8% em 1961.

A verdadeira pressão sobre o Tesouro, no entanto, não se manifestava no déficit orçamentário, visto que parte desse déficit era transferida para exercícios seguintes sob a rubrica 'restos a pagar' e 'outras despesas a pagar', o que não implicava desembolsos efetivos.

O ponto importante era o 'Déficit de Caixa do Tesouro', que representa o saldo efetivo entre receitas e despesas durante o ano fiscal. A proporção desse déficit de caixa em relação às receitas elevou-se fortemente a partir de 1956 (com exceção de 1958, quando, conforme foi mencionado, a receita registrou elevado crescimento), chegando a 43,4% em 1961. Percebe-se que os gastos eram planejados sem nenhuma relação com a receita esperada, sendo função exclusiva das necessidades do governo.

(1) Pode-se supor, inclusive, que razões políticas conduzissem o orçamento a minimizar despesas, mas já antecipando as despesas extraordinárias, como evidencia o item 'créditos adicionais'.

Quadro 3.20  
Orçamento da União  
Milhões de Cr\$ Correntes

	Previsto			Efetivo				
	Despesas	Receitas	Saldo	Despesas	Créditos Adicionais	Créditos sem Cobertura	Receitas	Saldo
1952	28,5	25,5	-3,0	26,7	1,4	0,3	30,7	+ 2,3
1953	38,3	34,3	-4,0	38,5	1,4	3,3	37,1	-6,1
1954	49,5	46,0	-3,5	47,2	2,0	4,4	46,5	-7,1
1955	70,9	53,5	-17,4	60,1	3,2	3,4	55,7	-11,0
1956	123,2	70,9	-52,3	68,0	39,0	4,0	74,1	-36,9
1957	128,3	98,3	-30,0	112,9	5,8	11,8	85,8	-44,7
1958	152,9	130,2	-22,7	139,8	8,6	3,7	117,8	-34,4
1959	182,2	147,7	-34,5	161,4	25,3	15,8	157,8	-44,7
1960	244,7	179,5	-65,2	222,4	42,2	36,8	233,0	-68,4
1961	319,0	246,6	-72,4	405,0	14,9	52,8	317,4	-155,2

Fonte: Balanço Geral da União, vários anos.

A pressão sobre a caixa do Tesouro gerou, é claro, fortes repercussões inflacionárias. De fato, o financiamento do déficit se processava basicamente através de empréstimos do Banco do Brasil, o que significava, de uma forma ou de outra, a emissão de moeda (veja Quadro 3.21). Fora a emissão de moeda, o governo não dispunha de meios para financiar seus déficits. O mercado de ativos financeiros de renda fixa havia sido gradualmente destruído pela inflação. Mesmo assim, Letras do Tesouro eram colocadas compulsoriamente junto aos credores do Governo e aos bancos comerciais, estando estes últimos autorizados a compor parte de suas reservas compulsórias com os referidos títulos.

### 3.5. Conclusões

Durante os anos 50 a economia brasileira passou por profundas modificações em sua estrutura econômica. A crescente preocupação em planejar o desenvolvimento econômico resultou no Plano de Metas, o qual em poucos anos viabilizou a implantação de um forte setor industrial, além de executar investimentos públicos críticos em infra-estrutura.

A principal característica da política econômica no período foi o total comprometimento do setor público no planejamento e execução das metas programadas. Isso foi possível através de uma política consciente de câmbio e de comércio exterior, o que permitiu dirigir os investimentos - domésticos e estrangeiro - para aqueles setores considerados prioritários para o desenvolvimento econômico.

Esse processo, no entanto, induziu a uma série de desequilíbrios setoriais, regionais e principalmente financeiros. A economia não estava preparada, em termos de fontes de fundos, para empreender sem sérias distorções esse enorme esforço de investimento. O setor público, em particular, contando com uma estrutura fiscal lenta e ineficiente, recorreu crescentemente à emissão de moeda para financiar suas despesas. O processo inflacionário que acompanhou o processo de crescimento durante a década foi, em certa medida, a solução encontrada pelo setor privado para suprir a ausência de financiamento adequado numa situação de aceleração da taxa de investimento.

Quadro 3.21  
 Tesouro. Déficit de Caixa e Financiamento  
 Milhões de Cr\$ Correntes

	Posição de Caixa			Financiamento			
	Receitas	Despesas	Saldo	Banco do Brasil	Letras	Outros	Total
1952	30,7	28,5	+2,3	-5,3	-	3,0	-2,3
1953	37,1	39,9	-2,8	7,9	-	-5,1	2,8
1954	46,5	49,3	-2,7	4,0	-2,5	-1,2	2,7
1955	55,7	63,3	-7,6	7,7	-	-0,1	7,6
1956	74,1	90,8	-23,9	24,4	0,2	-0,3	23,9
1957	85,5	104,0	-41,1	15,8	9,5	15,8	41,1
1958	117,8	127,2	-25,6	16,7	9,2	-0,3	25,6
1959	157,8	138,0	-32,0	25,2	8,8	-	32,0
1960	233,0	220,0	-64,0	75,4	2,2	-13,6	64,0
1961	317,5	356,2	-137,5	128,9	1,5	7,1	137,5

Fonte: Relatórios do Banco do Brasil, Relatório da SUMOC.

## CAPÍTULO 4

### O SISTEMA FINANCEIRO DE 1952 A 1961

#### 4.1. Introdução

Durante a década de 50 o sistema financeiro brasileiro compreendia o seguinte conjunto de instituições:

- 1) As Autoridades Monetárias. Estas incluíam o Tesouro, as Carteiras de Redesconto e de Câmbio do Banco do Brasil e a Caixa de Mobilização Bancária.
- 2) Os bancos comerciais, entre os quais o Banco do Brasil tinha papel destacado.
- 3) A Caixa Econômica Federal e as caixas econômicas estaduais.
- 4) As companhias de seguro.
- 5) As companhias de capitalização.
- 6) Os institutos de previdência social.
- 7) Os bancos de fomento federais e estaduais.
- 8) As bolsas de valores.
- 9) As sociedades de crédito, financiamento e investimento.

Apesar da aparente variedade, o sistema financeiro reduzia-se na prática às instituições monetárias (1 e 2), que controlavam entre 70% e 80% do total dos ativos do sistema durante a década. Por outro lado, as distintas evoluções das instituições no período refletem as diversas formas de operação de cada uma delas, as disposições legais a que estavam sujeitas e, especialmente, a estrutura de seus passivos e ativos em face da inflação. De fato, as instituições cujos passivos financeiros acompanhavam bem ou mal o ritmo inflacionário - como era o caso dos bancos comerciais e dos institutos de previdência - puderam aumentar suas participações no total de ativos do sistema. Em contrapartida, aquelas que só podiam oferecer títulos de valor fixo viram sua participação decrescer ao longo do período.

Observado o sistema como um todo, a razão entre os ativos financeiros e o PIB mantém-se praticamente constante (apesar de flutuar bastante de ano para ano). Deflacionados, os ativos financeiros crescem no período 1952/61 a uma taxa real anual de 5,6%, contra uma taxa anual de 6% do PIB. Assim, o sistema financeiro, apesar de acompanhar o crescimento do produto, não elevou sua participação. De certa forma, esta é uma performance inesperada para um período de rápido crescimento. De fato, em um processo intenso de substituição de importações, como o que se verificou na década de 50, a produção é internalizada pela economia através de cadeias produtivas mais intensas e complexas, o que deveria significar maior demanda de financiamento por unidade de produto final. Uma análise geral deste ponto foi procedida no Capítulo 2 (1).

Se esse não era o caso, podemos concluir, preliminarmente, que ou (a) o sistema financeiro se constituiu em uma barreira a um crescimento maior e mais bem distribuído ou (b) a economia viu-se na contingência de desenvolver mecanismos alternativos de financiamento. Talvez seja apropriado afirmar que os dois efeitos se fizeram presentes. Por outro lado, cabe também explorar a hipótese de que toda a estrutura do sistema financeiro foi necessariamente modificada para acomodar as necessidades crescentes de um setor industrial em expansão e da demanda por crédito de consumo vis-à-vis um mercado restrito e uma distribuição de renda altamente concentrada. Esses pontos serão considerados no Capítulo 6. No presente Capítulo examinaremos o sistema bancário - privado e público - como única fonte institucionalizada de crédito durante os anos 50. A seguir analisaremos sua estrutura financeira e seus métodos de operação.

#### 4.2. Bancos Comerciais

Por se tratar do grupo de instituições mais importantes dentro do sistema financeiro iniciaremos a análise pelos bancos comerciais. Da apreciação excluímos o Banco do Brasil, tanto no seu papel de banco comercial como de banco central. Tal opção decorre de três razões básicas. Primeiro, a importante posição do Banco do Brasil como banco comercial merece um exame à parte, mais detalhado. As modificações na política de crédito do Banco do Brasil exerceram sempre forte influência sobre os bancos comerciais privados e uma análise em separado poderá esclarecer aspectos do comportamento do sistema como um todo. Em segundo lugar, o Banco do Brasil era, talvez, o único banco comercial a estender linhas de crédito de longo prazo aos vários setores da economia, o que tornava sua estrutura de passivo e ativo algo distinta dos demais bancos. Finalmente, as autoridades monetárias usavam o Banco do Brasil em suas operações comerciais como instrumento de controle de crédito. Dessa forma, o Banco do Brasil será analisado separadamente no contexto das demais agências governamentais e como parte das autoridades monetárias.

(1) A subdivisão da propriedade agrícola que ocorreu no período deveria também aumentar a necessidade de um maior volume de financiamento.

#### 4.2.1. Estrutura do sistema bancário

Uma primeira idéia do sistema de bancos comerciais no Brasil pode ser apreendida se observarmos a evolução da rede bancária no período após a guerra. Como vimos no Capítulo 1, durante a guerra o número de estabelecimentos bancários cresceu rapidamente, beneficiados pela forte conjuntura inflacionária e com objetivo primordial de especular no mercado imobiliário. Na verdade, tais estabelecimentos eram pequenas casas bancárias que operavam como corretores de imóveis e de câmbio, concedendo, ainda, crédito pessoal. Um grande número desses estabelecimentos não pôde sobreviver ao movimento deflacionário que surgiu depois da guerra. Ademais, as autoridades monetárias, preocupadas com o florescimento de bancos pouco sólidos, incentivou as fusões, principalmente a absorção das casas bancárias pelos bancos comerciais. A conseqüência, então, foi a fusão ou o desaparecimento das casas bancárias e dos pequenos bancos.

Como evidência o Quadro 4.1., o número de matrizes bancárias reduziu-se de pouco mais de 500 em 1945 para menos de 350 em 1961. Vale observar que a redução substancial do número de matrizes ocorreu nos cinco primeiros anos do pós-guerra, coincidindo com a redução no ritmo inflacionário e a liberalização cambial (até 1947) e do comércio exterior. Simultaneamente a essa redução do número de matrizes, a quantidade de agências cresceu ininterruptamente. De 1945 a 1956 esse número mais do que dobrou. Os maiores bancos entenderam suas operações por todo o país, abrindo novas agências e escritórios. Além das explicações de ordem geral - o crescimento da economia, o aumento no grau de monetização, etc. - essa expansão da rede bancária pode ser explicada por fatores mais específicos. O boom do café, iniciado em 1949, gerou um considerável aumento da demanda por crédito para financiar a produção e a comercialização do produto. Os bancos de São Paulo mostraram-se bastante ativos na abertura de novas agências, na medida em que a fronteira do café avançava para o interior. As operações com o café virtualmente não envolviam riscos, já que o Banco do Brasil garantia o financiamento, exercendo os bancos comerciais o papel de agentes do banco do governo. Esse movimento em direção ao interior se acelerou a partir de 1951, quando o governo implantou a política de preços mínimos agrícolas, tornando, assim, os empréstimos rurais mais atraentes (1). A alta rentabilidade das operações com o café perdurou até 1954, quando terminou o boom, e, como conseqüência, os bancos com atuação tradicional nesse mercado perderam suas posições privilegiadas.

(1) Não obstante a expansão do sistema bancário em direção ao interior ter sido muito forte, isso não significa que ele estivesse sempre presente no final do processo produtivo, financiando as colheitas. Não são muito comuns na agricultura do Brasil os emprestadores individuais de dinheiro. Na verdade, esse papel era e é cumprido por caminhoneiros/intermediários que financiam pequenas colheitas de produtores individuais e agem também como intermediários e compradores das colheitas a serem entregues nas cidades. Infelizmente, não existe evidência quantitativa desse tipo de crédito nem do montante de financiamento concedido pelos bancos a esse tipo de intermediário.

Quadro 4.1  
Rede Bancária

	Estabelecimentos				
	Número			/10.000 habitantes	
	Matrizes	Agências	Total	Brasil	Centro Sul
1945	509	1.565	2.074	-	-
1946	477	1.634	2.111	-	-
1947	444	1.783	2.227	-	-
1948	426	1.855	2.281	-	-
1949	428	2.012	2.430	-	-
1950	413	2.183	2.596	.50	.76
1951	404	2.306	2.710	.51	.77
1952	404	2.623	3.027	.55	.85
1953	404	2.944	3.348	.59	.91
1954	398	3.063	3.461	.59	.92
1955	366	3.192	3.558	.59	.92
1956	360	3.897	4.257	.69	1.07
1957	357	4.271	4.628	.73	1.12
1958	345	4.512	4.857	.74	1.15
1959	343	4.792	5.135	.76	1.16
1960	352	4.996	5.348	.75	1.19
1961	342	5.239	5.581	.76	1.10
1962	336	5.788	6.124	.83	1.36
1963	327	6.174	6.501	.85	1.39
1964	328	7.005	7.333	.93	1.52
1965	323	6.915	7.238	.89	1.45
1966	305	7.195	7.500	.89	1.45
1967	254	7.722	7.976	.92	1.49
1968	223	7.884	8.107	.91	1.46

Fonte: Relatórios da SUMOC, Relatórios do Banco Central, Anuário Estatístico.

A alta rentabilidade das operações com o café perdurou até 1954, quando terminou o boom, e, como consequência, os bancos com atuação tradicional nesse mercado perderam suas posições privilegiadas.

Nesse período acelerou-se o processo de substituição de importações industriais, o que tornou os empréstimos e descontos comerciais e industriais relativamente mais rentáveis para os bancos comerciais. Alguns bancos que iniciaram sua expansão com base em atividades não ligadas ao café (como por exemplo os bancos de Minas Gerais) puderam consolidar uma forte posição nas operações de financiamento industrial. Suas grandes redes espalhadas por todo o país permitiram a captação de um maior volume de depósitos, o que viabilizou um maior volume de descontos para a indústria e o comércio. A expansão da rede bancária manteve-se até o final do período, favorecida tanto pelo crescimento industrial/comercial como pela aceleração do processo inflacionário a ele associado. Voltaremos ao ponto mais adiante.

Regionalmente, esse crescimento da rede bancária não ocorreu equilibradamente, refletindo obviamente o pólo de crescimento industrial da região sul. O Quadro 4.1 mostra a evolução do número de estabelecimentos bancários por 10.000 hab. ao nível nacional e ao nível regional, considerados os estados da federação que constituem o pólo industrial centro-sul (1). Apesar de crescer firmemente no entorno de 4% no período 1950/60, a média nacional do número de estabelecimento/10.000 habitantes é menor que a taxa do centro-sul, de 4,5%. Em 1960 esta região continha 55% da população do país, controlando, no entanto, 87% da rede bancária (2).

Esse movimento de fusões claramente elevou o grau de concentração do sistema bancário. O Quadro 4.2 mostra a distribuição dos depósitos mantidos pelos bancos comerciais (excluído o Banco do Brasil) em ordem decrescente de tamanho. Esses dados revelam uma tendência ascendente na percentagem dos depósitos mantidos pelos cinco maiores bancos, aumentando de pouco mais de 20% em 1950 para 25% em 1960. Os dez maiores bancos também elevaram sua participação, de 35% para 40%. Por outro lado, para grupos maiores de bancos esse percentual cresce bem menos, confirmando a concentração mais elevada entre os dez maiores bancos.

Se aceitarmos a idéia de que o grau de monopólio deve decrescer durante a expansão do ciclo, pode parecer estranho que tal processo de concentração tenha ocorrido em um período de inflação e crescimento industrial. Devemos notar, no entanto, que a concessão de cartas-patente bancárias era controlada pelas autoridades monetárias, que concederam

(1) Minas Gerais, Espírito Santo, Rio de Janeiro, São Paulo, Paraná, Santa Catarina e Rio Grande do Sul.  
(2) Em um exame mais detalhado talvez fosse interessante analisar a existência de movimentos de fundos inter-regionais. As regiões mais pobres queixam-se constantemente da drenagem de recursos por parte das regiões mais ricas, não só via preços relativos como através do sistema bancário. Kafka (1954), no entanto, alega que os movimentos inter-regionais são pequenos, dada a alta competição por fundos, tendendo os bancos a emprestar na mesma localidade em que captam os recursos. Deve-se observar, no entanto, que ao fim do período a demanda por fundos do complexo industrial/comercial era tão intensa que muito provavelmente as taxas de juros locais não poderiam competir com os altos retornos conseguidos no pólo industrial.

fortes incentivos às fusões e à abertura de novas agências (1). Por outro lado, concentrando-se o desenvolvimento industrial em uma região bem definida (na região compreendida entre as cidades de São Paulo, Rio de Janeiro e Belo Horizonte), os bancos dessa região (que já eram os maiores bancos) podiam estender com facilidade suas atividades, suprimindo a crescente demanda por crédito. Em outras palavras, nesta dinâmica região industrializada as barreiras regionais ao ingresso no sistema bancário parecem ter sido maiores que a nível nacional.

#### 4.2.2. Relações do sistema bancário com as autoridades monetárias

No Capítulo 6 discutiremos a estrutura das autoridades monetárias antes da criação do Banco Central, em 1965. No momento interessa-nos examinar como se exercia a supervisão e o controle diretos das autoridades monetárias sobre os bancos comerciais. Por controle direto entendermos aqueles regulados por lei, notadamente os requerimentos de caixa. É evidente que o poder de regulação sobre os bancos comerciais não se faz somente através dos requerimentos legais, mas também através de instrumentos mais flexíveis como a política de redesconto, o financiamento do déficit público, a política de emissão, etc. Todos esses aspectos serão analisados em tempo.

A ausência de um banco central e sua substituição por um conjunto de agências de certa forma independentes implicaram significativa falta de coordenação de vários aspectos da política monetária. Em particular, os bancos comerciais estavam sujeitos às instruções da SUMOC, às portarias do Ministério da Fazenda, aos controles de Departamento de Câmbio do Banco do Brasil, ao controle fiscal do Ministério da Fazenda e à supervisão geral da Inspeção de Bancos da SUMOC. Assim, a estrutura legal que regulava as operações dos bancos comerciais compreendia um conjunto de instrumentos pouco coordenado, com pequena inter-relação, produzindo as vezes políticas bastante incoerentes. Mais ainda, qualquer política de crédito pressupõe a existência de uma política monetária a ela vinculada, já que grande parte da eficácia dos controles de crédito se perde caso a expansão da oferta monetária não seja controlada pelas autoridades. Este era realmente o caso do Brasil, onde a emissão de moeda se fazia na medida das necessidades de cobertura do déficit do Tesouro, sendo o tamanho do déficit função das decisões de gastos do governo, independentemente do seu impacto financeiro. Dessa forma, torna-se difícil aceitar a existência de uma efetiva política de crédito, quando a emissão primária de moeda provia suficiente caixa aos bancos para expandir suas operações de empréstimo.

Examinemos o instrumento mais conspícuo de controle de crédito, durante os anos 50, os requerimentos de reserva. Os requerimentos de reserva de caixa impostos aos bancos

(1) Mesmo após o desaparecimento das instituições menos sólidas, depois da guerra as autoridades monetárias continuaram na sua política de fusões, aparentemente para explorar economias de escala e reduzir os custos do sistema.

Quadro 4.2.

Concentração dos Bancos Comerciais Privados 1950/69  
 Percentagem dos Depósitos Mantidos pelos Maiores Bancos  
 Depósitos Médios Semestrais

	5	10	15	20	25	30	35	40	45	50	N
1950 J	20,7	35,3	47,3	56,3	63,8	70,1	74,7	78,4	81,7	84,6	183
D	21,0	35,6	47,4	56,6	64,2	70,5	75,1	78,9	82,3	85,2	179
1951 J	19,6	33,9	45,7	54,6	62,1	68,1	72,9	76,8	80,4	83,4	186
D	20,2	34,3	45,7	55,3	62,6	68,4	73,3	77,2	80,7	83,8	189
1952 J	19,6	33,4	45,3	54,2	61,4	67,4	72,2	76,0	79,5	82,7	193
D	19,7	33,5	45,1	53,9	61,3	67,1	71,9	76,0	79,5	82,9	199
1953 J	20,0	34,2	46,0	54,4	61,5	67,1	72,2	76,4	80,0	83,3	204
D	18,5	33,1	44,7	53,4	60,1	65,7	70,8	75,3	79,0	82,4	199
1954 J	17,9	32,5	44,0	52,8	59,5	65,1	70,1	74,4	78,2	81,7	202
D	18,8	34,1	45,4	53,7	60,4	66,4	71,1	75,2	79,2	82,6	208
1955 J	19,4	35,1	46,9	55,5	62,6	68,3	73,0	77,2	81,1	84,3	203
D	19,3	35,9	47,6	55,7	62,0	67,2	72,1	76,3	79,9	83,1	207
1956 J	19,1	35,1	46,7	54,8	61,6	67,1	71,9	76,0	79,7	83,0	216
D	19,3	35,3	46,9	54,8	61,5	67,1	71,9	76,0	79,7	83,0	216
1957 J	19,4	35,0	46,7	54,5	61,6	67,4	72,2	76,3	79,9	83,1	224
D	20,4	36,4	47,8	55,3	61,9	67,6	72,4	76,3	79,9	83,1	224
1958 J	20,7	35,7	47,1	54,5	61,1	66,6	71,4	75,7	79,3	82,7	231
D	22,4	38,5	49,5	57,2	64,0	69,6	74,4	78,3	80,8	85,0	230
1959 J	23,3	39,2	50,2	57,6	64,3	70,2	75,0	79,0	82,5	85,6	231
D	24,7	40,8	50,9	58,6	65,2	70,9	76,0	80,1	83,5	86,5	234
1960 J	24,2	39,4	49,7	57,3	64,0	69,9	75,0	79,3	82,8	85,9	242
D	25,0	40,5	50,9	58,5	65,0	71,1	76,2	80,4	83,6	86,5	242
1961 J	24,2	39,2	49,2	56,8	63,5	69,6	74,8	79,1	82,5	85,3	247
D	24,3	39,0	49,0	56,7	63,4	69,6	75,3	80,1	83,9	86,4	249
1962 J	23,2	38,3	48,3	56,1	62,7	69,0	74,5	79,4	83,5	86,3	257
D	23,4	37,6	47,3	55,3	62,1	68,2	73,7	78,8	82,8	85,4	262
1963 J	22,3	37,2	46,9	54,6	61,1	67,2	72,7	77,8	82,3	84,8	266
D	22,7	37,1	46,9	54,4	60,8	66,7	72,3	77,4	81,4	83,9	276
1964 J	22,2	36,2	45,8	53,5	60,1	66,2	71,6	76,8	81,0	83,4	280
D	21,5	35,0	44,8	53,0	60,1	66,3	71,9	76,9	80,6	83,1	284
1965 J	21,3	34,2	44,0	52,5	59,6	66,1	71,8	76,7	80,2	82,7	281
D	21,2	34,5	43,9	52,2	59,4	65,9	71,5	76,4	80,1	82,6	284
1966 J	20,8	33,9	43,4	51,4	58,7	65,3	71,1	76,2	80,0	82,6	276
D	20,3	33,7	43,3	51,3	58,7	65,4	71,5	76,9	80,6	82,9	268
1967 J	20,9	33,8	43,3	51,5	59,1	66,0	72,0	77,3	81,6	84,3	237
D	23,1	37,5	47,4	55,6	63,0	69,7	75,8	81,0	84,1	86,4	220
1968 J	24,2	38,6	48,7	56,6	63,7	70,1	76,1	81,0	84,2	86,5	210
D	24,4	39,2	49,9	57,9	65,0	71,4	77,2	82,1	85,2	87,5	191
1969 J	24,9	39,9	50,7	58,8	65,8	72,4	78,4	83,3	86,2	88,4	185
D	25,8	40,7	51,2	59,5	66,6	73,1	79,3	84,4	87,3	89,5	167

J = Junho Média do Primeiro Semestre  
 D = Dezembro - Média do Segundo Semestre  
 N = Número de Bancos Cobertos no Semestre

Fonte: Veja Apêndice do Capítulo 2.

eram de dois tipos: reservas fixas e variáveis. As reservas fixas, exigidas desde a década de 30, foram estabelecidas em 15% dos depósitos à vista e 10% dos depósitos a prazo (1). A partir de 1945, com a criação da SUMOC, requerimentos adicionais de reserva foram exigidos aos bancos, cuja percentagem era determinada pela SUMOC, fixada inicialmente em 8% dos depósitos à vista e 4% dos depósitos a prazo. Tais requerimentos eram denominados 'reservas variáveis' e configuravam o efetivo instrumento de controle de crédito, uma vez que tais percentuais podiam ser alterados a qualquer momento pela SUMOC, se bem que ela raramente exercesse essa prerrogativa. As reservas fixas podiam ser mantidas em caixa ou como depósitos no Banco do Brasil, enquanto as reservas variáveis tinham de ser depositadas naquele banco, 'à ordem da SUMOC'.

Toda vez que a SUMOC fez uso do seu poder de alterar as percentagens dessas 'reservas compulsórias' parece ter assim procedido mais com a finalidade de transferir fundos privados para o setor público do que de acionar um instrumento efetivo de controle da liquidez global do sistema monetário. Ainda assim, o efeito de tais transferências não atingia os resultados desejados. Em 1956, por exemplo, os requerimentos de reserva à ordem da SUMOC foram elevados para 14% e 7% dos depósitos à vista e a prazo, respectivamente, sobre todos os saldos excedentes em relação ao saldo médio dos seis primeiros meses daquele ano (2). A razão fornecida para essa elevação foi a de prover o Banco do Brasil de recursos '... que pudessem ser usados para fazer adiantamentos ao Tesouro e assim reduzir a intensidade de novas emissões de papel moeda' (3). Esse argumento, em tese, parece correto. Se os bancos comerciais têm suas taxas de recolhimento compulsório aumentadas, o Banco Central (no caso o Banco do Brasil) disporá de recursos adicionais em caixa, supondo-se como era o caso, que esses recursos fossem recolhidos em moeda corrente e não através da diminuição nos saldos dos bancos comerciais junto ao Banco de Brasil. Transferindo esses recursos (e somente eles) ao Tesouro a título de empréstimo (ou adquirindo títulos do Tesouro) para financiamento do déficit de caixa, parte desse déficit terá sido coberto com recursos não inflacionários. A configuração final dessa operação terá sido um empréstimo compulsório do sistema bancário ao governo (4) (5). Em um primeiro momento, o volume dos meios de pagamento

(1) Decreto 21.499/1932.

(2) Instrução Nº 135, de 19.07.1956

(3) Relatório da SUMOC, 1956, p. 30.

(4) Se usarmos um modelo bancário simples onde  $D = R + E$  (D - depósitos; E - empréstimos e R - reservas) pode ser argumentado que em face de requerimentos de reserva mais elevados os bancos tenderiam a reduzir seus empréstimos e depósitos, sem nenhuma transferência para as autoridades. No caso em análise, no entanto, os bancos comerciais, além de reduzir seus depósitos para atender à nova taxa de reserva, eram forçados a modificar a composição das mesmas (entre moeda em caixa, depósitos no Banco do Brasil e depósitos à ordem da SUMOC). Se as reservas adicionais fossem recolhidas em moeda, então haveria necessariamente uma transferência dos bancos às autoridades monetárias.

(5) Em um nível mais elevado de abstração faz-se presente nesse processo uma consequência mais sutil. O aumento nos requerimentos de reserva implicavam uma maior demanda por moeda pelos bancos comerciais. Para o governo, esse fato tinha como consequência uma elevação de sua capacidade de financiar o déficit orçamentário via emissão de moeda, para um mesmo nível de demanda agregada. Em outras palavras, uma elevação dos requerimentos de reserva reduz o custo de financiamento do gasto governamental e vice-versa.

se reduzia em montante igual à redução dos depósitos dos bancos comerciais; esta redução se fazia necessária para atender aos novos níveis de reservas. Uma vez, no entanto, que o Tesouro fizesse retornar esses recursos à circulação, o nível original dos meios de pagamento era restabelecido (ou, mais precisamente, o nível original menos a diferença de reservas dos bancos comerciais em consequência dos novos níveis de requerimento).

Esse não era, no entanto, o mecanismo que predominava no sistema brasileiro. A diferença crucial residia no fato de que o Banco do Brasil atuava simultaneamente como banco comercial e banco central, não distinguindo tais aspectos em suas operações. Dessa forma, os recursos adicionais depositados pelos bancos comerciais eram adicionados ao caixa do Banco e utilizados para expandir seus próprios empréstimos e adiantamentos. O volume dos meios de pagamento era mais que restabelecido no momento em que o Banco expandia seus créditos, dado que sua relação encaixe/ depósito era substancialmente inferior a do sistema bancário. Por outro lado, o passivo do Banco era equivalente à moeda para compor as reservas dos bancos comerciais (como é o caso de um banco central). Assim, no momento em que o Tesouro iniciava o pagamento de suas contas com créditos contra o Banco, havia um acréscimo nas reservas (igual ao déficit do Tesouro menos o montante de moeda drenado pelo público) que podia sustentar imediatamente uma expansão do crédito dos bancos comerciais. Assim, o financiamento do déficit através de emissão de moeda ou de elevação dos adiantamentos do Banco do Brasil ao Tesouro exercia o mesmo efeito no que concerne à expansão primária dos meios de pagamento. Esse ponto será de especial importância quando discutirmos os instrumentos de política de crédito utilizados pelas autoridades monetárias.

O Quadro 4.3 mostra a composição das reservas bancárias (1). Moeda em caixa e depósitos no Banco do Brasil decresceram de 37% e 49% para 23% e 42%, respectivamente, de 1951 a 1961. A contrapartida evidente foi o aumento das reservas à ordem da SUMOC (as 'reservas compulsórias'), de 10% em 1957 para 26% em 1961. 'Outras reservas', que eram quase que totalmente compostas por Letras do Tesouro de curto prazo, tinham uma participação insignificante nas reservas bancárias e não serão consideradas na discussão.

(1) É bem conhecido o fato de que os saldos bancários têm um ciclo de flutuação anual bem definido. Por essa razão, todas as séries bancárias no presente trabalho foram ajustadas para um ciclo sazonal de um ano. Exceto quando indicado explicitamente, todos os valores a seguir referem-se a estas séries ajustadas. Os números são sempre relativos a saldos em fim de trimestre ou fim de ano.

Quadro 4.3

Brasil. Reservas dos Bancos Comerciais  
Valores em final de ano. Participação (%)  
Saldos Trimestrais Ajustados Sazonalmente  
Média Móvel de Cinco Períodos

	Moeda	Depósitos no		Outros	Total	Reservas Vol/ Depósitos à Vista
		Banco do Brasil	SUMOC			
1951	37	49	9	4	100	22,3
1952	31	54	10	5	100	24,1
1953	32	51	11	5	100	21,4
1954	32	50	13	5	100	20,5
1955	32	51	12	6	100	20,2
1956	31	49	13	6	100	19,2
1957	25	49	20	6	100	19,4
1958	25	43	24	8	100	18,1
1959	23	45	25	7	100	18,8
1960	21	43	28	8	100	18,5
1961	23	43	26	9	100	18,1

Fonte: Movimento Bancário do Brasil, vários números.

Nota: Depósitos no Banco do Brasil compreendiam as mencionadas 'reservas fixas' e saldos mantidos para compensação de cheques. Estes últimos eram as reais reservas livres, que poderiam ser chamadas de 'reservas voluntárias'. No entanto, é impossível separar os dois saldos e a expressão 'reservas voluntárias' é usada para expressar o saldo total depositado no Banco do Brasil.

Dois fatores contribuíram para o decréscimo da participação das reservas voluntárias nas reservas totais. Por um lado, a Instrução 135, mencionada anteriormente, elevou de uma só vez as taxas compulsórias e alterou a composição das reservas. Embora as reservas compulsórias depositadas no Banco do Brasil não fossem livremente disponíveis pelos bancos comerciais (cabia à SUMOC autorizar qualquer modificação nos saldos), estes não tentaram manter a mesma composição de reservas anterior à Instrução, pois isso implicaria altos saldos de caixa ociosos. Por outro lado, as crescentes necessidades de crédito levaram os bancos a operar com um mínimo de excesso de caixa. Desse modo, as reservas voluntárias foram mantidas em nível mínimo ou mesmo abaixo do legalmente requerido.

O Quadro 4.3 mostra também a relação 'reservas voluntárias/depósitos à vista' para o período. Esta relação decresce de 22,3% em 1951 para 18,1% em 1961. Uma estimativa superficial dos requerimentos legais seria a ponderação dos 15% e 10% requeridos sobre os depósitos à vista e a prazo, respectivamente, pela participação desses depósitos sobre os depósitos totais (1). Tal exercício resultaria em valores no entorno de 13,5% em 1951 e 14,5% em 1961. Por outro lado, a caixa voluntária como proporção dos depósitos totais esteve sempre por volta de 17%. Essa constatação poderia sugerir que os bancos estiveram sempre subemprestados, o que teria sido uma situação paradoxal em um período de crescimento e inflação. Esse não era o caso, no entanto, pois os bancos obtinham parte de suas reservas através de empréstimos das autoridades monetárias. Talvez nesse ponto fosse interessante fazer uma breve digressão teórica para clarificar o problema.

Suponhamos o mais simples modelo bancário definido pelo seguinte conjunto de equações:

$$\begin{aligned} R + E &= D + Q & (1) \\ M &= C + R & (2) \\ K &= C/D & (3) \\ L &= R/D & (4) \end{aligned}$$

onde:

- D — depósitos à vista nos bancos comerciais (a não consideração dos depósitos a prazo não altera as conclusões).
- E — empréstimos, considerados na forma de um único ativo primário.
- R — reservas, consistindo de caixa e depósitos no banco central.
- Q — capital do banco mais reservas de capital retidas.
- M — total de moeda em circulação, sob a forma de reservas bancárias (R) ou moeda em poder do público (C), isto é, M é igual à base monetária.
- K — revela a preferência do público entre moeda e depósitos.
- L — taxa de reservas requeridas sobre os depósitos.

(1) Não é possível determinar com precisão esses valores face à existência de diversas exceções aos requerimentos legais, dependendo da localização do banco, seus empréstimos a atividades específicas, etc. O fato de que a relação haja baixado como um todo mostra, pelo menos, a existência de alguma caixa ociosa no início do período e que os bancos esgotaram-na quando a demanda por crédito cresceu na segunda metade da década.

Todas essas equações referem-se ao total do sistema bancário, que poderia aqui ser representado como único banco.

Duas equações se depreendem do modelo acima:

$$D = \frac{1}{1+K} E + \frac{1}{1+K} (M-Q) \quad (5)$$

que mostra o volume de depósitos bancários para cada nível de empréstimos e nível do total de moeda em circulação, e

$$LL = \left( \frac{1-L}{1+K} \right) E + \left( \frac{1-L}{1+K} \right) (M-Q) \quad (6)$$

que indica a disponibilidade de fundos a menos das reservas, isto é,

$$LL = (1-L) D$$

O nível de equilíbrio de depósitos e empréstimos para um certo conjunto de valores de  $M$ ,  $Q$ ,  $K$  e  $L$  é dado pela solução simultânea de (5) e (6), isto é,

$$E_o = (M-Q) \frac{1-L}{L+K} \quad (7)$$

$$D_o = (M-Q) \frac{1}{L+K} \quad (8)$$

Assim, para um certo nível de moeda em circulação (dado o capital do sistema bancário,  $Q$ , e os 'coeficientes institucionais'  $K$  e  $L$ ) existe apenas um nível de depósitos e empréstimos compatível com o equilíbrio do sistema bancário.

Suponhamos, agora, que o sistema bancário redesconte (ou faça empréstimos, o que teria o mesmo efeito) títulos no banco central no valor de  $N$ . O novo conjunto de equações se escreve:

$$\begin{aligned} R' + E &= D + Q + N & (1') \\ M' &= C + R' & (2') \\ K &= C/D & (3') \\ L &= R'/D & (4') \end{aligned}$$

onde:

$$R' = R + N$$

e então

$$M' = M + N$$

Os novos pontos de equilíbrio serão:

$$E_o' = (M-Q) \frac{1-L}{L+K} + N \frac{1+K}{L+K} \quad (7')$$

$$D_o' = (M-Q) \frac{1}{L+K} + N \frac{1}{L+K} \quad (8')$$

isto é, tanto o nível de empréstimos como de depósitos pode ser aumentado pela operação de redesconto.

Há, no entanto, uma diferença entre os dois casos. Das equações 7, 8, 7' e 8' podemos calcular os acréscimos em  $D$  e  $E$  oriundos da operação de empréstimo:

$$\Delta E = N \frac{1+K}{L+K} \quad \text{e} \quad \Delta D = N \frac{1}{L+K}$$

$$\text{como } K > 0 \quad \text{então} \quad \Delta E > \Delta D$$

Desse resultado podemos tirar a importante conclusão de que para um certo conjunto de taxas de juros pagas e cobradas sobre depósitos e empréstimos, respectivamente, a tomada

de empréstimos das autoridades monetárias tem o efeito de elevar as receitas líquidas do banco (líquida dos custos de depósitos) em proporção maior do que se a adição dos depósitos e empréstimos tivesse sido proveniente de um nível de caixa mais elevado, como resultado de, digamos, operações de mercado aberto (onde  $\Delta E < \Delta D$ ).

A discussão acima esclarece as razões pelas quais os bancos sempre se mostraram dispostos a utilizar o redesconto e as linhas de empréstimos das autoridades monetárias. É em função disso que as autoridades têm que impor limites aos direitos de empréstimo. O sistema bancário brasileiro, obviamente, não significa exceção a esta regra.

As duas agências em que os bancos podiam sacar empréstimos eram a Carteira de Redesconto e a Caixa de Mobilização Bancária do Banco do Brasil. Ao recorrerem à Carteira de Redesconto os bancos podiam apresentar quase todos os títulos comerciais, em geral de curto prazo. O limite fixado para cada banco era estabelecido em valor igual à soma de seu capital mais reservas (de capital); a autoridade fixava, então, um 'teto' para cada banco (1). Esse tipo de operação era usado pelos bancos principalmente para alterar suas posições de caixa ao longo do ciclo sazonal de depósitos. Acima do 'teto' fixado, os bancos comerciais tinham autorização para descontar títulos oriundos de operações comerciais especificamente determinadas pelas autoridades. Esse redesconto 'extra-limite' constituía-se em poderoso instrumento à disposição das autoridades para direcionar os fluxos de crédito para atividades com prioridades estabelecidas. Além de permitir um maior volume, o redesconto 'extra-limite' gozava de taxa mais favorecida (2). Mesmo dentro dos limites do redesconto 'de liquidez' a Carteira de Redesconto tinha a prerrogativa, raramente exercida, de recusar certos títulos para redesconto. Esta seleção de títulos aceitáveis para redesconto dava à autoridades um importante instrumento de controle de crédito. Tal medida seletiva podia ser utilizada, também, para combater atividades especulativas e representava uma poderosa arma política (3).

A Caixa de Mobilização Bancária, por outro lado, atuava como 'emprestador de última estância', provendo assistência aos bancos em emergências oriundas de súbitas perdas de depósitos ou em refinanciamento de empréstimos de longa maturação. Os empréstimos da Caixa podiam ser contratados por até cinco anos, mediante juros de 6% a 10%.

(1) Aos bancos era permitido redescontar títulos uns dos outros, sendo obrigados a informar à Carteira de Redesconto o volume dessas operações, que era então abatido do 'teto' do banco. Esta prerrogativa, no entanto, era pouco utilizada pelos bancos, por razões de prestígio e de competição interbancária.

(2) 1/2% inferior. Decreto 29.536/51.

(3) Quando o Banco do Brasil recusava o redesconto de títulos de uma empresa era quase certo que os bancos cortassem todas as linhas de crédito a ela destinadas.

Conhecendo esses elementos a respeito dos aspectos institucionais do redesconto, podemos concluir a análise da posição de caixa dos bancos no período considerado. O Quadro 4.4 mostra várias relações entre reservas e depósitos. Pode-se notar, como foi sugerido acima, que os bancos comerciais operavam próximos ao nível mínimo das reservas voluntárias, se considerarmos estas reservas líquidas de empréstimos das autoridades monetárias. As reservas líquidas correspondiam aos recursos efetivamente 'congelados' pelos bancos como reservas de caixa. Se os bancos não fizeram um uso mais extenso da capacidade de redesconto da SUMOC (1) isso certamente decorreu das restrições impostas pelas autoridades, que sempre necessitavam de fundos para cobrir os déficits orçamentários. Veremos, mais adiante, que as autoridades monetárias eram, na verdade, receptoras líquidas de fundos em suas operações com os bancos comerciais.

Quadro 4.4

Brasil. Relações de Encaixe  
Valores em final de ano (%)

Saldos Trimestrais Ajustados Sazonalmente  
Média Móvel de Cinco Períodos

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
1951	22,3	16,9	19,6	25,9	19,6	25,9	22,3	16,9
1952	24,1	18,8	22,0	28,2	21,3	27,3	23,2	18,1
1953	21,4	17,0	20,5	25,7	14,6	18,3	14,0	11,2
1954	20,5	16,6	20,1	24,9	14,0	17,3	12,9	10,4
1955	20,2	17,0	20,5	24,5	15,2	18,1	13,9	11,6
1956	19,2	16,4	20,4	23,8	16,3	19,0	14,4	12,3
1957	19,4	17,0	23,1	26,4	20,1	22,9	15,9	13,9
1958	18,1	16,1	23,6	26,4	20,8	23,3	15,0	13,4
1959	18,8	17,1	25,3	27,7	22,8	25,0	16,1	14,7
1960	18,5	16,7	25,8	28,6	23,8	26,4	16,3	14,7
1961	18,1	16,5	25,2	27,6	23,5	25,7	16,2	14,8

(1) - Reservas Voluntárias/Depósitos à vista

(2) - Reservas Voluntárias/Total de Depósitos

(3) - Reservas Brutas/Total de Depósitos

(4) - Reservas Brutas/Depósitos à vista

(5) - Reservas Líquidas/Total Depósitos

(6) - Reservas Líquidas/Depósitos à vista

(7) - Reservas Voluntárias Líquidas/Depósitos à vista

(8) - Reservas Voluntárias Líquidas/Total de Depósitos

Fonte: Movimento Bancário do Brasil, vários números.

(1) A taxa de redesconto não parece ter representado uma restrição à demanda de fundos das autoridades monetárias. A diferença entre a taxa de juros recebida pelos bancos comerciais em suas operações com o público e a taxa de redesconto era suficientemente grande para tornar a última irrelevante.

### 4.2.3. Fontes de fundos dos bancos comerciais

As fontes de fundos dos bancos comerciais podem ser examinadas, em uma primeira análise, pelo tipo de título indireto emitido pelo banco. Assim, o passivo dos bancos será dividido em itens que representam diferentes direitos sobre os ativos do banco, independentemente de risco, retorno ou origem.

As três principais categorias de direitos sobre os bancos são:

- a) Capital (patrimônio líquido).
- b) Depósitos (à vista e a prazo).
- c) Empréstimos das autoridades monetárias (1).

Os Quadros 4.5, 4.6 e 4.7 mostram os saldos ajustados sazonalmente de fim de ano para cada tipo de passivo em valores correntes, valores deflacionados e participação de cada fonte no total de fundos.

O aumento da conta de capital de um setor econômico pode ser o resultado do aparecimento de novos estabelecimentos e/ou da elevação do patrimônio líquido dos estabelecimentos existentes. No caso brasileiro, vimos que o número de bancos (isto é, o número de matrizes) decresceu durante o período através de fusões ou desaparecimento de bancos existentes. Assim, as variações na conta de capital do sistema bancário refletem essencialmente a emissão de novo capital (2).

(1) Até 1967 os bancos não estavam autorizados a receber empréstimos do exterior, ou mesmo refinarciat empréstimos externos. Recursos externos eram canalizados para o capital do banco ou diretamente para a empresa financiada. Assim, os bancos brasileiros dependiam de fontes internas de fundos para expandir suas operações. Tais restrições era um dos principais alvos dos críticos do desenvolvimento industrial do Brasil. Alegava-se que as empresas estrangeiras traziam máquinas e equipamentos, levantando dentro do país o capital remanescente para construir suas instalações e para o capital de giro, colocando as fontes de fundos sob severa pressão, elevando a taxa de juros, etc. Pode-se argumentar, no entanto, que mesmo se o capital de giro fosse autorizado a ingressar no país a pressão sobre o sistema financeiro brasileiro não seria aliviada, em face da inflação interna que tornava o empréstimo em cruzeiros beneficiário da depreciação da moeda, enquanto os fundos externos seriam 'taxados' (a taxa sendo paga pelo tomador) pela taxa de câmbio mais elevada.

(2) Os dados de emissões de capital só estão disponíveis para o setor conjunto de bancos e seguros. Para este, a participação das emissões de capital de novas empresas no total de emissões do setor foi (em percentagem):

1951 - 1,4	1955 - 4,3	1959 - 1,6
1952 - 7,6	1956 - 1,5	1960 - 6,4
1953 - 11,2	1957 - 2,1	1961 - 6,5
1954 - 19,3	1958 - 8,4	

Fonte: Conjuntura Econômica, vários anos.

O quadro superestima os dados do aumento da conta de capital do sistema bancário pois estes, além de incluírem o setor de seguros, não são líquidos do decréscimo de capital oriundo do fechamento de bancos.

Quadro 4.5

Itens selecionados do Passivo Bancário  
Milhões de Cr\$ Correntes  
Saldos Trimestrais Ajustados Sazonalmente  
Média Móvel de Cinco Períodos

	Patrimônio Líquido	Depósitos à Vista	Depósitos a Prazo	Empréstimos na SUMOC	Total
1951	8,8	45,1	14,5	0,0	68,5
1952	12,0	59,5	16,7	0,9	89,3
1953	13,6	70,3	17,8	8,4	110,3
1954	15,5	84,1	20,0	9,1	128,9
1955	17,3	103,3	19,9	9,4	150,0
1956	22,0	126,7	21,2	10,0	180,0
1957	26,3	171,1	24,5	10,6	232,7
1958	31,8	217,9	26,5	13,2	289,5
1959	41,2	311,1	30,0	14,5	397,0
1960	54,9	429,5	46,1	20,7	551,3
1961	78,1	593,6	55,6	32,0	759,5

Fonte: Movimento Bancário do Brasil.

Quadro 4.6

Itens Selecionados do Passivo Bancário  
Índices Reais (1952 = 100) Valores em Final de Ano (1)  
Saldos Trimestrais Ajustados Sazonalmente  
Média Móvel de Cinco Períodos

	Patrimônio Líquido	Depósitos à Vista	Depósitos a Prazo	Empréstimos da SUMOC	Total
1951	84	87	100	-	88
1952	100	100	100	100	100
1953	97	101	91	733	105
1954	88	96	81	631	98
1955	87	105	72	575	101
1956	89	103	61	492	98
1957	100	131	67	494	119
1958	96	133	58	490	118
1959	91	138	48	391	118
1960	91	145	55	422	124
1961	88	136	45	442	116

(1) Deflacionado pelo IGP-FGV

Fonte: Movimento Bancário do Brasil, vários números.

Quadro 4.7

Itens selecionados do Passivo Bancário  
Participação (%). Valores em Final de Ano

Saldos Trimestrais Ajustados Sazonalmente  
Média Móvel de Cinco Períodos

	Patrimônio Líquido	Depósitos à Vista	Depósitos a Prazo	Empréstimos da SUMOC	Total
1951	13	66	21	-	100
1952	13	67	19	1	100
1953	12	64	16	8	100
1954	12	65	16	7	100
1955	12	69	13	6	100
1956	12	70	12	6	100
1957	11	74	11	5	100
1958	11	75	9	5	100
1959	10	78	8	4	100
1960	10	78	8	4	100
1961	10	78	7	4	100

Fonte: Movimento Bancário do Brasil, vários números.

Por outro lado, os aumentos de capital podem ser realizados sob diversas formas, sendo uma delas a operação contábil de reavaliação de ativos em consequência da variação de preços. Não se dispõe de dados sobre a distribuição dos aumentos de capital de forma desagregada para os vários setores. No entanto, a reavaliação de ativos não deve ter sido muito importante, já que antes de 1964 a lei brasileira taxava como ganho de capital qualquer aumento de capital fruto da inflação. Dessa forma, as empresas não se dispunham a reavaliar seus ativos, posto que não eram forçadas a fazê-lo (1).

(1) Para a economia como um todo a reavaliação de ativos contribuiu para o aumento de capital total das empresas da seguinte maneira (em percentagem):

1951 - n.d.	1955 - 0,6	1959 - 12,4
1952 - n.d.	1956 - 34,3	1960 - 12,0
1953 - 23,3	1957 - 16,0	1961 - 18,4
1954 - 1,8	1958 - 0,6	

Fonte: Conjuntura Econômica, vários anos.

No sistema bancário os ativos fixos representavam uma proporção do total de ativos muito mais baixa que em outros setores; assim, podemos sugerir que a contribuição da reavaliação de ativos foi muito menor no sistema bancário.

Em valores correntes, o capital do sistema aumentou mais de seis vezes durante o período 1952/1961. No entanto, os valores deflacionados mostram um quadro diferente. Pode-se observar uma crescente diminuição do capital bancário (com exceção de 1957), na medida em que a inflação aumentava. Não é possível identificar a destinação desses fundos originários do sistema bancário (1). Como mostra o Capítulo 2, a indústria bancária foi uma das mais rentáveis durante os anos 50, sendo assim difícil de acreditar que tais fundos tenham fluído desse sistema para outras atividades. É provável que uma proporção crescente dos lucros bancários não tenha sido reinvestida, mas sim distribuída aos acionistas. O sistema bancário passou a depender de forma crescente de fundos externos, como mostra o Quadro 4.7, onde a participação da conta de capital decresceu constantemente, de 14% em 1952 para 10% em 1961 (2).

Os empréstimos das autoridades monetárias se constituíram na fonte de fundos menos importante para os bancos comerciais. De uma participação máxima de 8% nos recursos bancários em 1953 esta fonte caiu para 4% em 1961. O valor em termos reais caiu de Cr\$ 7,1 milhões em 1952 para Cr\$ 4,2 milhões em 1961. Os dados disponíveis não permitem uma estimativa desagregada para os empréstimos de liquidez e aqueles realizados para redesconto ou refinanciamento de créditos concedidos pelos bancos aos setores prioritários. O redesconto de liquidez, no entanto, sempre foi considerado pelo sistema como uma demonstração de fraqueza e, por isso, era evitado sempre que possível. Assim, é lícito supor que a maior parte dos empréstimos das autoridades aos bancos comerciais vinculou-se às suas operações normais (com as exceções óbvias dos períodos de crise, quando o redesconto de liquidez aumentou fortemente).

Examinemos agora a principal fonte de fundos, os depósitos (3). O Quadro 4.8 mostra os valores ajustados sazonalmente dos depósitos à vista, a prazo e depósitos totais. A relação depósitos total/PIB também é apresentada.

(1) Os dados disponíveis não autorizam conclusões precisas a respeito do uso dos fundos dentro do sistema bancário. Comparando-se a taxa anual de crescimento dos fundos de capital e dos ativos fixos parece que em 1957 uma elevada proporção do capital novo incorporado ao sistema foi direcionado para a aquisição de ativos fixos.

(2) Trata-se de um resultado esperado, em face da inflação, quando cada setor econômico tenta aumentar ao máximo sua posição devedora, esperando ver o saldo devedor diminuir em termos reais em decorrência do crescimento dos preços.

(3) Aqui surge um problema teórico de certa forma sutil. Quando dizemos que os depósitos são uma fonte de fundos dos bancos comerciais estamos incluindo os depósitos criados no processo de usos de fundos pelos bancos. Na sua posição peculiar de 'criadores' de meios de pagamento, os bancos comerciais 'criam' automaticamente os fundos necessários à expansão de seu fluxo de empréstimos. Assim, ao analisar o fluxo intersectorial de fundos não se pode falar estritamente de fontes de fundos, posto que estas fontes são os mesmos setores que recebem os créditos bancários, na medida em que deixem esses fundos depositados no sistema.

Quadro 4.8

Bancos Comerciais. Depósitos  
Milhões Cr\$. Valores em final de ano  
Saldos Trimestrais Ajustados Sazonalmente  
Média Móvel de Cinco Períodos

	Depósitos à Vista	Depósitos a Prazo	Depósitos Totais	(3)/PIB	Velocidade Rotação	(4).(5)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
1951	45,1	14,5	59,7	16,0	7,6	121,6
1952	59,5	16,7	76,3	19,1	7,3	139,4
1953	70,3	17,8	88,1	18,8	7,2	135,4
1954	84,1	20,0	104,2	16,5	8,2	135,3
1955	103,3	19,9	123,2	15,6	8,8	137,3
1956	126,7	21,2	147,9	14,9	9,5	141,5
1957	171,1	24,5	195,6	16,0	9,6	153,6
1958	217,9	26,5	244,4	16,7	10,0	167,0
1959	311,1	30,0	341,2	16,9	10,9	184,2
1960	429,5	46,1	475,7	17,1	11,4	194,9
1961	593,6	55,6	649,3	15,9	12,0	190,8

Fonte: Movimento Bancário do Brasil; Conjuntura Econômica. Vários números.

A evolução da relação depósitos/PIB mostra, *ceteris paribus*, o grau do 'desenvolvimento financeiro' alcançado pelo sistema bancário no financiamento do produto doméstico de um ano. Esta proporção do financiamento da produção manteve-se praticamente constante durante o período, declinando de 1951 a 1956, aumentando até 1960, e caindo de novo, em 1961, para 15,9%.

Esse resultado já foi examinado no Capítulo 2 através da análise dos empréstimos, isto é, a contrapartida dos depósitos. Naquele Capítulo concluímos que a economia teve de se apoiar em fontes não institucionalizadas de fundos e na inflação, de forma a garantir os necessários recursos financeiros. Isto não significa, no entanto, que o sistema bancário tivesse diminuído seu volume de operações, ou que este tenha permanecido estagnado, como afirmam freqüentemente alguns autores.

É fácil compreender que este argumento supõe, implicitamente, uma velocidade constante de rotação dos depósitos. De fato, tivesse a velocidade de rotação se mantido estável, a relação depósitos/PIB seria proporcional ao estoque em cada ano. Os dados para a velocidade de rotação dos depósitos só são disponíveis para o total do sistema bancário (isto é, incluindo o Banco de Brasil). No entanto, uma idéia aproximada da relação depósitos/PIB pode ser obtida se corrigirmos os saldos de depósitos pela correspondente velocidade de rotação. A última coluna do Quadro 4.8 mostra a razão entre 'fluxo total de depósitos anuais' e o PIB (1). Pode-se observar que a razão cresce durante todo o período, com exceção de 1961 (o que se explica pelo valor excepcionalmente baixo dos depósitos em dezembro de 1961). Pode-se concluir, portanto, que o sistema bancário estava de fato elevando suas operações de financiamento ao produto doméstico, se bem que este maior volume se desse a prazos de empréstimos menores e não inteiramente aos saldos mais elevados.

Os depósitos elevaram sua participação no total de fundos de 80% em 1953 para 85% em 1961. O Quadro 4.9 mostra os índices dos valores reais dos depósitos e a proporção dos depósitos à vista e a prazo nos depósito totais.

Quadro 4.9

Bancos Comerciais. Depósitos  
Índices Reais (1952 = 100) e Participação (%)  
Valores em Final de Ano  
Saldos Trimestrais Ajustados Sazonalmente  
Média Móvel de Cinco Períodos

	Índices Reais			Participação		
	à Vista	à Prazo	Total	à Vista	à Prazo	Total
1951	87	100	90	76	24	100
1952	100	100	100	78	22	100
1953	101	91	99	80	20	100
1954	96	81	93	81	19	100
1955	105	72	97	84	16	100
1956	103	61	94	86	14	100
1957	131	67	117	87	13	100
1958	133	58	117	89	11	100
1959	138	48	118	91	9	100
1960	145	55	125	90	10	100
1961	136	45	116	91	9	100

Fonte: Movimento Bancário do Brasil, vários números.

(1) Os valores da velocidade foram calculados como segue. A média mensal do valor de cheques compensados em cada ano foi dividida pela média mensal dos depósitos à vista, do que resultou uma estimativa da velocidade de rotação mensal média (veja Relatórios da SU-MOC para cada ano). Estes valores foram então multiplicados por 12, o que corresponde à estimativa da velocidade anual. Tal procedimento não incorpora, no entanto, as variações sazonais desses valores. Por outro lado, o Banco do Brasil e outros bancos do estado mantinham seus recursos aplicados em empréstimos de prazos de maturação bem mais longos. Assim, a rotação de seus recursos deve ter sido inferior a do resto do sistema. Logo, os valores mostrados no Quadro 4.8 substituem os valores para o sistema bancário privado.

Como era de se esperar a proporção dos depósitos a prazo caiu fortemente, de 22% em 1952 para 9% em 1961 (1). Isto porque a taxa de juros sobre depósitos à vista e a prazo estava fixada pelas autoridades entre 3% e 5%, respectivamente, muito abaixo da inflação corrente nesses anos. Em termos reais, os depósitos a prazo decresceram constantemente, refletindo, é óbvio, sua substituição por outros ativos melhor protegidos contra a inflação.

Ocorreu, portanto, o aumento simultâneo na proporção de depósitos à vista, de 78% em 1952 para 91% em 1961. Em termos reais, os índices dos depósitos à vista aumentaram de 100 em 1952 para 136 em 1961 (2). A razão desta elevação no volume de depósitos à vista a uma taxa anual real de 4%, apesar das altas taxas de inflação, é mais ou menos evidente. Por um lado, o crescimento do PIB a uma taxa de 6% no período demandou um crescente volume de saldos de transação por parte de indivíduos e empresas, apesar da elevação da velocidade de rotação dos depósitos. De fato, as velocidades de rotação da renda e dos gastos podem aumentar até um certo ponto, quando barreiras institucionais (por exemplo, a frequência dos pagamentos de renda) ou a conveniência dos planos de gastos exigem maiores saldos de transação, em vez de maiores aumentos de velocidade. Mais ainda, a não existência de um mercado de títulos desenvolvido não oferecia às unidades econômicas um uso alternativo para os saldos de caixa ociosos. De fato, a manutenção dos saldos de caixa por parte das unidades econômicas na forma de títulos de curto prazo demandaria a existência de um mercado ativo, onde tais títulos pudessem ser transacionados sem atrasos e riscos. Tais características (isto é, alta liquidez e risco diminuto) poderiam ser encontradas nas Letras do Tesouro (ou em título federal de débito semelhante). Tais Letras, no entanto, além de disporem de um mercado muito restrito (restrito a alguns intermediários financeiros, como os bancos comerciais, aos quais era permitido compor com esses títulos uma pequena fração de suas reservas compulsórias), não ofereciam um rendimento suficientemente elevado (usualmente 6%, em comparação com 20% de inflação) para induzir as unidades econômicas a incorrer nos custos de transação que resultavam da conversão de caixa em Letras e, posteriormente, novamente em caixa. Assim, não obstante as altas taxas de inflação, pode-se entender porque os depósitos à vista e a curto prazo aumentaram seus saldos reais a taxas relativamente elevadas.

Esse deslocamento na composição dos depósitos, em detrimento dos depósitos a prazo, não parece ter influenciado - sob o ponto de vista do sistema bancário - sobre o custo dos fundos. Por um lado, é sabido que a maior parte dos depósitos a prazo podia e ainda pode ser sacado sem aviso pelo titular, (como 'cortesia do banco'), apresentando, dessa forma,

(1) Não se dispõe da desagregação dos depósitos a prazo para vários prazos. No entanto, pode-se razoavelmente argumentar que o prazo médio desses depósitos também deve ter caído no período.

(2) Em dezembro de 1961 o nível de depósitos esteve particularmente baixo. Os valores trimestrais dos índices reais dos depósitos à vista em 1961/62 foram:

1961 - março	147	1962 - março	137
junho	147	junho	146
setembro	145	setembro	151
dezembro	136	dezembro	142

pouca diferença em relação aos depósitos à vista e a curto prazo (1). Por outro lado, fundos de longo prazo só seriam importantes se os bancos estivessem comprometidos com empréstimos de prazos longos, o que não ocorria (2). Como será observado mais adiante, a maior parte dos empréstimos era de curto prazo e este 'curto prazo' foi drasticamente reduzido durante o período. Se aceitarmos que uma das funções principais dos intermediários financeiros é a de prover aos tomadores fundos com uma estrutura de prazos diferente daquela que os emprestadores estão dispostos a oferecer, e, mais ainda, que esta diferença deveria ser em favor (isto é, mais longa) do tomador (e de fato esta é uma das razões que justificam o pagamento de juros), então, em uma primeira aproximação, é difícil concluir que o sistema bancário brasileiro tenha alcançado esse objetivo. Uma terceira razão para a não importância do deslocamento dos depósitos, e talvez a mais importante, é que, como foi visto no Capítulo 2, o diferencial entre as taxas de juros cobradas e pagas pelos bancos era tão grande que a diferença entre taxas de juros pagas aos depósitos à vista e a prazo era virtualmente irrelevante. O alvo era maximizar o volume total de depósitos, independente de sua modalidade.

A maior desagregação dos depósitos permite outras conclusões. Os Quadros 4.10 e 4.11 mostram as participações e os índices reais dos valores de depósitos à vista e a prazo, divididos em grandes categorias. Cabe lembrar que a classificação nesses quadros refere-se ao tipo de conta de depósito e não permite identificar o setor econômico fornecedor dos fundos.

'Contas correntes populares' eram um tipo de depósito criado para atrair pequenos depositantes. A taxa de juros paga a essas contas era cerca de 2% superior àquela paga em outros tipos de contas correntes, sendo que o saldo de cada depositante não podia ultrapassar em certo montante estipulado. Se a oferta de depósitos fosse elástica aos juros as 'contas populares' teriam competido diretamente com os depósitos a prazo. Os juros pouco menores seriam compensados pela ausência de qualquer restrição aos direitos de saque (3). Esse tipo de conta deve ter fornecido ao sistema bancário o maior volume de fundos não criados 'no interior' do sistema (isto é, pelo processo de expansão empréstimos/depósitos). Em termos reais, o volume desses depósitos quase que dobrou de 1952 a 1960, decrescendo em 1961 (e na verdade decrescendo ainda nos três ou quatro anos seguintes, quando a inflação alcançou níveis extremamente elevados, paralelamente ao decréscimo na atividade econômica).

(1) Esse não é o caso, no entanto, dos 'depósitos de poupança' que não podem ser sacados através de cheques e, assim, têm maior estabilidade. Tais depósitos só viriam a ter importância no Brasil após as reformas de 1964/65.

(2) Mesmo nos casos particulares em que os bancos faziam empréstimos de longo prazo, eles podiam sempre levantar montante equivalente junto a Caixa de Mobilização Bancária, pagando baixas taxas de juros e dispondo de cinco a dez anos para proceder sua amortização.

(3) Como foi mencionado no Capítulo 2, no entanto, este não deve ter sido o caso pois as restrições legais à taxa de juros impediam aos bancos alcançar a faixa elástica da curva de oferta, em face da inflação intensa.

Quadro 4.10  
Tipos de Depósitos à Vista  
Índices Reais (1952 = 100) e Participação (%)  
Valores em Final de Ano  
Saldos Trimestrais Ajustados Sazonalmente  
Média Móvel de Cinco Períodos

	Índices Reais			Participação		
	Contas sem Limite	Contas Populares	Outras	Contas sem Limite	Contas Populares	Outras
1951	87	69	97	42	16	42
1952	100	100	100	42	20	38
1953	109	130	76	46	26	29
1954	104	138	67	45	29	26
1955	116	144	70	47	28	25
1956	113	145	70	46	28	26
1957	145	183	87	47	28	25
1958	152	182	86	48	28	24
1959	164	180	87	50	26	24
1960	183	190	78	53	26	20
1961	177	174	69	55	26	19

Fonte: Movimento Bancário do Brasil, vários números.

Quadro 4.11  
Tipos de Depósito a Prazo  
Índices Reais (1952 = 100) e Participação (%)  
Valores em Final de Ano  
Saldos Trimestrais Ajustados Sazonalmente  
Média Móvel de Cinco Períodos

	Índices Reais			Participação		
	Prazo Fixo	Com Aviso	Outros	Prazo Fixo	Com Aviso	Outros
1951	93	116	104	60	28	11
1952	100	100	100	65	24	11
1953	89	97	91	63	26	11
1954	77	76	82	64	24	12
1955	76	56	80	69	19	12
1956	62	44	72	68	19	14
1957	75	41	74	73	15	12
1958	63	40	68	70	17	13
1959	46	33	86	63	17	20
1960	41	30	194	48	13	39
1961	32	21	180	45	11	44

Fonte: Movimento Bancário do Brasil, vários números.

'Contas correntes ilimitadas' eram em grande parte depósitos criados pelo processo de expansão dos empréstimos, não obstante não se dispor de dados para esse tipo de desagregação. De qualquer forma, os depósitos da espécie não parecem ter representado fundos livres dos bancos, no sentido de que sua criação estava já ligada a uma operação de empréstimo.

'Outras contas' incluíam depósitos do Governo Federal e autarquias, como contrapartida dos créditos concedidos a esses setores; 'contas correntes com aviso', 'contas correntes sem juros' e 'outras contas' completavam o elenco de contas e configuravam depósitos criados por várias razões específicas. Elas acusaram importância decrescente ao longo do período, caindo de 12% em 1951 para 6% em 1961.

Os depósitos a prazo eram basicamente de dois tipos: depósitos a prazo fixo e depósitos com aviso, juntos respondendo por 90% dos depósitos a prazo totais em 1952 e 56% em 1961 (1). Como foi mencionado, esses depósitos incluíam todos os depósitos 'acima de 90 dias' e pode ser certamente sugerido que o prazo médio decresceu na medida em que se elevou a inflação.

#### 4.2.4. Usos de fundos pelos bancos comerciais

Cabe examinar, agora, de que forma os bancos comerciais empregavam seus fundos disponíveis. O Quadro 4.12 mostra nas suas categorias mais amplas a participação de cada item do ativo dos bancos comerciais.

Caixa e reservas respondiam por 16% e 22% do total dos ativos e já foram discutidos. Empréstimos e descontos detinham a maior participação, 83% em 1951 e 61% em 1961 (2). Entre esses, empréstimos em conta corrente e títulos descontados respondiam pela quase totalidade, representando o restante uma fração decrescente de empréstimos hipotecários. Investimentos representavam menos do que 10% em 1953, caindo para 6% em 1961. Finalmente, os ativos fixos mantiveram uma proporção praticamente constante, de 4% a 5%.

Nossos objetivos nos conduzem a analisar mais detidamente a estrutura dos ativos rentáveis do que a dos ativos totais. Os Quadros 4.13, 4.14 e 4.15 mostram os saldos e

(1) A queda drástica em 1961 deveu-se ao aumento dos 'depósitos a prazo do governo', que cresceram quatro vezes entre fins de 1955 e 1961. Não é possível identificar, no momento, essa mudança. Além disso, há uma discrepância nos dados apresentados nos relatórios da SUMOC de 1960 e 1961.

(2) Esses dados não são comparáveis, já que os valores de investimento em 1951/52 não são disponíveis.

índices reais de final de ano, destes ativos, ajustados sazonalmente, bem como a participação de cada um no total. Incluímos novamente caixa e reservas - se bem que não configurem estritamente ativos rentáveis, mas sim ativos com um custo de oportunidade - já que são destinações de recursos inevitáveis dos bancos comerciais.

Não obstante o mercado de cada um desses títulos primários haver se desenvolvido de forma desigual, critérios de risco e retorno deveriam fornecer uma explicação para a estrutura e distribuição da carteira dos bancos comerciais.

Quadro 4.12

Distribuição dos Ativos dos Bancos Comerciais (%)  
Valores em Final de Ano  
Saldo Trimestrais Ajustados Sazonalmente  
Média Móvel de Cinco Períodos

	Caixa	Empré- stimos	Investi- mentos	Fixo	Total
1951	17	83	0	0	100
1952	19	79	1	1	100
1953	16	73	7	4	100
1954	16	73	7	4	100
1955	17	73	7	4	100
1956	16	73	6	4	100
1957	19	71	6	4	100
1958	20	70	6	5	100
1959	22	69	5	4	100
1960	22	69	4	4	100
1961	22	68	6	5	100

Fonte: Movimento Bancário do Brasil, vários números.

Quadro 4.13

Distribuição dos Ativos Rentáveis dos Bancos Comerciais  
Séries Deflacionadas. Valores em Final de Ano (1)  
Saldo Trimestrais Ajustados Sazonalmente  
Média Móvel de Cinco Períodos

	Caixa	Empréstimos			Investimentos		Total
		Correntes	Hipote- cários	Descontos	Ações	Imobi- liários	
1951	134,2	22,9	2,4	38,9	0,0	0,0	77,8
1952	168,1	24,2	2,9	43,8	0,4	0,6	88,8
1953	154,2	24,3	2,4	45,1	2,7	4,5	94,7
1954	142,8	20,9	2,0	43,1	2,4	4,1	86,9
1955	152,4	18,7	2,0	45,8	2,2	3,9	88,0
1956	146,1	17,5	1,6	46,0	2,0	3,4	85,3
1957	206,8	18,2	1,5	56,2	2,1	3,8	102,5
1958	209,9	16,8	1,2	55,9	2,1	3,8	101,0
1959	228,3	14,0	1,0	56,6	1,8	3,1	99,6
1960	246,3	12,9	0,8	62,1	2,6	2,2	105,5
1961	222,7	10,9	0,7	58,1	4,5	1,8	98,4

(1) Deflacionado pelo IGP-FGV.

Fonte: Movimento Bancário do Brasil, vários números.

Quadro 4.14

Distribuição dos Ativos dos Bancos Comerciais (%)  
Índices Reais (1952 = 100). Valores em Final de Ano  
Saldo Trimestrais Ajustados Sazonalmente  
Média Móvel de Cinco Períodos

	Caixa	Empréstimos			Investimentos		Total
		Correntes	Hipotecários	Descontos	Ações	Imobiliários	
1951	80	95	85	89	0	0	88
1952	100	100	100	100	100	100	100
1953	92	100	85	103	676	714	107
1954	85	86	70	98	593	644	98
1955	91	77	71	105	547	610	99
1956	87	72	58	105	495	536	96
1957	123	75	52	128	519	594	115
1958	125	69	44	128	520	591	114
1959	136	58	35	129	463	494	112
1960	147	54	30	142	640	355	119
1961	132	45	25	133	1112	281	111

Fonte: Movimento Bancário do Brasil, vários números.

Quadro 4.15

Distribuição dos Ativos dos Bancos Comerciais (%)  
Participação (%). Valores em Final de Ano  
Saldo Trimestrais Ajustados Sazonalmente  
Média Móvel de Cinco Períodos

	Caixa	Empréstimos			Investimentos		Total
		Correntes	Hipotecários	Descontos	Ações	Imobiliários	
1951	17	30	3	50	0	0	100
1952	19	27	3	49	0	1	100
1953	16	26	3	48	3	5	100
1954	16	24	2	50	3	5	100
1955	17	21	2	52	3	4	100
1956	17	21	2	54	2	4	100
1957	20	18	1	55	2	4	100
1958	21	17	1	55	2	4	100
1959	23	14	1	57	2	3	100
1960	23	12	1	59	2	2	100
1961	23	11	1	59	5	2	100

Fonte: Movimento Bancário do Brasil, vários números.

Os títulos descontados representavam sempre mais do que 50% da carteira, aumentando de 50% em 1957 para 59% em 1961. O volume de créditos concedidos sob esta rubrica aumentou a uma taxa anual de 3,2% no mesmo período. O exame do Quadro 4.15 mostra que os bancos substituíram outros ativos por títulos descontados (exceto um pequeno volume de ações) em suas carteiras. A razão desse deslocamento prende-se ao fato de que, para retorno igual, os títulos descontados apresentavam maior liquidez e menor risco que seus substitutos mais próximos, os empréstimos em conta corrente. De fato, títulos descontados referiam-se quase que integralmente a efeitos comerciais, isto é, aqueles que representavam uma transação 'real'. Independentemente da garantia dada pelo próprio título, a mercadoria transacionada representava ela mesma uma garantia colateral da operação. Além disso, os títulos mantidos em carteira pelo banco podiam ser redescotados pelo Banco do Brasil ou qualquer outro banco privado, o que lhes assegurava liquidez maior do que a dos empréstimos em conta corrente os quais, do ponto de vista do banco, eram ilíquidos até o resgate. Essa última característica exerce influência crucial sobre a decisão do banco de manter títulos ou empréstimos em face de um processo inflacionário aberto. Sendo impossível prever as taxas futuras de inflação, o banco escolhia o ativo mais

líquido de forma a alcançar um grau mais elevado de liberdade na composição de sua carteira frente a modificações no índice esperado de inflação. Uma terceira razão, e talvez a mais importante sob o ponto de vista da realização de operações de desconto, dizia respeito à limitação legal das taxas de juros, a qual podia ser mais facilmente contornada nesse tipo de transação. Como vimos no Capítulo 2, as taxas de juros sobre empréstimos estavam legalmente limitadas a 12% a.a. e os bancos aplicavam toda sorte de mecanismos para aumentar a taxa real. As operações de desconto não estavam sujeitas a essa restrição legal (não constava explicitamente da lei), ficando os bancos dispensados, assim, de utilizar expedientes que nem sempre eram bem aceitos pelos mutuários ou pelas autoridades. Em consequência, os empréstimos em conta corrente decresceram sua participação de 30% em 1951 para 11% em 1961.

Finalmente, o crédito hipotecário compunha o restante dos empréstimos do sistema. Não é necessário especular muito para entender o forte decréscimo no volume dessas operações. Sendo essencialmente uma operação de longo prazo, o crédito hipotecário não pôde sobreviver à aceleração da inflação, representando 1% do total dos ativos rentáveis dos bancos comerciais em 1961. De fato, ganha aqui importância a estrutura dos passivos analisada anteriormente. Os bancos não podiam congelar fundos de curto prazo em operações de longo prazo, em condições nas quais a taxa de juros cobrada não contemplava a taxa de inflação futura (com seus efeitos sobre os custos dos recursos).

O índice conjunto dos valores reais dos empréstimos totais (isto é, títulos descontados, empréstimos em conta corrente e empréstimos hipotecários) realizados pelo sistema bancário no período é mostrado no Quadro 4.16.

Quadro 4.16

Sistema Bancário. Empréstimos  
Índices Reais (1952 = 100) e Participação (%)

Saldos Trimestrais Ajustados Sazonalmente  
Média Móvel de Cinco Períodos

	Índices Reais dos Empréstimos Totais Todos os Bancos	Empréstimos dos Bancos Privados ao	
		Setor Privado %	Setor Público %
1951	91	96	4
1952	100	96	4
1953	101	96	4
1954	93	96	4
1955	94	96	4
1956	92	97	3
1957	107	97	3
1958	104	97	3
1959	101	98	2
1960	107	98	2
1961	98	98	2

Fonte: Movimento Bancário do Brasil, vários números.

Novamente (como no Capítulo 2), observa-se que o índice esteve sempre no entorno do valor básico, isto é, o saldo real dos empréstimos praticamente permaneceu inalterado durante todo o período. Tal constatação, adicionada ao fato que durante a década de 50 ocorreu um rápido crescimento comercial/industrial e altas taxas de inflação, sugere o seguinte: o rápido crescimento do complexo comercial/ industrial exigia volumes crescentes de crédito, a níveis que alcançavam quase o limite de capacidade do sistema bancário. A inflação vinculada a esse processo (a qual, como procuramos explicar no Capítulo 3, estava no cerne desse crescimento) não significava maior disponibilidade de fundos em poder do sistema bancário privado, de forma a expandir o volume de crédito aos níveis demandados pelo setor real. Ao contrário, em termos reais, o encaixe disponível para essa expansão manteve-se constante; conseqüentemente, os prazos dos empréstimos se

reduziram (1), fato evidenciado pelo aumento na velocidade de rotação dos depósitos (veja Quadro 4.8). Por outro lado, cada aumento nos recursos reais era retido pelo setor público, que centralizava crescentemente os controles sobre a disponibilidade de crédito (2).

O restante do portfólio bancário compunha-se de 'investimentos' cuja proporção chegou a apenas 8% em 1953, caindo para 7% em 1961. Não podemos considerar que tal volume de ativos rentáveis configurasse um mínimo de diversificação. Isso porque, por um lado, os bancos comerciais estavam impedidos, como investidores institucionais, de atuar no mercado de ações; por outro lado, a maior parte de seu portfólio era composto de títulos públicos, colocados compulsoriamente pelo governo. Assim, o investimento em títulos não oferecia grandes incentivos aos bancos. O decréscimo nos investimentos imobiliários parece ter decorrido do que restou das especulações do pós-guerra e da tentativa dos bancos de, lentamente, eliminar esse tipo de ativo dos seus portfólios.

É importante notar que, não sendo os 'investimentos' uma fração significativa da carteira de ativos rentáveis dos bancos comerciais, o impacto das decisões vinculadas à política de crédito das autoridades monetárias sobre a estrutura de seus ativos se dava fundamentalmente sobre empréstimos, com imediatas repercussões sobre o nível de atividade econômica. Em outras palavras, a inexistência das chamadas 'reservas secundárias' (ou a debilidade do mercado onde tais reservas pudessem ser negociadas) significava que uma política restritiva tenderia a atingir o setor produtivo através de um decréscimo nos empréstimos, e não o setor consumidor através da descarga de reservas secundárias dos bancos junto ao público (isto é, através da venda de ativos financeiros para os investidores).

Em resumo, a concentração em um ou dois tipos de instrumentos de crédito parece ter levado os bancos comerciais a cumprir apenas uma de suas funções como intermediários financeiros, qual seja a de canalizar recursos das unidades de gasto superavitárias para as deficitárias, renunciando à função de diversificar a demanda por títulos de dívida direta. No final, isso pode ser atribuído à escassez de fundos disponíveis para suprir todos os tipos de necessidades de crédito. O complexo comercial/industrial parece ter demandado com

(1) Teoricamente, os prazos dos empréstimos não precisariam ser reduzidos, fechando-se o hiato entre fundos ofertados e demandados através de taxas de juros mais elevadas. O ponto é que os bancos comerciais, para evitar a taxa máxima de juros cobravam toda sorte de comissões 'fixas', o que forçava para cima a taxa de juros toda vez que o prazo dos empréstimos era reduzido.

(2) A influência do setor público aumentava, então, não somente através de uma participação mais elevada no processo de investimento (veja Capítulo 3) mas também por um maior controle sobre o financiamento da atividade econômica.

tamanho voracidade qualquer tipo de crédito que a tendência dos bancos comerciais foi a de não diversificar - como provavelmente deveria ocorrer idealmente em um período de expansão - mas concentrar sua atuação em um ou dois tipos de instrumentos especializados.

Podemos agora reexaminar a política de crédito dos bancos comerciais tomando como referência não mais a modalidade de crédito concedida, mas sim os setores para os quais era dirigido. Analisaremos, aqui, somente os dois tipos principais de instrumentos de crédito, os empréstimos em conta corrente e o desconto de títulos.

A primeira desagregação que se pode fazer, é claro, é entre setor público e setor privado. O Quadro 4.16 mostra a participação dos empréstimos recebidos pelos dois setores (1). Parece claro que os empréstimos recebidos pelo setor público representavam uma pequena e decrescente fração dos empréstimos totais. Ainda que previsto, esse resultado levanta alguns pontos interessantes a respeito da política de crédito. Pode-se sugerir que o setor público, que exercia um papel de liderança no processo de crescimento da década de 50, não colocava o setor bancário privado sob pressão direta ao não competir com as empresas privadas pela obtenção de recursos (2). O setor privado era financiado parcialmente pelo sistema financeiro privado, até o limite imposto pelo setor público; o remanescente era financiado por agências públicas, no contexto de uma estratégia globalmente definida.

Os Quadros 4.17, 4.18 e 4.19 mostram a desagregação dos empréstimos do sistema bancário para os principais setores econômicos. Uma parte substancial do crédito bancário era destinada ao complexo comercial/industrial. Este setor conjunto absorveu, durante o período, cerca de 77% dos créditos totais concedidos; o setor comercial diminuiu sua participação de 46% para 40% entre 1951 e 1961, enquanto a da indústria aumentava de 31% para 38% no mesmo período.

As atividades rurais (agricultura e pecuária) também receberam um montante relativamente estável de crédito (9%), enquanto os empréstimos privados mantiveram-se no entorno de 10%. Vale a pena especular sobre o nível reduzido de crédito rural, considerando-se que a agricultura contribuía com 25% em 1952 e 21,2% em 1961 para a renda gerada nos vários setores econômicos. Existem, é claro, diversas explicações para o fato. Por razões históricas, os bancos sempre foram reticentes em fazer empréstimos à

(1) As autarquias estão incluídas no setor público.

(2) Encontra-se freqüentemente na literatura brasileira referências à 'pressão' sofrida pelo sistema bancário por parte do setor público de forma a financiar seus déficits de caixa. Se tais referências são feitas em relação ao sistema bancário que inclui o Banco do Brasil, a afirmação parece estar correta. Se deixarmos o Banco do Brasil de lado, devemos concluir que o setor público respeitava as fronteiras a que deveria se ater para financiar o seu déficit de caixa.

Quadro 4.17

Bancos Comerciais. Empréstimos a Setores Econômicos  
Títulos Descontados + Empréstimos em Conta Corrente  
Milhões de Cr\$ Correntes. Saldos em Final de Ano

Saldos Trimestrais Ajustados Sazonalmente Média Móvel de Cinco Períodos						
	Diversos	Comércio	Indústria	Agricultura	Pecuária	Particulares Total
1951	2,5	24,7	16,5	3,6	1,2	5,1
1952	3,1	31,6	20,5	4,3	1,6	6,7
1953	3,5	37,3	25,0	5,1	1,9	8,1
1954	4,6	43,0	30,7	6,3	2,1	9,4
1955	4,2	48,7	35,6	7,9	2,6	10,5
1956	4,1	59,1	45,0	9,8	2,8	12,5
1957	4,2	70,4	55,4	13,4	3,5	15,9
1958	5,6	85,3	69,9	15,2	3,9	19,6
1959	6,3	112,8	96,0	21,1	4,7	25,9
1960	8,1	155,5	136,9	27,8	7,0	37,6
1961	11,2	204,0	194,1	37,6	11,0	51,0

Fonte: Movimento Bancário do Brasil, vários números.

Quadro 4.18

Bancos Comerciais. Empréstimos a Setores Econômicos  
Títulos Descontados + Empréstimos em Conta Corrente  
Índices Reais (1952 = 100). Valores em Final de Ano

Saldos Trimestrais Ajustados Sazonalmente Média Móvel de Cinco Períodos						
	Diversos	Comércio	Indústria	Agricultura	Pecuária	Particulares Total
1951	95	90	93	97	90	87
1952	100	100	100	100	100	100
1953	96	101	104	102	100	103
1954	100	93	102	100	90	96
1955	81	93	104	111	99	94
1956	63	91	106	110	85	90
1957	61	102	123	141	98	108
1958	65	98	124	128	88	106
1959	54	95	124	129	77	102
1960	53	99	135	129	86	112
1961	49	88	128	118	91	103

Fonte: Movimento Bancário do Brasil, vários números.

Quadro 4.19

Bancos Comerciais. Empréstimos a Setores Econômicos  
Títulos Descontados + Empréstimos em Conta Corrente  
Participação (%). Valores em Final de Ano

Saldos Trimestrais Ajustados Sazonalmente  
Média Móvel de Cinco Períodos

	Diversos	Comércio	Indústria	Agricultura	Pecuária	Particulares	Total
1951	5	46	31	7	2	9	100
1952	5	46	30	6	2	10	100
1953	4	46	31	6	2	10	100
1954	5	45	32	7	2	10	100
1955	4	44	32	7	2	10	100
1956	3	44	34	7	2	9	100
1957	3	43	34	8	2	10	100
1958	3	43	35	8	2	10	100
1959	2	42	36	8	2	10	100
1960	2	42	37	7	2	10	100
1961	2	40	38	7	2	10	100

Fonte: Movimento Bancário do Brasil, vários números.

agricultura, já que enfrentaram três moratórias rurais desde 1930 (1). Por outro lado, a fronteira rural expandia-se rapidamente, e nem sempre estava ao alcance dos novos estabelecimentos (2). Uma terceira e mais importante razão prende-se ao fato de que, dispondo de um montante limitado de fundos disponíveis, os bancos concentravam suas operações nos mercados mais dinâmicos e rentáveis (3). Assim, mereciam prioridade as atividades comerciais e industriais urbanas, que não estavam sujeitas a problemas tais como ciclos de colheita com prazos fixos de empréstimos.

Como já foi mencionado no Capítulo 2, os setores industrial e agrícola foram os únicos a elevar o saldo real do volume de empréstimos. Esses saldos elevaram-se a uma taxa anual de 2,3% e 1,6%, respectivamente, durante o período 1951/61. Se compararmos essas taxas com o crescimento da produção dos dois setores (9,7% e 5,1%), podemos ter uma idéia das restrições impostas a esses setores por um sistema bancário controlado e subdesenvolvido (4). O complexo comercial/industrial teve de enfrentar prazos de empréstimo menores e/ou procurar fontes alternativas de financiamento. Examinemos, então, o aspecto financeiro da expansão do complexo comercial/industrial na década de 50. Esses setores buscavam no sistema bancário tradicional os fundos para compor seu capital de giro. Como a expansão real dessa fonte estava limitada, a competição por fundos implicava a redução gradual dos prazos de financiamento e a elevação da taxa de juros. Os fundos eram destinados às empresas mais em decorrência de suas ligações com o banco do que pela maior competição na obtenção desses recursos. O complexo comercial/industrial foi então obrigado a buscar fontes alternativas de financiamento de capital de giro. Uma situação extrema ocorreu quando as empresas passaram a vender seus títulos diretamente ao público, no que ficou conhecido como 'mercado paralelo'. Nesse mercado, no entanto, os fundos eram destinados ao lance mais alto.

Por outro lado, as necessidades de financiamento das inversões de longo prazo - especialmente em infra-estrutura - eram supridas com recursos públicos, diretamente pelo governo ou refinanciadas a contratantes privados. Restava, então, o financiamento do capital de médio prazo, especialmente as necessidades de capital fixo da indústria. Este era provido por todo um sistema de incentivos, incluindo-se subsídios cambiais para a importação de equipamentos e incentivos ao investimento estrangeiro. O restante deveria

(1) 1933: Decreto 22.626; 1938: Decreto-lei 1.002 e 1.828/39; 1946: Decretos-lei 9.599 e 9.686 e Lei 8/1946 (para débitos da atividade pecuária).

(2) É bem possível que parte dos empréstimos a 'atividades privadas' fossem destinadas a intermediários que financiavam pequenas colheitas. Os dados disponíveis não permitem confirmar esta hipótese.

(3) E talvez menos arriscados. De fato, se separarmos os empréstimos para agricultura em títulos descontados e empréstimos em conta corrente, os primeiros respondiam por uma fração muito mais elevada do volume total de crédito de cada tipo. No caso de inadimplência, um título parece ser um investimento bem melhor que um empréstimo, se o banco espera receber parte dele do governo.

(4) É claro que o crédito total (isto é, incluindo o Banco do Brasil) elevou-se a taxas muito maiores - não obstante menores que o produto - mas o ponto a ser sublinhado é o papel restritivo do sistema bancário no financiamento da expansão econômica dos anos 50.

se originar, necessariamente, dos recursos acumulados internamente pelas empresas. Dessa forma, não houve, aparentemente, necessidade de atuação de intermediários financeiros no mercado de médio e longo prazos. Restrito às operações de curto prazo (das quais a maior parte envolvia o desconto de títulos comerciais), o sistema bancário privado não diversificou sua carteira no sentido de um espectro mais amplo de prazos de financiamento, e toda a expansão da economia nos anos 50 se processou com um sistema financeiro tradicional e pouco flexível. Uma vez abertas alternativas de financiamento, o sistema econômico não parece ter sido inibido de expandir-se face ao sistema financeiro rígido. Apesar disso, não se deve, no momento, concluir apressadamente que a aceleração da inflação e o quase colapso do sistema financeiro brasileiro em 1963/65 foi consequência dessa rígida estrutura, uma vez colocada sob forte tensão. Como será observado adiante, a crise de 1963/65 foi muito mais que uma simples sobre-expansão monetária e esteve relacionada com a própria essência da estrutura da economia e com a trajetória de crescimento escolhida.

#### 4.3. Bancos Oficiais

Para se obter o quadro completo do sistema financeiro brasileiro no período 1952/61 resta examinar o desempenho das instituições públicas de crédito em seu papel complementar na oferta de fundos aos diversos setores da economia. Das várias instituições existentes somente duas serão destacadas, o Banco do Brasil e o BNDE, como efetivamente importantes no panorama financeiro. As demais eram de pequeno porte e responsáveis pelo suprimento de créditos bastante específicos (1), sem relevância para os setores econômicos básicos que se expandiram nos anos 50. Dessa forma, os bancos comerciais, o Banco do Brasil e o BNDE formaram, naquela década, o suporte público e privado que atendeu com razoável eficiência a demanda de crédito então constatada.

##### 4.3.1. Banco do Brasil

Como foi visto no Capítulo 1, o Banco do Brasil sempre ocupou uma posição predominante no sistema bancário brasileiro, desde seu estabelecimento na primeira metade do século 19. Na primeira metade do século 20 a instituição consolidou-se como o maior banco comercial do país e assumiu, gradualmente, o papel de autoridade monetária.

(1) Nesse caso se incluíam a Caixa Econômica Federal e as Caixas Econômicas Estaduais, dirigidas ao crédito pessoal; o banco do Nordeste do Brasil, que supria fundos ao nordeste brasileiro permanentemente devastado por secas; o Banco de Crédito da Amazônia, que apoiava a extração de borracha natural na região amazônica e o Banco Nacional de Crédito Cooperativo, cuja principal atividade era o apoio às cooperativas de crédito.

Nos primeiros anos da década de 50 o Banco do Brasil desempenhava claramente o papel misto de banco do governo, banco central (junto com a SUMOC) e banco comercial, o que lhe assegurava um extraordinário potencial de crescimento toda vez que a economia se expandia.

As características do Banco do Brasil como autoridade monetária foram examinadas na seção 4.2.2 e serão mais detalhadas no Capítulo 6; no Capítulo 3 examinamos sua atuação de suporte aos planos do governo. Nesta seção examinaremos o desempenho do Banco do Brasil puramente como banco comercial. A separação dessas atividades não constitui um grande problema, pois o Banco operava através de diversos departamentos. Como autoridade monetária operava a Carteira de Redesconto (em nome da SUMOC), a Caixa de Mobilização Bancária, a Carteira de Câmbio e a Carteira de Comércio Exterior (CACEX); como banco comercial operava através da Carteira de Crédito Agrícola e Industrial (CREAI) e da Carteira de Crédito Geral (CREGE). No entanto, a mistura de atividades de banco central e banco comercial constitui-se em um dos pontos mais intrincados a ser solucionado pela Reforma Bancária de 1964, como será discutido no Capítulo 6.

A importância do Banco do Brasil na rede bancária pode ser avaliada quando se leva em conta que em 1952 o Banco tinha uma participação de 12% no total de agências existentes, com mais de 300 estabelecimentos. Mais ainda, o aspecto peculiar dessa rede residia no fato de que a maioria dessas agências se localizava no interior, em regiões não atendidas pela rede privada. Isto porque o Banco, como será visto mais adiante, era a única instituição de crédito rural. Em 1961, a participação das agências do Banco do Brasil caiu para 10%, menos como resultado da evolução do próprio Banco do que da rápida expansão da rede bancária privada nos últimos anos da década de 50.

A importância do Banco do Brasil no suporte ao setor privado pode ser avaliada no Quadro 4.20.

Pode-se observar que ao longo do período o Banco do Brasil respondeu pela metade da oferta de crédito ao setor privado. Se temos em conta que a maior parte desses créditos era subsidiada no que se refere à taxa de juros, não é difícil imaginar o impacto da atuação do Banco sobre a atividade produtiva do setor privado. Além disso, o Banco do Brasil era bem menos rigoroso no que se refere às condições de concessão de créditos, constituindo-se, portanto, em substituto importante do crédito privado toda vez que se adotava um programa de estabilização.

Quadro 4.20

Banco do Brasil - Empréstimos ao Setor Privado  
Correntes, Participações e Índices Reais  
Saldos Trimestrais Ajustados Sazonalmente  
Média Móvel de Cinco Períodos

	Total	Banco do Brasil Milhões de Cr\$ Correntes	Participação %	Índice Real 1952 = 100
1952	101,4	51,8	51,1	100
1953	123,6	63,6	51,5	102
1954	153,0	83,3	54,4	106
1955	174,7	93,6	53,6	106
1956	208,7	109,2	52,3	99
1957	154,9	131,6	51,6	112
1958	314,4	166,3	52,9	114
1959	401,0	196,3	49,0	96
1960	547,8	261,6	47,8	98
1961	766,3	373,6	48,8	95

Fonte: Movimento Bancário do Brasil, vários números.

Dois aspectos adicionais devem ser apontados no Quadro 4.20. Em primeiro lugar, a participação do Banco do Brasil no suprimento de crédito ao setor privado declinou a partir de 1954. Esse resultado é consequência de um duplo movimento. Por um lado, o Banco deslinhou uma fração crescente de sua expansão para operações de cobertura do déficit do Tesouro. De fato, em 1952 apenas 20% dos empréstimos do Banco eram dirigidos ao setor público (o que incluía aportes ao Tesouro), enquanto em 1961 esta percentagem alcançou 48%. Por outro lado, como foi mencionado no Capítulo 2 e na seção 4.2.1., foi nesse período que os bancos comerciais expandiram fortemente suas redes, objetivando maximizar a captação de fundos para operações de empréstimos, em face das crescentes restrições impostas pelas autoridades monetárias.

Em segundo lugar, o valor real dos empréstimos supridos ao setor privado quase não se expandiu durante o período, alcançando em 1961 um valor 5% inferior ao de 1952. Esse ponto foi examinado no Capítulo 2 e é importante destacar, apenas, que esse desempenho impôs sérios obstáculos à operação eficiente do setor privado, forçando-o a depender crescentemente de fontes alternativas de financiamento.

Foi mencionado anteriormente que o crédito do Banco do Brasil era basicamente subsidiado. Esse aspecto nunca foi totalmente explorado nas várias análises procedidas sobre o sistema financeiro brasileiro, à exceção de considerações sobre a importância desse subsídio no crédito seletivo e incentivo a certas atividades. Em nossa opinião, o aspecto importante que tem sido ignorado está relacionado à política monetária, na medida em que esse subsídio implica um custo que é necessariamente absorvido pelo setor público.

No Quadro 4.21 fez-se uma estimativa do subsídio implícito concedido pelo Banco do Brasil ao setor privado através de seus empréstimos. Os dados das taxas de juros praticadas pelo Banco só estão disponíveis a partir de 1956. Nesse quadro o subsídio foi calculado a partir da diferença entre as taxas de juros cobradas pelos bancos comerciais e pelo Banco do Brasil, sendo o subsídio implícito o produto do volume de empréstimos pela taxa de juros real cobrada pelo Banco (ainda que essa taxa tenha sido positiva, em alguns anos). Observa-se, então, que o valor desse subsídio aumentou significativamente a partir de 1959, quando ambos os diferenciais aumentaram.

O impacto sobre a política monetária pode ser apreendido pela relação entre o montante do subsídio e o déficit anual de caixa do Tesouro. Este último sempre foi visto como a principal causa do aumento do estoque monetário, o que é correto em termos diretos. No entanto, o subsídio implícito nas operações do Banco do Brasil implicava uma expansão monetária simplesmente para cobrir os custos de tais operações. Na verdade, esse tipo de pressão sobre o Tesouro, e por fim sobre o estoque monetário, permanecia obscurecido pela expansão primária de moeda necessária para cobrir os déficits fiscais, mas sua importância não pode ser ignorada (1).

Os empréstimos do Banco do Brasil ao setor privado podem ser separados como consta do Quadro 4.22. Pode-se observar a participação declinante dos empréstimos reais ao setor comercial, resultado já mencionado no Capítulo 2. A razão desse declínio prende-se ao fato de que o sistema bancário, em particular o Banco do Brasil, diante das necessidades crescentes tanto da indústria como do setor público, sacrificou o comércio, o setor mais frágil, em termos de garantias e liquidez oferecidas por seus empréstimos.

O setor industrial alcançou em 1954 um valor e uma participação nos empréstimos que pouco se alteraram na segunda metade dos anos 50, período no qual a produção industrial

(1) Depois de 1964 esse ponto fica ainda mais claro, quando o déficit fiscal foi integralmente coberto pela colocação de títulos públicos e o orçamento não mais exercia pressão sobre o estoque monetário. No entanto, esse equilíbrio era apenas aparente, visto que no orçamento fiscal do Tesouro não se incluíam os subsídios do sistema público de crédito, que aparece somente no chamado 'orçamento monetário'. O impacto real dos subsídios apareceria somente através de uma consolidação dos orçamentos fiscal e monetário (veja Capítulo 6, seção 6.5.5).

expandiu-se significativamente. Tal resultado também sugere um sacrifício em favor do setor público.

O único setor efetivamente beneficiado pela expansão do Banco do Brasil foi a agricultura/pecuária que recebeu crescentes montantes de crédito no período. Sua participação nos empréstimos totais cresceu de 20% em 1952 para mais de 30% em 1961, expandindo-se a uma taxa média anual real de 4,8%. Esse desempenho resulta do fato que o Banco do Brasil era o verdadeiro e único banco rural no Brasil, responsável pelo financiamento à produção e à comercialização da maioria das culturas.

Quadro 4.21  
Subsídios Implícitos nos Empréstimos do Banco do Brasil  
ao Setor Privado

	Taxa de Juro			Subsídio Implícito						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
1956 J	3,1	6,7		3,6	2,8	6,4	100,0	6,4		
1956 D	3,8	8,4	9,5	4,6	1,1	5,7	109,2	6,2	12,6	75,4
1957 J	4,2	7,8		3,6	-0,9	2,7	120,5	3,3		
1957 D	4,4	8,2	6,9	3,8	-1,3	2,5	131,6	3,3	6,6	35,7
1958 J	4,6	7,2		2,6	0,9	1,7	149,1	2,5		
1958 D	3,8	8,9	6,3	5,1	-2,6	2,5	166,3	4,2	6,7	71,3
1959 J	4,6	9,0		4,4	8,4	12,8	181,4	23,2		
1959 D	4,4	8,8	17,4	4,4	8,6	13,0	193,3	25,2	48,4	151,3
1960 J	4,4	8,2		3,8	5,5	9,3	230,7	21,5		
1960 D	4,9	10,9	13,7	6,0	2,8	8,8	261,6	23,0	44,5	57,3
1961 J	8,5	8,8		0,3	8,3	8,6	315,1	27,1		
1961 D	6,2	9,7	17,1	3,5	7,4	10,9	373,6	40,7	67,8	49,3

- (1) Taxa de Juros de 6 meses do Banco do Brasil (7) Saldo dos Empréstimos do Banco do Brasil ao Setor Privado, Milhões de Cr\$, Ajustados Sazonalmente.  
 (2) Taxa de Juros de 6 meses Bancos Comerciais (8) Subsídio Implícito = (7).(6) em Seis Meses  
 (3) Taxa de Inflação Semestral (9) Subsídio Anual Implícito = Soma dos Dois Semestres  
 (4) (2) - (1) (10) Subsídio Implícito como % do Déficit de Caixa do Tesouro  
 (5) (3) - (2)  
 (6) (4) + (5)

Fontes: Relatórios do Banco Central 1970 e Apêndice 2.5; Conjuntura Econômica, vários números; Movimento Bancário do Brasil, vários números.

Quadro 4.22

Banco do Brasil. Empréstimos ao Setor Privado  
Títulos Descontados + Empréstimos em Conta Corrente  
Valores Correntes, Participações e Índices Deflacionados\*  
Milhões de Cr\$ e %  
Valores em Final de Ano

Saldos Trimestrais Ajustados Sazonalmente  
Média Móvel de Cinco Períodos

	Correntes					Participações					Índices Deflacionados				
	C	I	A	D	T	C	I	A	D	T	C	I	A	D	T
1952	15,6	9,8	9,8	12,4	47,6	32,8	20,6	20,6	26,1	100,0	100	100	100	100	100
1953	18,2	16,7	12,8	9,2	56,9	32,0	29,3	22,5	16,2	100,0	97	142	108	61	99
1954	23,1	31,1	18,8	2,7	75,7	30,5	41,1	24,8	3,6	100,0	98	209	127	15	105
1955	25,7	36,5	21,0	2,9	86,1	29,8	42,4	24,4	3,4	100,0	97	219	125	14	106
1956	29,7	45,4	24,0	3,4	102,5	20,0	44,3	23,4	3,3	100,0	90	219	115	13	102
1957	33,5	56,6	30,9	4,2	125,2	26,8	45,2	24,7	3,4	100,0	95	254	139	15	116
1958	40,5	70,1	40,8	5,3	156,7	25,8	44,7	26,0	3,4	100,0	92	254	148	16	117
1959	44,7	82,2	52,4	5,9	185,2	24,1	44,4	28,3	3,2	100,0	73	214	136	12	99
1960	61,5	107,1	72,7	8,1	249,4	24,7	42,9	29,1	3,2	100,0	77	213	144	13	102
1961	89,0	150,3	112,8	11,0	363,1	24,5	41,4	31,1	3,0	100,0	75	202	152	12	101

\* Deflacionado pelo IGP-FGV

C = Comércio I = Indústria A = Agricultura D = Diversos T = Total

Fontes: Movimento Bancário do Brasil, vários números.

A partir de 1953 o Banco do Brasil passou a suprir mais de 70% do total do crédito ao setor rural; esta posição de destaque torna-se ainda mais expressiva se considerarmos que os bancos privados direcionavam suas operações basicamente para setores próximos aos centros urbanos, ficando a cargo do Banco a atuação no interior do país (1). O Banco do Brasil atuava no setor rural através de vários departamentos: financiava a produção através de CREAM, a exportação através da CACEX, regulava diretamente a oferta através da compra e venda de estoques, etc. Por essa razão, todas as tentativas de reforma do sistema bancário que não estipulassem precisamente o papel do Banco do Brasil no crédito rural sofreram sempre violenta oposição no Congresso, por parte de deputados e senadores que representavam a classe dos proprietários rurais (veja seção 6.5.2).

Para concluir, podemos afirmar que o triplo papel do Banco do Brasil - autoridade monetária, banco do governo e banco comercial - foi desenvolvido na década de 50 de forma desequilibrada, quando as duas primeiras atividades crescentemente dominaram o apoio ao setor privado, com a exceção de suas atividades como banco rural. Mesmo depois de 1964/65, quando a meta do fortalecimento do setor privado orientou as reformas do sistema financeiro, o Banco do Brasil não perdeu sua posição predominante.

#### 4.3.2. BNDE

O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE) tornou-se nos anos 50 a principal agência oficial para orientar os investimentos públicos, e, especialmente, o principal executor das políticas projetadas pelo Plano de Metas nas áreas sob a responsabilidade do setor público.

Na verdade, a criação do BNDE marcou o estabelecimento de um novo aspecto de política na economia brasileira, qual seja a intervenção direta do setor público nos investimentos em infra-estrutura básica, de forma planejada e coerente. Até então o gasto público tinha sido dirigido a investimentos ligados às atividades do café ou, em casos isolados, a algumas grandes empresas públicas (por exemplo, a Companhia Siderúrgica Nacional e a Companhia Hidroelétrica do São Francisco), mas sem coordenação com outros setores.

(1) Durante os anos 50 o crédito rural foi significativamente alterado. Em 1957 a Lei 3.253 criou diversos instrumentos específicos de crédito rural, sendo o mais importante deles a 'Nota de Crédito Rural' que, dada sua negociabilidade e liquidez, resultou em rápida expansão do crédito rural, especialmente aquele suprido pelo Banco do Brasil. Veja a esse respeito 'Simplificação da formalização dos instrumentos de crédito rural' (Boletim Trimestral do Banco do Brasil, Nº 1, 1958).

Em dezembro de 1950 os governos brasileiro e norte-americano assinaram um acordo de cooperação estabelecendo uma Comissão Mista para avaliar e projetar os planos de um 'Programa de Reparcelamento Econômico'. Mais tarde, em setembro de 1951, o Banco Mundial e o EXIMBANK concordaram em suprir os recursos necessários para a implementação dos projetos aprovados pela Comissão Mista. Medidas internas também foram tomadas para levantar fundos em cruzeiros para apoiar os projetos: sobretaxas de imposto de renda, depósitos compulsórios das Caixas Econômicas e Institutos de Previdência e uma autorização para o Tesouro avaliar a captação de recursos externos (1).

Em 1952 foi criado o BNDE, como agência gestora do 'Fundo de Reparcelamento' e executora do 'Programa de Reparcelamento' (2). A orientação geral era a de 'reequipar portos, ferrovias, armazéns, frigoríficos e matadouros, aumentar a oferta de energia elétrica e desenvolver as indústrias básicas e a agricultura'. Em suma, o BNDE deveria dar conta de todas as carências existentes na economia brasileira.

Os projetos preparados pela Comissão Mista se concentraram na revitalização da rede ferroviária, principal entrave ao desenvolvimento econômico. No entanto, ao definir os recursos financeiros necessários para a conclusão de todos os projetos, o montante total situou-se acima da capacidade do Banco mobilizar fundos. Os recursos em moeda estrangeira prometidos pelas agências externas foram inexplicavelmente reduzidos já no primeiro ano de atividade do Banco, ficando este na dependência de fontes internas de fundos. Em 1956 uma série de modificações foi introduzida nas fontes de recursos do Banco (3), basicamente direcionadas para reforçar a captação vinculada. Ademais, o BNDE enfrentou uma série de perdas de recursos, pois o Tesouro, sistematicamente, deixava de transferir os fundos arrecadados das sobretaxas sobre o imposto de renda (4).

O volume de operações do Banco pode ser analisado no Quadro 4.23. Cabe observar a importância das modificações processadas em 1956 como preparação do Plano de Metas, quando os recursos mais do que dobraram em termos reais. Pode-se também notar a importância dos avais concedidos pelo Banco a fundos captados no exterior por empresas brasileiras. Tais operações já ultrapassavam, em 1956, os financiamentos diretos do Banco.

(1) A Lei 1.474, de 26.11.51, criou a sobretaxa de imposto de renda para todos os contribuintes a partir de 1952, uma sobretaxa sobre os lucros não distribuídos pelas empresas e autorizou a emissão de títulos representativos dessas contribuições. A Lei 1.518, de 24.12.51, autorizou o Tesouro a contratar ou avaliar a captação de até 500 milhões de dólares no exterior.

(2) A Lei 1.628, de 20.06.52, regulamentou as leis previamente mencionadas e definiu as atribuições do Banco.

(3) Lei 2.973, de 26.11.56.

(4) Em 1957 o Tesouro reteve um montante de fundos superior àquele transferido ao Banco naquele ano (Exposição, 1964, pág. 43).

Em 1958 o volume de crédito suprido pelo BNDE alcançou quase 7% do total de empréstimos concedidos pelo sistema bancário comercial privado ao setor privado. A importância dessa fonte de recursos é, portanto, evidente, especialmente se considerarmos que o banco seguia estritamente a Lei da Usura e não cobrava taxas maiores do que 12% a.a.

Os recursos do BNDE, no entanto, foram reduzidos de 1958 até 1960, basicamente como resultado do rompimento do Brasil com o Fundo Monetário Internacional quando, em consequência, todas as linhas de crédito das agências internacionais foram interrompidas. A mesma redução pode ser observada na concessão de avais, refletindo as mesmas dificuldades das empresas brasileiras de captar fundos externos sem a concordância do FMI. Tal situação reverteu-se em 1961, quando essas relações foram restabelecidas (veja seção 5.3.1).

Em resumo, o apoio do BNDE ao investimento em infra-estrutura básica foi decisivo na década de 50, dele resultando o barateamento dos insumos ao setor industrial e a eliminação de diversos estrangulamentos na economia brasileira.

Quadro 4.23  
BNDE  
Empréstimos e Avais  
Milhões de Cr\$ e US\$

	Empréstimos				Avais		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
1952	1,1	1,1	100	1,8	-	-	-
1953	1,4	1,2	110	1,9	2,1	9,7	0,1
1954	3,0	2,0	175	3,3	7,1	4,5	0,3
1955	2,5	1,5	129	2,5	2,1	1,5	1,0
1956	7,1	3,4	296	5,5	5,3	3,9	1,9
1957	8,8	3,8	323	5,6	11,3	8,7	3,7
1958	12,9	4,9	419	6,7	21,3	28,0	10,6
1959	11,5	3,1	269	4,5	16,5	26,3	7,2
1960	14,8	3,2	269	4,1	5,0	95,9	2,0
1961	24,2	3,7	320	4,9	65,5	19,1	2,9

(1) Empréstimos - Milhões Cr\$ Correntes

(2) Empréstimos - Milhões Cr\$ de 1952

(3) Índice de (2) 1952 = 100

(4) (1) como % dos Empréstimos dos Bancos Comerciais ao Setor Privado

(5) Avais - Milhões de US\$

(6) Avais - Milhões de Cr\$ convertidos pela taxa média do mercado livre (APEC, 1964, Quadro I-6)

(7) Avais - Milhões de Cr\$ de 1952

Fonte: BNDE, Exposição, vários números.

## CAPÍTULO 5

### A ECONOMIA BRASILEIRA DE 1961 A 1968

#### 5.1. Introdução

O segundo período objeto de nossa análise, 1961/68, difere do primeiro sob diversos aspectos. Durante a década de 50 a economia brasileira experimentou uma aceleração em seu ritmo de crescimento, basicamente em consequência do Plano de Metas implementado a partir de 1956. Observado sob uma perspectiva de longo prazo, foi um período de relativa estabilidade econômica e institucional no sentido de que a estrutura do país pôde desenvolver-se sem maiores tensões. O modelo de industrialização por substituição de importações foi levado ao seu limite possível nos marcos da organização social e política vigente.

A década de 60, ao contrário, mostrou nos primeiros anos o esgotamento deste modelo, e a economia foi violentamente abalada por uma séria crise, seguida de uma recessão por quatro anos. O sistema político foi rompido, dando-se a oportunidade da realização de uma série de reformas necessárias a resolver o impasse institucional. Sob esse ponto de vista, o período 1961/68 é extremamente rico em termos das políticas alternativas que foram (ou tentaram ser) executadas. Ao final da década de 60, no entanto, pode-se observar que ambos os períodos formam um único contínuo onde apenas houve defasagem entre as expansões econômicas e as necessárias reformas institucionais, aparecendo então enormes tensões sociais e políticas.

#### 5.2. Condições Econômicas Gerais no Período 1961/68

No início da década de 60 a economia brasileira atingiu o auge de um processo iniciado nas duas décadas anteriores e acelerado na segunda metade dos 50 pela implantação do Plano de Metas. De fato, enquanto no período 1955/59 a taxa de crescimento do produto atingiu a média anual de 6,3%, em 1960 esta elevou-se a 9,7%, chegando a 10,3% em 1961.

Conforme foi examinado no Capítulo 3, a maioria das metas do Plano havia sido cumprida e a economia experimentava um ritmo de atividade à plena capacidade. Comparado à economia pré-existente, um sólido parque industrial fora instalado, principalmente nos setores de material elétrico, transporte e química, dando margem ao aparecimento e crescimento de setores produtores de máquinas e partes para estas indústrias.

No entanto, o velho princípio tautológico da teoria do ciclo não deixou de se apresentar, isto é, a um ciclo expansivo da produção e investimento segue-se um ciclo recessivo. De fato, a partir de 1961 a taxa de crescimento do produto caiu bruscamente e pelos seis anos seguintes manter-se-ia abaixo de 6%, que pode ser considerada a taxa histórica de crescimento da economia brasileira.

O Quadro 5.1 mostra as taxas de crescimento do PIB no período e sua decomposição nos diversos setores econômicos. Observa-se que já em 1962 a taxa de crescimento do PIB cai praticamente à metade do seu valor no ano anterior. Nos quatro anos seguintes, 1963/66, a média anual é de 2,7%, pouco acima do crescimento populacional no período (2,5%). Em 1967 há um início de recuperação para então, em 1968, a taxa alcançar o maior valor da década quando começa um novo ciclo expansivo que se estenderia pelos cinco anos seguintes.

Quadro 5.1

Brasil. Produto Interno Bruto e Produto Setorial  
Taxas Anuais de Crescimento (%)

	PIB	Indústria	Agricultura	Comércio	Transporte
1960	9,7	4,9	9,6	5,9	17,3
1961	10,3	7,0	10,6	7,0	3,3
1962	5,3	5,5	7,8	5,8	8,4
1963	1,5	1,0	0,2	0,0	7,8
1964	2,9	1,3	5,2	1,1	1,6
1965	2,7	13,8	-4,7	1,7	1,8
1966	3,8	-14,6	9,8	7,4	6,6
1967	4,8	9,2	3,0	4,2	7,8
1968	11,2	4,5	13,3	12,5	8,9
1969	10,0	3,8	12,1	9,3	11,6

Fonte: FGV - Conjuntura Econômica - vários números.

O exame da desagregação setorial revela que até 1964 todos os setores diminuem suas taxas e mantêm-se a níveis reduzidos, com exceção do setor industrial em 1964 por razões que ficarão mais claras adiante. Nos anos de 1965 a 1966, além das taxas extremamente baixas no setor de serviços (comércio, transportes e comunicação), observa-se uma conjuntura simétrica entre agricultura e indústria o que mais uma vez manteve reduzida a taxa global. Em 1967 o bom desempenho do setor agrícola, aliado a uma taxa não negativa na indústria, eleva a taxa global. Em 1968 a indústria já está plenamente recuperada e inicia a retomada do crescimento acompanhada pelo sistema de distribuição (comércio e transportes).

Esse comportamento da economia no período esteve ligado a uma série de fatores que serão objetos de exame no que segue. Em primeiro lugar estão aqueles fatores que podem ser considerados como 'estruturais', isto é, aqueles ligados aos movimentos de longo prazo da economia e sobre os quais pouca coisa pode fazer a política econômica. Referimo-nos ao que foi dito acima a respeito dos ciclos de produção e investimento cujas trajetórias dificilmente podem ser revertidas por decisões de política (1).

Em segundo lugar estão as questões da inflação e do balanço de pagamentos que se agravaram rapidamente nos primeiros anos da década. Estes dois fenômenos conjugados marcaram a mudança de orientação da política econômica em sua ênfase na promoção do desenvolvimento para o controle dos preços e do déficit externo. Esta modificação, na medida em que foi tentada e implementada com maior ou menor sucesso, caracterizou toda a política econômica do período. De fato, pode-se observar, primeiro, a tentativa de controlar os déficits do balanço de pagamentos junto a tímidas tentativas de estabilização em 1961 e 1962, seguindo-se uma violenta política de contenção do gasto público em 1963, para culminar na política de estabilização do novo governo de 1964.

Em terceiro lugar, e certamente ligada aos problemas apontados acima, estava a questão do financiamento da atividade econômica. De fato, também ao início da década, observa-se uma crescente dificuldade tanto do setor privado como do setor público em mobilizar recursos financeiros para seus gastos correntes e de investimento. Na medida em que a inflação deixou de funcionar satisfatoriamente como mecanismo de capitalização das empresas, a pressão destas sobre o incipiente sistema financeiro existente criou

(1) Esta ressalva se faz necessária posto que uma grande quantidade de trabalhos publicados sobre o período em análise debitam à política econômica ou mesmo à 'política' o ônus pela crise e recessão de quatro anos que se abateu sobre a economia. Esta argumentação pode ser rejeitada de princípio se observarmos que mesmo o governo que assumiu o poder depois do golpe de 1964 levou três anos para recuperar o crescimento não obstante a implementação *manumilitare* das medidas de política. A não ser que se considere que os novos gestores da política econômica, apesar do espaço aberto pelos militares, eram mal-preparados para as funções, o que reduz o problema a uma questão de educação e experiência.

dificuldades impossíveis de serem aliviadas no contexto institucional de então. É nesta conjuntura que se verificam as profundas reformas do sistema tributário, bancário e financeiro objetivando dotar a economia de instrumentos financeiros relativamente independentes da inflação.

### 5.3. O Declínio do Crescimento e a Aceleração da Inflação

Conforme foi mencionado acima, os primeiros anos da década de 60 foram marcados por uma modificação substancial na orientação da política econômica. A preocupação central passa a ser o desequilíbrio do balanço de pagamentos e a inflação, ambos em ritmo ascendente desde 1959. Em 1960 realizaram-se eleições presidenciais e o candidato oposicionista, J. Quadros, baseou sua campanha na crítica feroz ao governo Kubitschek alegando que sua política expansionista havia levado o país interna e externamente à bancarrota, acusando inclusive (ao governo) de corrupção e imoralidades administrativas. A campanha e a eleição desenrolaram-se em clima tenso e ao final, Quadros obteve uma votação maciça, sendo empossado no início de 1961.

#### 5.3.1. Políticas de Câmbio e de Comércio Exterior

A primeira medida de importância tomada pelo novo governo referiu-se à modificação da sistemática cambial procedida em Março daquele ano (1). A reforma visava atenuar dois problemas a serem enfrentados naquele ano. Em primeiro lugar, a perspectiva de um déficit no balanço de pagamentos da ordem de US\$ 400 milhões, depois do (então) vultoso déficit de US\$ 430 milhões ocorrido em 1960, cuja consequência tinha sido o total esgotamento das reservas cambiais (2) e a formação de atrasados comerciais da ordem de US\$ 230 milhões. Para justificar esta preocupação deve-se observar que o ano de 1960 tinha sido particularmente desfavorável no que se refere aos movimentos de capital estrangeiro. De fato, o ingresso líquido de capitais autônomos tinha sido de apenas US\$ 52 milhões contra uma média de US\$ 225 milhões no triênio anterior. Por outro lado, as despesas com serviços elevaram-se a US\$ 646 milhões contra a média de 540 milhões em

(1) Iniciada com a Instrução nº 204, da SUMOC, de 13.03.61, e complementada pelas instruções nºs. 205, 208, 215, 217, 221 e 222 do mesmo ano.

(2) Na verdade o país ainda dispunha de reservas em ouro de cerca de US\$ 400 milhões, depositadas junto ao Federal Reserve Bank dos Estados Unidos. No entanto tais reservas não podiam ser negociadas por duas razões. Em primeiro lugar pela forte oposição interna que tal atitude provocaria sob argumento de 'estão vendendo o ouro do Brasil', considerado o espólio brasileiro da 2ª. Guerra Mundial. O máximo que se admitiria seria uma operação de empréstimo com o ouro em garantia como foi realizada em 1957 (US\$ 25 milhões junto a bancos norte-americanos). Em segundo lugar pela sempre presente expectativa de uma valorização do preço do ouro como era solicitado permanentemente pela África do Sul.

1957/59 como consequência de uma maior saída de rendimentos de capital (os pagamentos de fretes declinaram naquele ano). Este comportamento, sem dúvida, reflete a inquietação dos investidores estrangeiros no período da eleição, temendo uma radicalização, se eleito, do candidato governista.

Em segundo lugar era necessário aliviar a enorme pressão sobre a caixa do Tesouro exercida pelas operações de curto prazo e pelos subsídios a uma ampla gama de produtos importados. Com efeito, somente as operações de curto prazo ('swaps') montavam a US\$ 350 milhões ao final de 1960, e deveriam ser liquidados ao longo de 1961.

Paralelamente deve ter em conta um aspecto de política externa que não pode ser relegado a um segundo plano. Em 1958 o Brasil havia rompido relações com o Fundo Monetário Internacional em consequência das exigências daquele organismo com relação a políticas de estabilização que deveriam ser implementadas em troca de um saque de 'credit-tranche' para regularizar o balanço de pagamentos. Desde aquele ano, portanto, o Brasil não havia recebido nenhum tipo de financiamento compensatório do Fundo e o novo governo estava ansioso em restabelecer esta linha de crédito. Por outro lado, os negociadores externos brasileiros conheciam as restrições do Fundo à política de taxas múltiplas de câmbio adotada desde 1953. Viram, portanto, uma oportunidade de apresentar ao Fundo a reforma desejada por aquele organismo antes de solicitar a reabertura das linhas de crédito como uma manifestação de boa intenção do governo brasileiro. Além disso, havia urgência em renegociar a dívida externa e a reforma cambial também poderia impressionar favoravelmente os credores externos (1).

Em uma perspectiva de longo prazo, o que se desejava era substituir o então sistema vigente de incentivos à importação de produtos selecionados de acordo com as prioridades estabelecidas pelo Plano de Metas por outro que eliminasse (ou diminuísse) os sistemáticos déficits no balanço de pagamentos que vinham ocorrendo desde 1957. Na verdade, o sistema de taxas múltiplas de câmbio instituído em 1953 e parcialmente modificado em 1957, havia estimulado a instalação de importantes segmentos do setor industrial (como foi visto no Capítulo 3), liderados pelos investimentos externos e complementados pelas inversões internas públicas e privadas. No início da década de 60 chegou-se ao auge deste 'pacote' de inversões e prenunciava-se o declínio do ciclo de investimento. Tratava-se,

(1) Informações prestadas ao autor por Casimiro A. Ribeiro em entrevista por conta do CPDOC da FGV em 1975 onde se encontra a transcrição integral. Casimiro Ribeiro, ex-chefe do Departamento Econômico da SUMOC e ex-Diretor de Redescontos do Banco Central, participou do episódio do rompimento com o FMI, foi um dos principais negociadores do reescalonamento da dívida externa em 1961 e participou da renegociação de 1963.

pois, de buscar ocupar a capacidade instalada em anos anteriores através da eliminação de grande parte dos subsídios à importação (1).

A idéia original da reforma, como a desejava o Diretor-Executivo da SUMOC, Octávio G. Bulhões, era a eliminação integral das taxas múltiplas, deixando que a tarifa alfandegária cumprisse seu papel na alocação das divisas para importação (2). Tal passo, no entanto, pareceu muito arrojado aos círculos técnicos, em especial dado que muitos bens de luxo não estariam protegidos nem mesmo pela tarifa máxima de 150%. A alternativa de simplesmente proibir a importação destes artigos foi rejeitada pelo temor de críticas do GATT e possíveis ações retaliatórias de parceiros comerciais do Brasil (3).

A reforma consistiu basicamente na eliminação das taxas múltiplas de câmbio e sua unificação para a quase totalidade dos produtos de importação e exportação. Estes produtos foram incluídos em uma 'Categoria Geral' onde importadores e exportadores negociavam as divisas em um mercado de taxa livre, com a intervenção de um banco autorizado a operar em câmbio. E expressão 'mercado de taxa livre', freqüentemente utilizada na literatura brasileira, é, no entanto, enganadora. Desde 1946 a taxa de paridade declarada ao FMI de Cr\$ 18,92\* por US\$ havia se mantido inalterada e sobre esta taxa se computavam os ágios leiloados na forma da Instrução 70. O que ocorreu então foi uma atualização da taxa para níveis vigentes de 18,92 mais ágio. Por outro lado, a taxa podia flutuar apenas dentro dos limites estabelecidos pela SUMOC posto que os bancos eram (como são até hoje) obrigados a revender ou recomprar do Banco do Brasil diariamente as divisas negociadas (4).

O chamado 'câmbio de custo' (isto é, a taxa subsidiada) foi mantido para as importações de trigo, petróleo e derivados, papel e artigos de imprensa, fertilizantes e inseticidas, e bens

(1) Isto fica claro na posição da Confederação Nacional da Indústria através de seu órgão de divulgação (Desenvolvimento e Conjuntura), que em seu número de março de 1961 afirma "... a indústria nacional de bens de produção já alcançou um grau de desenvolvimento capaz de substituir... muitos produtos importados que ainda contam com subsídios cambiais e portanto concorrendo com similares nacionais' (D & C, março/61, pág. 43).

(2) Casimiro Ribeiro, entrevista citada.

(3) O exemplo anedótico é o *patê de foie gras*, champagne e vinhos franceses que certamente traria retalições da França.

(4) A mais, obviamente, das posições 'comprada' e 'vendida' autorizada pela SUMOC. Em outubro de 1961, com o objetivo de tranquilizar o mercado a raiz da situação política deflagrada com a renúncia de Quadros em Agosto, a SUMOC autorizou pela Instrução nº. 211 a elevação da posição diária 'comprada' de US\$ 25.000 para US\$ 100.000 por banco, reduzindo-a, no entanto, três semanas depois, pela Instrução nº. 212, novamente a US\$ 25.000.

de produção sem similar nacional destinados a empreendimentos considerados essenciais (1). Não obstante, o valor do câmbio de custo dobrou de Cr\$ 100,00\* para Cr\$ 200,00\* por US\$ o que representou sem dúvida uma forte pressão de custos. Por outro lado, a Instrução 204 mencionava que esse câmbio de custo deveria ser gradualmente elevado para valores próximos à taxa do mercado livre.

As demais importações (basicamente artigos de luxo) passaram a ser realizadas por uma 'Categoria Especial', cuja autorização dependia da CACEX do Banco do Brasil e da prévia aquisição de 'Promessa de Venda de Câmbio' em leilão público, nos quais a oferta de divisas era controlada pela SUMOC e cujas taxas eram obviamente superiores às do mercado da Categoria Geral.

Por outro lado, surpreendentemente, a reforma manteve um dos pontos mais delicados do sistema cambial brasileiro, o chamado 'confisco cambial' para alguns produtos de exportação (café e cacau). A idéia, efetivada desde 1958, era recolher uma cota de 'contribuição' por dólar exportado destes produtos para financiar suas culturas. O objetivo era racionalizar o cultivo e impedir a expansão desordenada da oferta estimulando a diversificação para outros produtos (2).

Paralelamente, como medida adicional de contenção das importações, os importadores foram obrigados a recolher valor igual a 90% da importação sob a forma de Letras do Tesouro, de 150 dias de prazo, com juros a 6% a.a. especialmente emitidas para esta finalidade. Tal obrigação elevava em cerca de 10% o custo da importação se supusermos uma inflação anual (como era o caso) ao redor de 30%.

A extinção do sistema de taxas múltiplas de câmbio eliminou um poderoso instrumento de orientação da política de investimentos manipulado pelo governo. No entanto, o impacto desta medida, observada sob esta ótica, é menor do que se poderia supor à primeira vista. Na verdade, a necessidade de rígidos controles e distribuição da pauta de importações fazia sentido em meados da década de 50 quando a oferta interna de bens de consumo duráveis era insuficiente para atender à demanda. No entanto, os segmentos

(1) Desde os tempos da CEXIM no início dos anos 50 esta expressão 'sem similar nacional destinada a empreendimentos considerados essenciais' sempre teve este sentido frouxo e, com exceção de equipamentos universais, não era muito difícil burlar esta proibição.

(2) De fato, desde 1956 a economia cafeeira vinha lutando contra a queda nos preços e aumento da produção. Em 1959/60 a produção atingiu 43 milhões de sacas contra a exportação de cerca de 17 milhões. A formação de estoques invendáveis em poder do Governo (que atingiam cerca de 35 milhões de sacas ao final de 1960) pressionava, é claro, fortemente a caixa do Tesouro.

industriais instalados durante o Plano de Metas permitiram uma liberalização do controle cambial sem o perigo de uma expansão da importação de bens de consumo em detrimento das importações de bens de capital e insumos básicos. A demanda reprimida por bens de consumo não era significativa, que de todas as maneiras tinham seus preços equalizados internamente através de tarifas e do depósito de importação mencionado acima.

Isto fica claro quando se observa que a taxa de câmbio no mercado livre não sofreu grandes variações depois de março de 1961 como seria de se esperar se a pressão sobre a oferta de divisas fosse demasiadamente alta. À parte uma brusca variação em Abril, sem dúvida mais como conseqüência psicológica da Instrução 204, a referida taxa de câmbio elevou-se em cerca de 44% ao longo de 1961, pouco abaixo da variação de 47,5% nos preços internos, o que nos leva a crer que não houve maiores dificuldades em repassar aos consumidores esta elevação dos preços de importação.

Tudo nos faz concluir, portanto, que garantido o câmbio preferencial para algumas importações estratégicas, a economia podia dispensar momentaneamente uma clara política de importações até que ficasse definido um novo ciclo de investimento. De todas as maneiras, mantido o câmbio de custo para, entre outros, 'as importações de bens de produção sem similar nacional destinados a empreendimentos considerados essenciais', ficava garantido ao setor público a continuação de seus planos de investimento em infra-estrutura (1).

O segundo aspecto relativo ao balanço de pagamentos, e que foi atacado de imediato pelo novo governo, referiu-se à negociação da dívida externa. A posição em final de 1960 indicava um débito total de cerca de US\$ 3,3 bilhões, sendo que US\$ 900 milhões vencíveis a curto prazo (entre 1961 e 1963).

Já em março de 1961, paralelamente à adoção da reforma cambial, duas missões brasileiras iniciaram a renegociação da dívida na Europa e nos Estados Unidos (2). As negociações nos Estados Unidos foram um absoluto sucesso, talvez a melhor negociação já feita pelo Brasil. Aparentemente o sucesso da negociação norte-americana deveu-se em grande parte à nova administração daquele país (Kennedy) que quebrou um pouco da rigidez do Departamento de Comércio, do Tesouro e do EXIMBANK em tais matérias.

(1) Aliado ao fato das maiores facilidades obtidas pelo setor público na obtenção de 'suppliers credit'. Dos 91 certificados de registro de financiamento externo emitidos em 1961 pela SUMOC, 57 foram em favor de empresas estatais e governos em todos os níveis da administração (SUMOC, Boletim Trimestral, vários números).

(2) Nos EUA chefiada pelo embaixador W.M. Salles e na Europa pelo Embaixador R. Campos.

Do Fundo Monetário Internacional o Brasil obteve um 'stand-by credit' de US\$160 milhões e uma extensão de prazo de empréstimos compensatórios vencíveis em 1961/62. Do EXIMBAK obteve-se um crédito de US\$ 168 milhões e a renegociação de US\$ 212 milhões de empréstimos compensatórios e US\$ 92 milhões de débitos do Banco do Brasil para com aquele banco (1). Da AID, que não havia sido ainda inteiramente organizada, obteve o Brasil US\$ 100 milhões. Os bancos privados concederam US\$ 48 milhões de crédito e a renegociação de prazo de US\$ 200 milhões de empréstimo com a garantia de ouro de 1954, além da consolidação de atrasados junto a companhias de petróleo no valor de US\$ 45 milhões.

A negociação européia foi muito mais dura e menos produtiva. Ainda assim obteve-se US\$ 110 milhões de 'stand-by credit' e a renegociação de US\$ 170 milhões.

Em resumo, de novos créditos o Brasil obteve cerca de US\$ 850 milhões e renegociou dívidas também no valor de US\$ 850 milhões. O impacto de tais valores pode ser avaliado se observarmos que as exportações brasileiras à época eram cerca de US\$ 1.300 milhões. Assim, a dívida global havia-se reduzido a US\$ 3,2 bilhões sendo apenas US\$ 590 milhões a curto prazo (2).

Os resultados finais do balanço de pagamentos não deixam margem a dúvida quanto ao impacto das medidas mencionadas acima. De um déficit esperado de US\$ 400 milhões passou-se a um superávit de US\$ 56 milhões, além da melhoria no perfil da dívida. Este superávit foi o resultado direto de uma elevação progressiva das exportações a partir do 2º trimestre, de um total estancamento no crescimento das importações, de uma redução substancial no déficit de serviços (3), de um aumento substancial na entrada líquida de capitais autônomos privados, basicamente empréstimos e financiamentos e, finalmente, da entrada maciça de financiamentos oficiais.

Sob o ponto de vista da situação externa, portanto, as medidas do novo governo foram acertadamente no sentido de corrigir os desequilíbrios conjunturais, ainda que não tenha sido possível eliminar os desequilíbrios fundamentais como se verá mais adiante.

(1) Aparentemente a maior resistência às negociações estavam no EXIMBANK que não se conformava em financiar 'atrasados comerciais' e compensatórios, e o banco teve de ser dobrado pela equipe de Kennedy do Departamento de Estado (Casimiro Ribeiro, entrevista).

(2) A posição líquida de haveres e obrigações a curto prazo melhorou mais ainda passando de US\$ 700 milhões negativos no final de 1960 para US\$ 330 milhões positivos ao final de 1961 (SUMOC, Relatório, 1961).

(3) Não é possível identificar o item 'outros serviços' responsável pela redução de US\$ 140 milhões no déficit.

Já mencionamos que um segundo objetivo da reforma cambial era procurar reforçar a caixa do Tesouro pressionada, neste particular, pelos grandes incentivos à importação e pelas operações de regularização de curto prazo. Essa pressão, resultante das operações de câmbio, originava-se de diversas fontes. Em primeiro lugar, a formação de 'atrasados comerciais' era consequência da realização de leilões de 'Promessas de Venda de Câmbio' pelas autoridades, acima das disponibilidades. O câmbio era fechado no dia do leilão, tendo as autoridades que liquidá-lo, mais tarde, a taxas mais elevadas.

Em segundo lugar, as operações de 'swaps' exigiam também o desembolso, por parte do Tesouro, da diferença entre as taxas no momento da venda e da compra das divisas.

Em terceiro lugar, a diferença entre o câmbio de custo e a compra das divisas para sua cobertura também era de responsabilidade das autoridades monetárias.

Em sua exposição à Câmara dos Deputados, o então Ministro da Fazenda (Mariani, 1961), estimou, para 1961, em Cr\$ 160\* bilhões o montante desses compromissos, comparado com o déficit orçamentário previsto de Cr\$ 50\* bilhões para o mesmo ano. A única fonte específica de financiamento para esses gastos referia-se ao item 'Recursos Decorrentes do Controle do Sistema Cambial' que nos últimos anos havia sofrido bruscas variações e, de resto, não era suficiente para tal (1).

A reforma cambial, não obstante eliminar a conta da 'Ágios e Bonificações' que nos anos anteriores havia carreado substanciais recursos para o Tesouro, reforçou a captação de forma indireta. Por um lado, a duplicação do câmbio de custo implicou uma paralela elevação da tributação incidente sobre os produtos beneficiados por esta taxa, em particular sobre as importações de petróleo. Assim, em 1961, enquanto a receita tributária do governo federal elevou-se em 34%, o imposto de importação saltou 64%, passando de Cr\$ 22\* bilhões em 1960 para Cr\$ 35,7\* bilhões em 1961 (SUMOC, Relatório 1961, pág. 20). Por outro lado, a obrigatoriedade do depósito prévio de 90% do valor das importações por um período de 150 dias, carrou para o Tesouro, ao final de 1961, o montante de Cr\$ 67\* bilhões. Assim, ao terminar o ano o saldo líquido da conta 'Recursos Decorrentes do Controle do Sistema Cambial' havia aumentado pouco mais que em 1960, não obstante a liquidação de grande parte dos pesados encargos ocorridos durante o ano.

(1) O saldo desta conta ao final de 1960 era de cerca de Cr\$ 58\* bilhões. Wells (1977) comete um engano ao afirmar que a conta 'Ágios e Bonificações' teria sido deficitária em alguns anos. Wells confunde a conta referida no texto, com uma parcela dela, que é a conta de Ágios e Bonificações. Aquela teve o seguinte comportamento no período (variações do saldo em bilhões de Cr\$):

1958 = +	9,1	1960 = +	20,9
1959 = +	11,7	1961 = +	4,5

(SUMOC - Relatório 1961, quadro 25, Apêndice).

### 5.3.2. Política fiscal e monetária

A avaliação dos resultados da reforma cambial sobre a caixa do Tesouro não pode, no entanto, ser desvinculada de dois aspectos mais gerais de política, isto é, a política fiscal e a política monetária e de crédito. Conforme assinalamos na introdução deste Capítulo, um dos pontos básicos de todas as políticas a partir de 1961 referiu-se à questão da inflação. Assim, todos os governos a partir de Quadros procuraram atacar a questão com maior ou menor vigor em função das condições políticas que dispunham. Por outro lado, todos eles, sem exceção, identificaram o déficit público, em particular do governo da União, a fonte principal da pressão inflacionária. Examinaremos a validade desse diagnóstico mais tarde, mas é fora de dúvida que os crescentes déficits orçamentários da União eram cobertos por emissões primárias da moeda.

O Quadro 5.2 mostra os números relevantes do orçamento anual e a execução orçamentária no período 1955/60. Observa-se que anualmente, o orçamento era fixado considerando-se pequenos déficits que, no entanto, elevavam-se no correr da execução pela abertura de créditos adicionais ou despesas sem cobertura.

Sob o ponto de vista da pressão sobre os meios de pagamento, no entanto, o que interessa é o déficit de caixa do Tesouro, isto é, a diferença entre a receita arrecadada e a despesa efetivamente realizada. Deve-se lembrar, ainda, que a diferença entre o déficit orçamentário e o déficit de caixa correspondia a despesas transferidas para exercícios seguintes pressionando a execução de exercícios futuros.

O Quadro 5.3 indica o déficit de caixa do Tesouro para o mesmo período e o seu financiamento. Observe-se que a cobertura deste déficit se fez quase que exclusivamente através de empréstimos do Banco do Brasil ao Tesouro. A característica particular do Banco do Brasil no sistema financeiro brasileiro, com funções de banco central e banco comercial, faz com que qualquer crédito contra ele, em particular depósitos, não seja moeda escritural secundária, mas sim base monetária. Desta forma, a cobertura dos déficits do Tesouro através de créditos em conta corrente no Banco do Brasil implicou permanente expansão primária dos meios de pagamento. É interessante observar que tanto as publicações oficiais da época como os estudos acadêmicos não se davam conta deste fato, insistindo em controlar a expansão do papel-moeda como se este fosse o único meio autônomo de expansão da base monetária.

Além das despesas de custeio, o item mais importante de gasto do Tesouro referia-se aos subsídios às empresas de transporte de propriedade do governo federal. Estas autarquias

Quadro 5.2  
Orçamento da União  
Milhões de Cruzeiros Correntes

	Orçado			Executado				Saldo
	Despesa	Receita	Saldo	Despesa	Créditos Adicionais	Créditos sem Cobertura	Receita	
1952	28,5	25,5	-3,0	26,7	1,4	0,3	30,7	+2,3
1953	38,3	34,3	-4,0	38,5	1,4	3,3	37,1	-6,1
1954	49,5	46,0	-3,5	47,2	2,0	4,4	46,5	-7,1
1955	70,9	53,5	-17,4	60,1	3,2	3,4	55,7	-11,0
1956	123,2	70,9	-52,3	68,0	39,0	4,0	74,1	-36,9
1957	128,3	98,3	-30,0	112,9	5,8	11,8	85,8	-44,7
1958	152,9	130,2	-22,7	139,8	8,6	3,7	117,8	-34,4
1959	182,2	147,7	-34,5	161,4	25,3	15,8	157,8	-44,7
1960	244,7	179,5	-65,2	222,4	42,2	36,8	233,0	-68,4
1961	319,0	246,6	-72,4	405,0	14,9	52,8	317,4	-155,2

Fonte: Balanço Geral da União, vários anos.

Quadro 5.3  
Déficit de Caixa do Tesouro. Financiamento  
Milhões de Cruzeiros Correntes

	Posição de Caixa			Financiamento			Total
	Receitas	Despesas	Saldo	Banco do Brasil	Títulos	Outros	
1952	30,7	28,5	+2,3	-5,3	-	3,0	-2,3
1953	37,1	39,9	-2,8	7,9	-	-5,1	2,8
1954	46,5	49,3	-2,7	4,0	-2,5	-1,2	2,7
1955	55,7	63,3	-7,6	7,7	-	-0,1	7,6
1956	74,1	90,8	-23,9	24,4	0,2	-0,3	23,9
1957	85,5	104,0	-41,1	15,8	9,5	15,8	41,1
1958	117,8	127,2	-25,6	16,7	9,2	-0,3	25,6
1959	157,8	138,0	-32,0	25,2	8,8	-	32,0
1960	233,0	220,0	-64,0	75,4	2,2	-13,6	64,0
1961	317,5	356,2	-137,5	128,9	1,5	7,1	137,5

Fonte: Relatórios do Banco do Brasil, Relatórios da SUMOC.

haviam realizado enorme esforço de investimento no período do Plano de Metas elevando paralelamente suas despesas operacionais. Por outro lado o governo federal era reticente em liberar as tarifas de transporte temendo sua influência sobre o custo de vida e sobre a inflação. É interessante observar que as tarifas mais controladas eram as das ferrovias, isto em face de uma opção clara pelo transporte rodoviário feita pelo Plano de Metas. Desta forma, entre auxílios, subsídios e cobertura dos déficits operacionais as empresas de transporte receberam o total de ajuda do governo federal no período 1955/60 mostrado no Quadro 5.4.

Quadro 5.4

Subvenção do Tesouro às Autarquias Federais de Transporte  
1.000 Cr\$ de 1952

Portos	Ferrovias	Navegação	Aérea	Total	% da Receita	
1956	—	4.200	400	292	4.892	13,4
1957	3	4.000	530	280	4.813	13,1
1958	—	3.800	1.387	273	5.460	12,2
1959	42	3.800	1.439	193	5.474	12,6
1960	6	3.800	2.033	164	6.003	12,0
1961	104	5.800	3.100	392	9.396	19,0

Fonte: 25 Anos de Economia Brasileira, pág. 201.

Comparados com os valores do déficit de caixa do Tesouro observamos que a cobertura do déficit do transporte ferroviário correspondia à parcela substancial dos aportes do Tesouro. Várias razões explicam este ponto. Em primeiro lugar a rede ferroviária do Brasil se estende (historicamente) por regiões de fortes influências políticas locais, e assim, uma revisão de tarifas poderia precipitar crises econômicas localizadas o que não era de interesse do governo. *A fortiori* a eliminação de ramais deficitários era ainda mais problemática. Em segundo lugar a revisão de tarifas de transporte suburbano traria conseqüências sobre o custo de vida que o governo desejava evitar. Finalmente o corte dos gastos de custeio significaria necessariamente (e quase exclusivamente) cortes em pessoal com conseqüências sobre o emprego. Desta forma, tornava-se difícil reduzir o déficit operacional destas empresas, e todos os governos, até 1964, recusaram-se sistematicamente a atacar a questão mais profundamente (1).

(1) Dois exemplos conspícuos desse fato referem-se ao transporte ferroviário de café e os fretes de cabotagem. Entre 1945 e 1960 o preço do café elevou-se de um índice de 100 para 1124, isto é, mais que decuplicando, enquanto que o frete por tonelada na E. F. Leopoldina passou de Cr\$ 392\* para Cr\$ 694\* no mesmo período. O índice de preços de fretes de cabotagem por seu turno elevou-se entre 1951 e 1959 cerca de três vezes enquanto o índice geral de preços elevava-se de quase 6 (CNE, Exposição, 1961).

A possibilidade de eliminar o déficit de caixa do Tesouro e assim interromper a expansão indesejada de base monetária dependia, teoricamente, de um dos seguintes fatores. Em primeiro lugar, de um aumento na receita tributária, cuja estrutura anacrônica não possibilitava uma elevação substancial desta fonte de recursos. Uma alternativa largamente utilizada na década de 50 (ver Capítulo 3) foi a criação de impostos com destinação específica (tais como o Único sobre Combustíveis e Lubrificantes para a Petrobrás, Único sobre Energia Elétrica para os investimentos nesse setor, etc.). No período em exame, arrastavam-se pelo Congresso projetos de reforma tributária sem que se chegasse a um consenso sobre os mesmos face ao efeito político adverso de uma elevação (como era o caso) da carga fiscal. Assim, a curto prazo o setor público não podia contar com um aumento real substancial na arrecadação fiscal.

Em segundo lugar, havia a possibilidade de cobrir o déficit através da colocação de títulos da dívida pública. Esta alternativa, no entanto, estava também fechada dada as restrições à taxa de juro com a qual poderiam ser lançados estes títulos. O setor público teria que esperar até 1964/65 para poder lançar mão deste mecanismo.

Em terceiro lugar, portanto, a única alternativa que restava aos gestores de política era tentar comprimir a despesa e diminuir o déficit. Neste ponto, todas as tentativas durante o período 1961/63 foram semelhantes. Com o objetivo de não amortecer o ritmo de crescimento da economia planejava-se um corte nos gastos de custeio, mantendo-se inalterados os gastos de investimento. No entanto, na prática, ocorria sistematicamente o inverso.

O governo, incapaz de conter os gastos correntes, basicamente os de pessoal, dada a pressão política do funcionalismo público, acabava por cortar gastos de investimento. O corte nos gastos de investimento se fazia seja simplesmente através do atraso no pagamento das faturas dos contratantes públicos, seja através da inscrição do pagamento em exercícios futuros. Em qualquer das alternativas esta atitude correspondia a um empréstimo compulsório, a juro nulo, que se agregava à dívida flutuante da União. Desta forma, portanto, quando se analisa a dívida pública brasileira no período há que se agregar, legitimamente, estas rubricas do orçamento, mesmo porque o próprio saldo de Letras do Tesouro em circulação também era colocado compulsoriamente junto ao público (1).

(1) Para o período 1957/60 o saldo de ambos os itens da dívida interna flutuante foi (em milhões de cruzeiros):

	Letras	Restos a Pagar
1957	0,2	28,8
1958	9,6	40,5
1959	18,4	47,5
1960	20,7	56,3

(SUMOC, Relatório, 1961)

Pode-se observar que os contratos não pagos eram uma fonte muito mais importante de 'financiamento' do que as Letras do Tesouro.

Até 1962 as tentativas de estabilização dos preços restringiram-se a uma sucessão de 'Planos de Contenção' da despesa orçamentária, sempre frustrados pela execução efetiva de caixa. Assim, em 1961, o orçamento havia sido aprovado prevendo-se um déficit de Cr\$ 55 milhões para o ano fiscal. O novo governo que assumiu naquele ano elaborou um plano de contenção de despesas, prevendo uma economia de Cr\$ 36 milhões (1). Paralelamente, reduziu fortemente, em termos reais, os empréstimos da carteira de crédito geral do Banco do Brasil. Como estes recursos, como vimos, constituem base monetária, o efeito se fez sentir de imediato sobre os bancos comerciais que se viram em meio a uma crise nos meses de Maio e Junho. As autoridades monetárias tiveram, então, de liberar o compulsório (Instrução nº 207, de 08.06.61) e facilitar o redesconto (Instrução nº 208, de 27.06.61), para neutralizar os efeitos da crise.

No segundo semestre, uma grave crise política se abateu sobre o País com a renúncia do Presidente Quadros e a adoção do regime parlamentarista como forma de conciliar a pressão popular pela posse imediata do Vice-Presidente Goulart e a oposição militar. Até o final do ano, em meio à grande tensão política, foi impossível às autoridades monetárias controlar a expansão dos meios de pagamento. O ano fechou com um déficit de caixa do Tesouro de Cr\$ 137 milhões. Deste montante, o Banco do Brasil creditou o Tesouro em Cr\$ 128,5 milhões. Desta forma, o déficit do Tesouro se transmitiu integral e automaticamente sobre o setor criador de moeda. Pode-se mostrar como este déficit se transformou em expansão primária de meios de pagamento.

(1) Decreto nº 51.058, de 26 de Julho de 1961, chamado 'Plano de Emergência'.

				Variações Anuais em Cr\$ Milhões
<b>Tesouro</b>				
1. Déficit de caixa do Tesouro				137,5
2. Financiamentos	2.1	LTN -	1,5	
	2.2	Outros -	8,1	9,6
3. Cobertura pelo Banco do Brasil				128,9
<b>Autoridades Monetárias</b>				
1. Cobertura déficit Tesouro Nacional				128,9
2. Demais aplicações (líquidas)				9,9
3. Total aplicações internas				138,8
4. Operações Cambiais				107,9
5. Recursos Controle Cambial				-25,8
6. Demais Contas				-91,6
7. Saldo Líquido				129,3
<b>Financiamento do Saldo</b>				
1. Papel-moeda em circulação				98,0
2. Recursos dos Bancos Comerciais (líquidos)				31,3
3. Total				129,3

Fonte: Relatório da SUMOC, 1961.

A expansão da base monetária, no entanto, inclui não somente a emissão de papel-moeda, mas compreende também os aumentos nos depósitos no Banco do Brasil (veja a seção 6.5.1 para uma análise detalhada desta conta). Assim, a expansão total nos meios de pagamento teve, em 1961, o seguinte perfil:

	Variações Anuais em Cr\$ milhões	
1. Papel-moeda em poder de público	86,4	Total da base monetária = 177,8
2. Depósitos no Banco do Brasil	91,4	
3. Depósitos nos Bancos Comerciais	172,6	
4. Total	350,4	

Fonte: Movimento Bancário Brasileiro e Relatórios da SUMOC. Os dados do Movimento Bancário para 1961, 62 e 63 estão incorretos no que se refere à Caixa do Banco do Brasil. No quadro acima os valores foram corrigidos.

O exercício acima foi realizado para detalhar o argumento e ele é válido para todos os anos de 1961 a 1963.

O ano de 1962 foi decisivo para o período analisado. Sob o ponto de vista econômico marca o início da recessão que se prolongaria pelos próximos quatro anos. Em termos da política monetária e de crédito, observamos a atuação desesperada das autoridades monetárias no sentido de conter a expansão dos meios de pagamento sem resultado significativo. Com relação ao setor externo, o ano foi marcado pelo debate e aprovação da Lei de Remessas de Lucros para o exterior. Finalmente, sob o ponto de vista político, a crescente organização e mobilização das camadas populares levou o já débil regime parlamentarista a uma situação cada vez mais instável.

O orçamento votado no Congresso indicava uma despesa de Cr\$ 574 milhões para uma receita estimada em Cr\$ 439 milhões resultando, portanto, um déficit orçado em Cr\$ 134 milhões. Em realidade, a este déficit deveriam ser acrescidos os compromissos transferidos do ano anterior, a liquidação de resíduos passivos, eventuais créditos abertos no exercício, os adiantamentos a entidades governamentais e de economia mista e o reajustamento dos servidores civis e militares. Este conjunto faria elevar o déficit ao vultoso montante de Cr\$ 500 milhões (1). Por outro lado, a elevação de preços durante 1961 havia sido de 48% e com este déficit estimado temia-se uma situação explosiva de hiperinflação.

(1) Cerca de 1,5 bilhões de dólares de 1962.

Tratou o governo de novamente procurar reduzir seus gastos, desta vez combinado uma contenção do crédito bancário. Por um lado fez um plano de cortes orçamentários, basicamente transferindo para a dívida flutuante os itens desconsiderados, adiando para 1963 o pagamento de diversas obras (1). O déficit projetado alcançou Cr\$ 166,3 milhões. Paralelamente, através da Instrução nº 225 (de 19.05.62) elevou o depósito compulsório dos bancos comerciais de 14% para 22% para os depósitos à vista e de 7% para 14% para os depósitos a prazo.

Neste ponto é importante examinar quais os reais instrumentos de política com que contavam as autoridades monetárias para restringir a expansão do crédito. Dos instrumentos clássicos, as operações de mercado aberto eram inexistentes posto que não havia um volume de Letras do Tesouro em circulação no montante suficiente para dar a necessária flexibilidade ao instrumento. Por outro lado, as Letras eram colocadas compulsoriamente junto ao público - basicamente importadores e exportadores - visto que as autoridades monetárias não podiam oferecer taxa de juro acima da legalmente permitida (12% a.a.), o que, face a taxas de inflação da ordem de 50%, inviabilizava a tomada voluntária.

Pela mesma razão, o redesconto não podia ser operado a taxas punitivas que induzissem os bancos a só recorrer a esta fonte quando tivessem realmente necessitando de caixa (2). O limite era fixado pelo volume da assistência financeira que cada banco poderia ter, equivalente a um múltiplo de seu capital. O comportamento dos bancos neste particular era bem diferenciado. Os grandes e tradicionais bancos, por razões de prestígio, jamais recorriam ao redesconto, enquanto que os bancos pequenos estavam permanentemente no teto permitido.

O depósito compulsório, como se sabe, é um instrumento lento e de grande impacto. Por esta razão, as autoridades monetárias relutavam em propor seu aumento fazendo-o apenas em ocasiões excepcionais. Ademais, a sua elevação dependia de autorização do Congresso, o que tornava o processo bastante inflexível.

As autoridades monetárias contavam, no entanto, com dois 'instrumentos' heterodoxos, isto é, mecanismos que de uma forma ou de outra controlavam a expansão dos meios de pagamento. O primeiro referia-se à manipulação dos empréstimos das diversas carteiras do

(1) Decreto nº 764, de 20.03.62.

(2) A Instrução 153, de 09.04.58, havia fixado as seguintes taxas para o redesconto: 4% para títulos de operações agrícolas, 8% para 'warrants' e 10% para notas promissórias e letras de câmbio (taxas anuais).

Banco do Brasil. O papel efetivo do Banco do Brasil como parte das autoridades monetárias será discutido no próximo Capítulo. No momento é suficiente observar que as variações nos depósitos do Banco do Brasil correspondem a uma variação na base monetária. Assim, as autoridades monetárias podiam regular a base monetária pela maior ou menor facilidade de crédito concedido pelo Banco (1).

O segundo estava ligado às operações de câmbio e referiam-se simplesmente à compra e venda de divisas ou, como era mais comum, à venda de 'Promessas de Venda de Câmbio' (PVC). O governo 'emitia' a PVC mas sem entregar imediatamente as divisas. Mais tarde, ao liquidar a operação era obrigado a comprar essas divisas para entregá-las ao importador pagando uma taxa de câmbio mais elevada ao exportador. Tudo se passava como se esta diferença de câmbio correspondesse ao 'juro' pago pelo Governo pela emissão de seu título (PVC).

Cabe observar que, comentando o Plano de Estabilização, a Confederação Nacional da Indústria (CNI) através de seu órgão oficial, Desenvolvimento e Conjuntura, criticou violentamente o esquema, receando que as medidas fossem muito fortes e implicasse uma recessão (D & C, Abril, 1963). A alternativa proposta pela CNI foi um conjunto mais brando de medidas: 'As observações acima não nos impedem de reconhecer que a situação se agravou de tal forma que medidas radicais devem ser tomadas, e estas não poderão deixar de afetar desta ou daquela maneira o ritmo de capitalização do País. Não cremos, entretanto, que se deva chegar ao extremo do programa de estabilização que ora nos é proposto'. (Idem). A importância deste ponto ficará clara quando se analisar as reações ao Plano Trienal.

A execução durante o ano foi semelhante aos planos anteriores. Até o final do 1º semestre foi possível manter o déficit de caixa dentro dos limites programados. No entanto, a pressão sobre os gastos é reconhecidamente maior no 2º semestre, e efetivamente, cresceu substancialmente o déficit mensal do Tesouro neste período, fechando o ano com um resultado negativo de Cr\$ 280 milhões, ainda assim transferindo Cr\$ 134 milhões para o exercício de 1963. Em um movimento de última hora para conter a expansão dos meios de pagamento, as autoridades monetárias baixaram a Instrução nº 233 em novembro dando opção aos importadores de em vez do depósito prévio recolhido ao Banco do Brasil por cinco meses, poderem adquirir Letras do Tesouro de um ano. Esperavam as autoridades que esta alternativa desse maior estabilidade aos recursos captados pelo governo. No

(1) A Carteira de Crédito Industrial e Agrícola (CREAI), na verdade, era bastante flexível dado ao alto grau de comprometimento com os programas setoriais do governo. A manipulação mencionada era feita basicamente através da Carteira de Crédito Geral (CREGE). No Plano de Estabilização de 1962, por exemplo, esta Carteira reduziu em termos reais seus empréstimos em 15% entre Janeiro e Junho daquele ano (Boletim Trimestral da SUMOC, Abril 1963, Quadro 1.7).

entanto, os importadores preferiram manter a opção do depósito posto que o sistema bancário passou a comprar os recibos de depósito com deságio, dando à empresa letras de câmbio como contragarantia. Apesar do juro pago pelas Letras, a expectativa de alta na taxa de inflação tornava o depósito a menor prazo uma alternativa mais atraente. Ainda assim, a colocação de Letras do Tesouro financiou ao final do ano cerca de 8% do déficit de caixa do Tesouro, sendo o restante coberto por empréstimos do Banco do Brasil. Isto implicou uma elevação dos meios de pagamento em cerca de 63% durante o ano e uma expansão nos preços de 51%.

Observe-se, portanto, que pelo segundo ano consecutivo o governo tentou arrefecer a marcha da inflação através de cortes orçamentários e por duas vezes frustraram-se estes objetivos pelo alto grau de inflexibilidade do gasto público (inflexibilidade dentro dos marcos institucionais, é claro) frente à impossibilidade de aceitar uma recessão mais prolongada.

### 5.3.3. Capitais externos e o balanço de pagamentos

Mencionamos anteriormente que sob o ponto de vista das relações com o exterior o ano de 1962 foi marcado pela discussão e aprovação da Lei de Remessa de Lucros para o exterior. Provavelmente desde a promulgação da lei que criou o monopólio estatal do Petróleo na década de 50 (Lei nº 2.004, de 1953) nenhuma outra matéria legislativa provocou tantos debates, artigos, entrevistas, ameaças e temores como a Lei de Remessa de Lucros.

O primeiro projeto à Lei foi apresentado ainda no governo Quadros e a discussão tomou mais de um ano. Politicamente jogou papel importante no período pois foi quase um divisor de águas entre as correntes chamadas de 'nacionalistas' e 'entreguistas'. Políticos, economistas e técnicos foram chamados a opinar e encontra-se na literatura abundante material a respeito. As opiniões divergiam desde aqueles que achavam que a Lei seria a pá de cal nos investimentos estrangeiros, àqueles que acreditavam que os investimentos estrangeiros viriam, agora, efetivamente colaborar com o desenvolvimento nacional (1). É curioso observar que, não obstante algumas modificações profundas, esta lei continua sendo o documento básico, até hoje, das ligações da economia brasileira com o mercado financeiro internacional.

(1) Inclusive, economistas respeitáveis como E. Gudín chegaram a considerar a Lei como uma vitória da corrente comuno-soviética desejosa de transformar o Brasil em uma autarquia independente do capital estrangeiro, e Glycon de Paiva via na Lei a primeira manobra contra a Aliança para o Progresso instituída em Punta del Este em 1961 (Carta mensal, Abril de 1962).

A lei, na verdade, se dispunha a disciplinar três aspectos das relações do Brasil com o exterior. Em primeiro lugar, criar um registro das entradas e saídas de capital, seja sob a forma de investimento seja sob a forma de empréstimo. Até então as autoridades monetárias não tinham nenhum registro e muito menos controle sobre os volumes de capital entrado no País e sua saída sob a forma de lucros, juros, etc. O único registro sistemático era aquele feito pela SUMOC para os projetos que desejassem se beneficiar de taxas de câmbio preferenciais caso fossem 'de interesse do País'.

Em segundo lugar, estabelecer as condições do retorno e dos rendimentos deste capital. Em particular, a lei finalmente aprovada (1) dedica longos artigos à definição das condições nas quais se poderiam efetuar pagamentos no exterior por conta de royalties, patentes e assistência técnica (2). Paralelamente, a lei buscava definir o conceito de reinvestimento de lucros para efeito de futuras remessas.

Em terceiro lugar, obrigar os residentes no País a declarar, sob pena de processo de enriquecimento ilícito, todos os bens possuídos no exterior. Este aspecto visava, obviamente, arrefecer as operações do mercado negro de divisas.

Os pontos cruciais em debate eram:

- i) a limitação de remessa anual de lucros a 10% do capital investido; toda a remessa acima deste limite seria considerada retorno do principal;
- ii) seria considerado reinvestimento aquela parcela do lucro não remetido quando poderia sê-lo, isto é, a diferença entre o efetivamente remetido e os 10% permitidos; todo o excedente seria contabilizado à parte e não poderia ser registrado para efeito de remessas futuras (3).

O projeto original submetido ao Congresso pelo governo Quadros penalizava a 'distribuição excessiva de lucros' através de um imposto progressivo. A Câmara dos Deputados, no entanto, fez diversas emendas e houve discussões aceras sobre as proposições de simplesmente limitar as remessas. Politicamente, a questão tornou-se ainda

(1) Lei nº 4.131, de setembro de 1962.

(2) Não teria sentido controlar a remessa de lucros e deixar aberta a porta para tais 'lucros disfarçados'.

(3) Os dados relevantes apresentados durante a discussão referiam-se à 'contribuição líquida' feita pelo investimento estrangeiro no Brasil em anos anteriores. De 1947 a 1961 o ingresso total foi de US\$ 823 milhões, enquanto as saídas totalizaram US\$ 595 milhões de lucros, US\$ 163 milhões como assistência técnica, e US\$ 169 milhões como royalties e patentes, produzindo um déficit líquido de cerca de US\$ 100 milhões (SUMOC, Relatório, 1963). É claro, não se fazia menção à renda e emprego gerados por estes investimentos.

mais delicada quando em fevereiro de 1962 o Governador do Estado do Rio Grande do Sul, Leonel Brizola, expropriou a Companhia Telefônica Nacional, uma subsidiária da ITT de Nova Iorque. A indenização foi fixada pelo governo estadual em US\$ 400.000 contra uma avaliação dos ativos, pela Companhia, de US\$ 10 milhões (1).

Não obstante o Presidente Kennedy em uma entrevista à imprensa em março tenha declarado que tais dificuldades (a expropriação e a Lei) não deveriam interferir no Programa da Aliança para o Progresso (AID) (2), estes fatos parecem ter paralisado o influxo de investimentos de capitais estrangeiros.

Na verdade, no primeiro semestre de 1962, refletindo a intensa discussão do texto final da Lei, o ingresso líquido de capital estrangeiro (privado e oficial) caiu bruscamente para US\$ 36 milhões, comparado com US\$ 154 milhões no primeiro semestre de 1961 e US\$ 116 milhões na segunda metade do mesmo ano.

Ao fim de 1962, o ingresso de investimento externo privado somou apenas US\$ 70 milhões, o menor valor desde 1955.

A situação geral do balanço de pagamentos refletiu, sem dúvida, estes eventos. A melhoria observada em 1961 deteriorou-se rapidamente e de um superávit de US\$ 55 milhões naquele ano, 1962 fechou com um déficit de US\$ 340 milhões, que, excluindo 1960, foi o mais elevado desde 1952.

Contribuíram para este déficit basicamente o comportamento das exportações e do movimento de capitais. As exportações caíram cerca de US\$ 200 milhões em virtude da queda nas cotações do café e da lentidão com que a taxa cambial foi reajustada. A conta de capital, que em 1961 havia provido o País com US\$ 676 milhões líquidos, caiu para US\$ 290 milhões pelas razões expostas acima.

(1) No Decreto de expropriação o Governador acusava a Companhia de não prover serviços telefônicos adequados. Por outro lado, a Companhia alegava que a ação do Governo de fixar as tarifas em níveis artificialmente baixos tinha sido um desincentivo à reinversão de lucros ou à importação de equipamento novo do exterior.

(2) Bolsa, 10.03.62, nº 663.

O financiamento deste déficit enfrentou sérias dificuldades no correr do ano. Já em fevereiro, noticiou-se que o FMI estava aguardando ações mais efetivas do governo brasileiro no combate à inflação e na estabilização do valor externo do cruzeiro antes de liberar o remanescente do crédito 'stand-by' de US\$ 160 milhões negociado em 1961. Os bancos europeus, que em seu conjunto haviam concordado com um empréstimo de US\$ 110 milhões também em 1961, da mesma forma aguardavam a solução das discussões entre as autoridades brasileiras e o FMI antes de liberar o saldo de US\$ 80 milhões (1). Na verdade, até o final do ano o FMI não liberou o montante previsto e os bancos europeus autorizaram um saque de apenas US\$ 22 milhões. O déficit teve de ser fechado por operações de 'swap', atrasados comerciais e por redução das reservas.

O Brasil entrava, assim, naquele que seria o ano decisivo em termos políticos, em uma situação grave em termos econômicos: o setor público financiando crescentemente seus gastos através da expansão dos meios de pagamento, o setor externo com enorme déficit e com pouca disposição de financiamento por parte dos organismos privados e públicos internacionais, uma inflação crescente, e um compromisso com o desenvolvimento que não dava margem de manobra para ações mais drásticas no campo fiscal e monetário. Na verdade, o ano de 1963 seria o último ano de democracia representativa, e os acontecimentos daquele ano fariam o país mergulhar em mais duas décadas de autoritarismo militar.

#### 5.4. Crise e Recessão

A crise e recessão da economia brasileira de 1963 a 1966 foram objeto de diversas interpretações, sob os mais variados pontos de vista, mas todas, a nosso juízo, carecem de uma forma ou de outra de uma visão integrada de todos os fatores envolvidos. Algumas delas fazem a análise em um alto nível de abstração sem se preocupar em dar as evidências necessárias a fundamentar a interpretação. Outras examinam os números com acuidade mas se perdem quando procuram integrá-los em uma visão mais ampla. Não é nosso objetivo aqui procurar resolver esta questão, mas apenas, à luz das evidências disponíveis e das interpretações realizadas, procurar entender o que se passou naqueles quatro anos e como a economia brasileira retoma seu dinamismo a partir de 1967.

(1) Bolsa, 27.01.62, nº 660.

#### 5.4.1. Interpretações da crise 1963/66

As interpretações existentes podem ser separadas em dois grupos básicos. Primeiro, aquelas que vêm na crise e recessão 1963/66 uma consequência lógica do modelo de crescimento da economia brasileira no pós-guerra, e em especial na forma de desenvolvimento a partir de 1955; e segundo, aquelas que entendem o que se passou como apenas fenômenos conjunturais sem nenhuma relação com o modelo de crescimento. Dentro de cada grupo, é claro, há diferenças marcantes entre as várias análises e, como um todo, não há consenso de opinião. Há um terceiro grupo, com interpretações puramente descritivas e apologéticas, mas irrelevantes a nível teórico, cujas posições serão de importância mais adiante pelo fato de que seus autores se tornaram os condutores da política econômica a partir de 1964, e não nos ocuparemos delas no momento.

A primeira interpretação, ainda que não cronologicamente, é a tese clássica de Furtado sobre o esgotamento do processo de substituição de importações na América Latina (Furtado, 1966, Cap. 3 e 4). Se bem que desenvolvido a nível genérico da América Latina, é evidente que o argumento se faz centralmente sobre a economia cafeeira do Brasil.

Furtado examina a integração das economias latino-americanas nas correntes de comércio internacional a partir da segunda metade do Século XIX e procura analisar quais as transformações engendradas no interior dessas economias. No caso específico da economia brasileira, cujos rasgos marcantes eram a oferta ilimitada de terra e mão-de-obra (escrava) abundante, Furtado mostra através de um modelo de três setores (pré-capitalista/subsistência, exportador e bens de capital para o setor exportador), que a expansão das exportações, não obstante elevar a produtividade do trabalho e a remuneração média do trabalhador, ocorre paralelamente com a redução da participação do trabalho na renda global gerada na agricultura, isto é, uma crescente concentração da renda nas mãos da classe proprietária-capitalista.

A demanda por bens de consumo destas classes de alta renda, atendida basicamente por importações, iria pautar o padrão de industrialização que se forma a partir do colapso do modelo primário-exportador na década de 30. A brusca queda na capacidade para importar incentivava a produção interna de bens antes importados e a economia modificou sua estrutura produtiva reduzindo a participação das importações na oferta global. Agregaram-se dois novos setores - bens de consumo e bens de capital - aos pré-existentes, ocupando o espaço deixado pelo corte nas importações. Esses setores, no entanto, exigiam uma dotação de capital por unidade de trabalho crescente e mais elevada que o setor exportador. Para Furtado, então, "... surge um processo de concentração de renda que atua em dois sentidos. Por um lado, tende a elevar o coeficiente de capital, dando lugar a um mecanismo cumulativo pois o aumento no coeficiente de capital por unidade de trabalho

causa outra concentração de renda se a taxa de salário é estável. Por outro lado, tende a reduzir a taxa de crescimento como consequência do declínio na relação produto/capital'. (Furtado, 1966, pág. 80). Portanto, em síntese '... a existência de um setor pré-capitalista com características semi-feudais, junto com um setor industrial que absorve tecnologia com crescentes coeficientes de capital, dá lugar a um padrão de distribuição de renda que direciona a alocação de recursos de forma a reduzir a eficiência (dos investimentos) e concentrar ainda mais a renda, em um processo de causação circular. No caso geral, o declínio na eficiência econômica causa diretamente a estagnação econômica. Nos casos específicos, a crescente concentração da renda e a contrapartida da população desempregada, que flui para as áreas urbanas, cria tensões sociais que, por si mesmas, tornam o processo de crescimento inviável'. (Ibid., pág. 86).

Dois anos depois, no limiar, portanto, do novo ciclo expansivo da economia brasileira, Furtado complementou a análise acima com um esboço de políticas necessárias a promover uma aceleração da taxa de crescimento, através do rompimento de uma série de barreiras estruturais, sem o que a economia permaneceria estagnada (Furtado, 1968). Todas as políticas propostas eram conduzentes a desconcentrar a renda objetivando dinamizar os setores industriais paralisados pelo esgotamento do mercado.

Não obstante este esquema teórico ter sido contundente e, a nosso juízo, definitivamente criticado por Tavares e Serra (1971), a realidade dos fatos foi suficiente para mostrar os erros de interpretação, posto que a partir de 1968 a economia brasileira retomou um vigoroso ritmo de crescimento sem ter necessidade de modificações profundas das do tipo proposto por Furtado.

O segundo conjunto de interpretações sobre a desaceleração do crescimento na economia brasileira na primeira metade da década de 60 está ligado aos trabalhos de M. C. Tavares (UN, 1964; Tavares e Serra, 1971; Tavares, 1974). A visão alternativa contida nestes trabalhos, ainda dentro das análises de longo prazo, é que a crise e recessão, não obstante ligadas ao esgotamento do processo de industrialização por substituição de importações, foram passos intermediários para o rearranjo (basicamente institucional) da economia com vistas a permitir o deslanche de um novo ciclo de crescimento, dentro dos mesmos padrões gerados a partir do final da 2ª Guerra Mundial.

Já no ensaio de 1964 era observado que o esgotamento do processo de substituição de importações, antes de conduzir à estagnação, 'no caso brasileiro houve uma considerável diversificação fruto do processo de substituição de importações alcançando uma ampla categoria de bens de capital; assim o problema não é a impossibilidade de prosseguir com a

substituição mas sim que os vários impulsos induzidos estão quase esgotados' (pág. 60). Por outro lado, a perda de dinamismo do setor de bens de consumo (limitado agora ao crescimento da renda) teria de ser substituído pelo setor de bens de capital. Assinalava-se, então, que o estímulo ao crescimento deste setor só poderia ser induzido pelo setor público, pois este era o único setor capaz de lançar um conjunto de projetos na magnitude e composição adequados a uma retomada na taxa de investimento e conseqüentemente elevar a taxa de crescimento.

Nos trabalhos seguintes, Tavares modificou e refinou esta visão. A idéia básica do esgotamento do processo substitutivo permanecia, mas a crise e recessão de 1963/66 era vista como consequência do término do impulso gerados pelo pacote de investimentos ligado ao Plano de Metas que havia ocupado o mercado pré-existente. Para que se mantivesse o crescimento, teria sido necessário introduzir seqüencialmente uma nova onda de investimentos em novos setores da economia.

Paralelamente, os seguintes aspectos eram sublinhados. Em primeiro lugar, a capacidade criada no ciclo anterior deixara uma enorme margem de ociosidade em diversos ramos industriais, notadamente no setor de bens de capital, o que deprimia ainda mais a taxa de crescimento. A escala dos novos projetos de investimento superou a demanda corrente no início do período de expansão. Portanto, o bloco de investimentos alterou dramaticamente o perfil produtivo sem ter alterado significativamente a estrutura da demanda. Conseqüentemente, em segundo lugar, a forte concentração da renda em uma pequena cúpula da população limitava a expansão e diversificação do consumo dos grupos de rendas médias, justamente aquele que poderia garantir a demanda aos novos setores recém-instalados. Em terceiro lugar, o descontrole dos mecanismos de propagação da inflação fez com que esta perdesse sua funcionalidade como agente financiador da expansão. Os esquemas de financiamentos público e privado entraram em rápido colapso.

Uma interpretação alternativa está ligada à idéia de que o setor externo teria sido o causador da crise. O autor mais conhecido desta versão é Leff (1967). Este constrói sua própria estimativa da formação bruta de capital fixo, concluindo que nos anos de 1961 e 1962 esta elevou-se a taxas superiores a 10% e que portanto não poderia ter sido uma queda no investimento o causador da crise e recessão. À falta de uma explicação alternativa de fatores que poderiam ter feito declinar a taxa de crescimento, Leff sugere que a restrição ao crescimento da economia brasileira foi consequência de uma oferta insuficiente de importações.

Leff apresenta a série 1947/63 das taxas de crescimento do PIB e das importações (1), observando que o quantum destas últimas caiu em 1961/62, crescendo em 1963. Isto é suficiente para Leff concluir que foram as importações as responsáveis pelo declínio na taxa de crescimento nestes anos. O que Leff não explica é como estas restrições à importação operavam. Não havia nenhuma restrição à importação desde que se pagassem os depósitos e taxas correspondentes. Em **nenhum** momento deste período houve proibição de importação de qualquer produto. Mesmo os produtos de consumo conspícuo eram importados pela Categoria Especial, onde, é certo, a oferta de divisas era controlada, mas sem grandes restrições. Na Categoria Geral, onde estavam os bens de capital, não havia restrições. Quando não havia divisas disponíveis a solução era a formação de atrasados comerciais que foram uma constante neste período. Por outro lado, Leff não consegue explicar como em 1963, não obstante a elevação das importações, tanto a taxa de investimento cai como o PIB cresce apenas 1,6%, em condições em que o balanço de pagamentos teve desempenho relativamente melhor que em 1962 (2). O artigo de Leff, na verdade, pouco explica a respeito da crise e recessão de 1963/66.

Uma linha completamente distinta é a tomada por Morley (1971). Ele desagrega os dados anuais de 1963/66 e mostra que, ao contrário de uma recessão de longo prazo, as baixas taxas de crescimento e as altas taxas de inflação no período foram resultantes do comportamento de **alguns** trimestres apenas, dando a falsa impressão de uma tendência de longo prazo. Este tipo de análise tem, a nosso juízo, duas deficiências. Por um lado, depende de dados trimestrais nem sempre mais confiáveis que os dados agregados para o ano. Em segundo lugar, há uma armadilha metodológica insolúvel. Na verdade, o fato de os dados trimestrais mostrarem flutuações entre si não significa que se invalida a análise de tendência de longo prazo. Uma tendência declinante de longo prazo não se configura apenas quando uma variável se modifica monotonicamente em todos os trimestres. Se assim fosse, o mesmo se poderia dizer dos dados trimestrais caso se dispusesse de dados semanais ou diários. Não há limite teórico para a desagregação e nunca se poderia concluir nada a respeito de tendência de variáveis econômicas. Após analisar as causas da inflação no período, Morley apresenta sua versão para as dificuldades enfrentadas pela economia brasileira como consequência das restrições ao crédito presentes nas diversas políticas de estabilização a partir de 1963 (3).

(1) Não obstante não seja dito no texto (pág. 497, op. cit.), as importações são calculadas pelo seu quantum e não pelo seu valor.

(2) O que parece certo é que Leff quis levar às últimas consequências a expressão da CEPAL 'estrangulamento externo', que para esta era a promotora do processo de industrialização por substituição de importações. Fica claro que Leff não apreendeu bem as idéias da CEPAL quando quer mostrar que a política do governo não soube lidar efetivamente com a depressão no crescimento da economia e cita uma passagem do Plano Trienal (pág. 498-99) onde tenta mostrar que a política dominante seria a de tornar o Brasil uma economia independente de importações. O referido trecho do Plano Trienal, no entanto, faz menção explícita que a economia já não é dependente da **demanda** externa, isto é, da demanda por exportações, e não importações (sob o ponto de vista do Brasil).

(3) É curioso que Morley não se preocupa com as políticas de estabilização de 1961 a 1962, o que certamente enfraqueceria seus argumentos.

O ponto central de seu argumento é que a sucessão de políticas de 'stop and go' no período deixou as empresas sem capital de giro e conseqüentemente sem poder elevar a produção corrente. Assim, a capacidade ociosa que aparece não é consequência de uma queda na demanda efetiva, mas sim uma consequência da impossibilidade de produzir face à escassez de recursos financeiros.

Os dados que apresenta não são convincentes posto que argumenta com a queda nos empréstimos dos bancos comerciais ao comércio e à indústria. Estes dados, como vimos no Capítulo 2, fazem parte de uma série de longo prazo declinante de 1950 a 1967, e os anos de 1963/66 não foram peculiares a respeito. Ademais, alega (pág. 203) que os recursos dos bancos comerciais eram drenados para cobrir os déficits do setor público, o que no caso brasileiro **não** ocorria. Morley também não compreende o papel do Banco do Brasil como autoridade monetária ao observar que '... os depósitos do público no Banco do Brasil eram crescentemente canalizados não para empréstimos privados e sim usados para eliminar o déficit do governo' (pág. 200) (1). Assim, a explicação de Morley é fraca e não é coerente com o que ocorreu no período.

Finalmente temos a interpretação feita por Wells em um dos trabalhos mais completos sobre o período (Wells, 1977, especialmente cap. 5, 6 e 7). O argumento de Wells segue a mesma linha iniciada por Morley: i) não houve uma recessão de longo prazo mas sim uma sucessão de mini-booms e mini-recessões, e ii) a causa da recessão, e que foi causa de tudo, foi a política de crédito adotada em 1963 pelo Plano Trienal. Wells é muito enfático em suas conclusões quando afirma que '... o ciclo de expansão da economia brasileira, iniciado nos meados dos anos 50 foi levado a um término brusco pelo Plano Trienal de Furtado-Dantas implementado ao início de 1963; a recessão industrial não se iniciou antes de 1963, mas, uma vez ocorrendo, afetou todos os setores de atividade simultaneamente. Ao concluir, então, estamos rejeitando explicitamente a visão daqueles que explicaram a recessão em termos da limitação do mercado, da 'exaustão' das possibilidades de substituição de importações, da ausência de um novo 'bloco' de investimentos, das restrições de importação para a manutenção da produção corrente, da redução no investimento estrangeiro, da perturbação causada pela crise política, e assim por diante' (pág. 235, aspas no original).

Para provar seu ponto, Wells examina o comportamento desagregado do setor produtor de bens de consumo duráveis, em especial eletrodomésticos. Todos os setores mostram uma queda na produção em 1963 (à exceção de televisores). A explicação dada para este resultado está na restrição de crédito imposto à economia no primeiro trimestre do ano por

(1) Parece, inclusive, que Morley não entende como são criados os depósitos bancários.

força do Plano Trienal (1). O que Wells não explica é como estes mesmos eletrodomésticos decrescem sua produção nos anos seguintes (pelo menos até 1965) se a política de crédito do Plano Trienal durou apenas três meses. Isto é, Wells não consegue explicar como uma restrição de crédito de 3 meses provoca uma recessão de 3 anos no setor. A única saída, na verdade, é a mesma de Morley, isto é, uma análise de curto prazo (trimestral) onde a tendência de longo prazo desaparece.

Para mostrar a influência de restrição creditícia sobre a produção industrial, Wells apresenta abundante evidência qualitativa, citando queixas dos diversos setores afetados pela restrição (2). O mecanismo de transmissão da restrição de crédito sobre a demanda era dado, segundo Wells, pela forte dependência da venda de bens de consumo durável às vendas a crédito. Assim, o comércio transmitia diretamente à indústria a falta de crédito, e esta, por sua vez, não tinha condições de sustentar a produção corrente.

O que parece contraditório na análise de Wells é que ele mesmo reconhece que a restrição creditícia foi tão somente a causa imediata da recessão. 'A causa mais fundamental da crise econômica estava na impossibilidade da economia acomodar todas as demandas competitivas (por um nível crescente de investimento, de consumo privado e de gasto público) exercidas sobre ela; isto resultou em aceleração da inflação e, face ao lento crescimento na capacidade para importar (afetada parcialmente também pelas pressões de excesso de demanda), na necessidade de maiores e contínuos ingressos de capital' (pág. 237, grifo nosso). Ao abandonar a análise de longo prazo, Wells deixa de explicar como um excesso de demanda (isto é, uma escassez de poupança) pode gerar uma crise (se é que, de resto, houve alguma); a não ser que, como sugere a citação acima, tenha havido uma restrição de importação à la Leff que impedisse a importação de bens de capital. Infelizmente Wells não analisa (a menos de pontos marginais) o processo inflacionário e é forçado a aceitar a tese da escassez de poupança. Esta, no entanto, é contraditória com uma situação de recessão, muito menos de crise.

Wells, na verdade, não perde a oportunidade de criticar um confesso estruturalista por ter adotado medidas ortodoxas monetaristas na tentativa de controlar a inflação. Para isso, então, descarrega toda a responsabilidade da recessão de pelo menos três anos sobre o Plano Trienal de Furtado. Ao fazer isto, no entanto, comete um erro fundamental ao afirmar que 'A solução adotada tanto por Furtado-Dantas em 1963 como pelos governos

(1) Ainda que haja algumas contradições quando diz que em 1962 'a aceleração da inflação levou os indivíduos a fugir da liquidez' (pág. 212) e portanto estimulou o consumo, mas em 1963 observa que a inflação do 1º trimestre deprimiu o consumo (pág. 214).

(2) É inexplicável que Wells não faça o mesmo para as tentativas de estabilização de 1961 e 1962 onde certamente encontraria material tão abundante como em 1963 culpando o governo pela má situação dos negócios.

militares pós-1964, repousava na tentativa de elevar a capacidade de poupança da economia e sua capacidade para importar: cortes na despesa corrente do governo, a **redução na relação entre o crescimento do salário real e o crescimento da produtividade** e maiores incentivos aos exportadores foram os principais elementos da estratégia governamental a partir de 1963' (pág. 237, grifo nosso).

A citação estaria correta se não contivesse a menção à política salarial que em nenhum momento foi proposta por Furtado e sim pelos governos pós-1964 através da 'fórmula mágica' de revisão salarial (ver seção 5.6). É certamente incorreto da parte de Wells colocar Furtado e Campos juntos na mesma política salarial. Infelizmente Wells não analisa a política anti-inflacionária pós-1964 com o mesmo rigor com que analisou o Plano Trienal.

No Capítulo 7 Wells examina o comportamento do investimento para verificar se a desaceleração do crescimento não poderia ter vindo de uma queda na taxa de investimento. Após rejeitar os dados oficiais de formação bruta de capital fixo, Wells constrói um índice próprio, onde mostra que o investimento caiu somente em 1963, tendo crescido a taxas significativas em 1960, 1961 e 1962.

A análise de Wells está sujeita aos seguintes comentários: em primeiro lugar é difícil de aceitar que a taxa de investimento estivesse crescendo a níveis tão elevados durante 1960/62 e a taxa de crescimento estivesse caindo em 1962 e 1963, isto é quando os efeitos destes investimentos provavelmente estivessem amadurecendo. Em segundo lugar, Wells não aceita nenhum intervalo entre a decisão de investir e a realização do investimento, isto é, para ele as decisões são instantaneamente transmitidas à economia (1). Assim, ele não pode concluir que a decisão de não investir em 1963 possa ter sido tomada em 1962, mas tem que aceitar que a decisão foi consequência da restrição creditícia de 1963 (2). Em terceiro lugar, Wells não explica porque o investimento externo caiu em 1963 e foi mantido a níveis extremamente baixos de 1964 a 1966. Sua conclusão, então, é que, não obstante a queda em alguns setores de ponta, o investimento global foi mantido e portanto não pode ser apontado como causa da recessão 1963/66.

(1) Isto fica claro quando ao analisar os efeitos da Instrução 204 em 1961 (pág. 206) Wells aceita a alegação de um porta-voz da ANFAVEA de que as reformas de Março ao afetar o preço do petróleo, fertilizantes e fungicidas, paralisaram a agricultura naquele ano a partir de abril e implicaram em uma queda na demanda por caminhões - cuja produção cai exatamente a partir daquele mês. Tal rapidez de resposta da demanda, oferta e produção não pode ser facilmente aceita.

(2) Neste caso, isto é, se não há intervalo, a taxa de investimento crescendo 23% em 1962 (dados de Wells), para gerar um aumento do PIB em 5,3%, e supondo uma taxa de investimento de 16% do PIB como era o caso, os demais itens de dispêndio teriam de ter crescido apenas 1,85%. O que, então, estaria induzindo investimentos tão pesados naquele ano?

#### 5.4.2. O desempenho econômico de 1963/66

A recessão que se abateu sobre a economia brasileira no período 1963/66 foi fruto da conjugação de diversos fatores. Sem nos preocuparmos com o momento exato da queda no investimento, parece claro que o Plano de Metas representou uma forte elevação do nível de investimento público e privado e que, em algum momento, seria de se esperar uma diminuição em seu ritmo quando a capacidade instalada começasse a entrar em plena operação. Em segundo lugar, por razões que serão discutidas mais adiante, a aceleração da inflação no início da década foi eliminando gradualmente os mecanismos implícitos de financiamento neste processo e estrangulando financeiramente tanto o setor público como o setor privado. Em terceiro lugar, as políticas de estabilização adotadas no período tiveram como conseqüência, principalmente a partir de 1963, sucessivas crises de demanda corrente, sancionando assim, de forma indireta, as sombrias expectativas de crescimento nos períodos imediatos, com reflexos sobre a taxa de investimento. É nosso objetivo, no que se segue, examinar estes diversos aspectos. O Quadro 5.5. compara o desempenho de diversos setores da economia no período 1957/62 com o triênio 63/64/65. Pode-se observar que os setores listados, à exceção de 4, declinam fortemente suas taxas de crescimento entre os dois períodos. Nos setores ditos de ponta, isto é, aqueles que se instalaram praticamente no período do Plano de Metas e que lideraram o crescimento da indústria como um todo, a queda é dramática (material elétrico e comunicações, material de transporte, química e borracha). O mesmo ocorre nos dois ramos básicos da indústria de bens de capital (metalúrgica e mecânica) que, como seria de se esperar em um ciclo de baixo nível de investimento, praticamente não crescem ou mesmo reduzem sua produção. Os ramos ditos tradicionais - isto é, estabelecidos em períodos pretéritos e correspondentes basicamente a bens de consumo não-duráveis - apesar de crescerem a taxas baixas (em geral próxima da taxa de urbanização do período), caem mais ainda no período 1963/65 fruto, como veremos, da política salarial imposta no período pós-1964. Os ramos que podem ser considerados como de insumos para outras indústrias (minerais não metálicos e madeira) também sofrem com a desaceleração do crescimento, decrescendo sua produção no triênio 1963/65. Da mesma forma, a construção civil sofre redução substancial em sua produção posto que parte importante da formação bruta de capital fixo é sob a forma de novas plantas e instalações.

O setor agrícola, ao contrário, não parece ter sofrido maiores conseqüências da desaceleração industrial, não reduzindo significativamente seu crescimento entre um período e outro, exceção aos produtos de exportação, como resultado da redução nas safras de café no período (1).

Estas evidências, portanto, apontam para a conclusão de que efetivamente a economia brasileira, em particular o setor industrial, após um período de vigorosa expansão, atravessou no período 1963/65 uma recessão em sua atividade produtiva. Com isto não

(1) A produção anual de café no período foi (em milhões de sacas): 1960 - 30,0; 1961 - 38,0; 1962 - 29,8; 1963 - 25,7; 1964 - 15,5 (APEC, 1967, Quadro 1.8).

estamos rejeitando a hipótese de Morley-Wells de que teriam havido flutuações de curto prazo. As flutuações, é verdade, ocorreram, mas no entanto superpostas por uma tendência ao declínio global da atividade nos três anos examinados. O que estamos explicitamente rejeitando é a hipótese de que a política monetária adotada no período (em particular aquela ligada ao Plano Trienal) foi responsável por deflagrar a crise de três anos. Uma recessão tão prolongada deve ter suas causas buscadas em fatores mais profundos que simplesmente a política de crédito. Em particular, é imprescindível examinar o comportamento do investimento no período já que este é a variável estratégica do crescimento econômico.

Quadro 5.5

Taxas de Crescimento Reais da Indústria e Agricultura (%)  
1957/62 e 1963/65

	1957/62		1963/65	
	(1)	(2)	(1)	(2)
1. Indústria Extrativa Mineral	92,8	11,6	60,9	17,2
2. Indústria de Transformação	84,9	10,8	-0,2	0,0
2.1 Minerais Não-metálicos	32,8	4,8	-4,4	-1,5
2.2 Metalurgia	90,7	11,4	5,5	1,8
2.3 Mecânica	105,4	12,7	-8,5	-2,9
2.4 Material Elétrico	225,9	21,8	16,4	5,2
2.5 Material de Transporte	622,1	39,0	-0,2	0,0
2.6 Madeira	66,0	8,8	-16,6	-5,9
2.7 Mobiliário	-	-	-	-
2.8 Papel	47,0	6,6	12,2	3,9
2.9 Borracha	111,5	13,3	1,2	0,4
2.10 Couros e Peles	6,3	1,0	32,4	9,8
2.11 Química	120,5	14,1	9,7	3,1
2.12 Têxtil	34,3	5,0	-14,8	-3,8
2.13 Vestuário e Calçados	-	-	0,7	0,2
2.14 Alimentos	74,5	9,7	-4,2	-1,4
2.15 Bebidas	31,1	4,6	-0,9	-0,3
2.16 Fumo	35,8	5,2	-5,5	-1,9
2.17 Editorial e Gráfica	-	-	-	-
2.18 Outras	-	-	-	-
3. Construção Civil	25,3	3,8	-21,2	-7,6
4. Serviços Industriais de Utilidade Pública	71,5	9,4	14,6	4,6
5. TOTAL DA INDÚSTRIA	79,6	10,3	0,4	0,1
6. Lavouras - Total	44,7	6,4	19,0	6,0
6.1 Produtos de Consumo Interno	36,0	5,9	25,9	8,0
6.2 Produtos de Exportação	52,0	7,2	-5,3	-1,8
7. Produção Animal	21,2	3,3	15,0	4,8
8. Produtos de Extração Vegetal	67,5	9,0	14,2	4,5
9. TOTAL DA AGRICULTURA	39,8	5,7	14,8	4,7

(1) Variação total no período

(2) Média anual

Fonte: Conjuntura Econômica, Setembro 1971.

Os dados de investimento no Brasil apresentam alguns problemas. As séries a preços correntes publicadas até 1973 eram baseadas no censo de 1959 e em uma extrapolação para os anos da década de 60 baseada em alguns indicadores de produção. Quando em 1969 foi realizado o novo censo, verificou-se que os valores projetados não correspondiam de longe ao valor daquele ano. Por esta razão, o órgão encarregado das Contas Nacionais do Brasil, a Fundação Getúlio Vargas, resolveu refazer a série, a partir de 1965, modificando a metodologia de forma a tornar os dados mais confiáveis. Esta nova série foi publicada em 1978 (Conjuntura Econômica, Outubro, 1978), e constitui a base com que iremos trabalhar. A questão a ser resolvida fica sendo o período anterior a 1965, cujos dados não foram atualizados pela FGV. A solução adotada foi a seguinte: as contas nacionais publicam também uma série de formação bruta de capital fixo a preços constantes baseada em uma série de indicadores físicos de bens de capital, cuja confiabilidade é razoável, ou pelo menos não é melhor ou pior que a de outros indicadores da FGV. Assim, a série a partir de 1965 foi extrapolada para 1959 a partir das taxas anuais de crescimento da série física, obtendo-se a série completa que nos interessa, isto é, 1959/69.

A segunda questão que aparece é a da desagregação da formação bruta de capital fixo. Para que se possa realizar uma análise do comportamento dos diversos agentes econômicos seria necessário conhecer a evolução da decisão de investir de cada um deles. Os dados da FGV fazem a separação entre setor público e setor privado, o que seria algum avanço. No entanto, um setor importante do governo, as empresas públicas produtoras de bens e serviços, estão agregadas ao setor privado. Uma solução parcial foi adotada. Existe uma estimativa da formação bruta de capital fixo das empresas públicas federais publicada em 1969 (1). Paralelamente, é possível estimar pelas contas nacionais a formação bruta de capital fixo do governo (isto é, exclusive empresas públicas), e assim, tem-se por diferença a formação bruta de capital fixo das empresas privadas, que, por este método, ainda contém os valores referentes às empresas públicas estaduais.

Os Quadros 5.6, 5.7 e 5.8 mostram a estimativa da formação bruta de capital fixo no período em análise. A separação dos três setores lança luz sobre o comportamento global da taxa de investimento dado que os determinantes do investimento em cada um deles é significativamente distinto. Na verdade a análise deve ser conduzida no sentido de identificar em cada um dos agentes as variáveis que influem sobre sua formação de capital, ao contrário das análises em geral realizadas que procuram dar uma explicação global para o comportamento da taxa de inversão o que não só as torna em geral fracas como se perde um grande número de informações.

(1) Revista Brasileira de Economia, 1969. Infelizmente a série só vai até 1965.

Formação Bruta de Capital Fixo em Todos os Níveis de Governo  
Milhões de Cruzeiros Constantes de 1952 e Taxas de Crescimento

	União				Estados				Municípios				Total					
	Federal		Autarquias		%		Cr\$		%		Cr\$		%		Cr\$		%	
	Cr\$	%	Cr\$	%	Cr\$	%	Cr\$	%	Cr\$	%	Cr\$	%	Cr\$	%	Cr\$	%	Cr\$	%
1955	7,1	-	2,8	-	4,8	-	1,2	-	4,8	-	13,2	-						
1956	6,7	-4,7	2,5	-9,0	4,9	1,7	1,5	17,8	4,9	1,7	13,1	-0,2						
1957	10,9	62,3	4,0	60,4	7,7	56,7	1,8	22,6	7,7	56,7	20,4	55,8						
1958	13,3	21,5	6,3	56,8	10,8	40,1	2,0	10,8	10,8	40,1	26,1	27,6						
1959	14,0	5,0	6,7	5,3	8,0	-25,8	1,7	-16,7	8,0	-25,8	23,6	-9,4						
1960	15,0	7,7	8,8	31,5	10,5	31,0	1,5	-8,3	10,5	31,0	27,0	14,5						
1961	15,4	2,4	8,1	-7,9	9,9	-5,8	1,7	14,5	9,9	-5,8	27,0	-0,2						
1962	16,2	5,6	9,3	14,7	12,2	23,7	2,2	23,8	12,2	23,7	30,6	13,5						
1963	12,5	-23,1	7,8	-15,2	11,6	-5,2	4,6	111,5	11,6	-5,2	28,6	-6,5						
1964	11,9	-4,9	6,5	-17,6	13,6	17,4	4,2	-7,9	13,6	17,4	29,7	3,7						
1965	15,6	33,0	9,7	50,0	11,3	-17,0	4,6	8,6	11,3	-17,0	31,6	6,5						
1966	14,8	-6,6	9,1	-5,7	10,9	-3,9	4,7	3,6	10,9	-3,9	30,3	-4,1						

Fonte: FGV/IBRE/CEF O Setor Público Brasileiro 1947/66, Caderno Estatístico, Quadro II.

Quadro 5.7

Formação Bruta de Capital Fixo em Todos os Níveis de Governo  
Participações (%)

	União			Estados			Municípios	Total
	Total	Governo Federal	Autarquias	Total	Governos Estaduais	Autarquias		
1955	53,8	32,7	21,1	36,8	22,0	14,8	9,4	100,0
1956	51,3	32,2	19,1	37,5	24,0	13,5	11,2	100,0
1957	53,5	33,7	19,8	37,7	19,6	18,1	8,8	100,0
1958	50,9	26,7	24,2	41,5	26,0	15,5	7,6	100,0
1959	59,1	30,9	28,2	33,9	20,8	13,1	7,0	100,0
1960	55,6	23,2	32,3	38,8	21,2	17,6	5,6	100,0
1961	57,0	27,1	29,9	36,6	18,6	18,0	6,4	100,0
1962	53,0	22,8	30,2	40,0	23,8	16,1	7,0	100,0
1963	43,6	16,2	27,4	40,5	26,0	14,5	15,9	100,0
1964	40,0	18,2	21,8	45,9	24,7	21,2	14,2	100,0
1965	49,9	19,3	30,6	35,7	18,5	17,2	14,4	100,0
1966	48,6	18,5	30,2	35,8	13,6	22,2	15,6	100,0

Fonte: FGV/IBRE/CEF. O Setor Público Brasileiro, Caderno Estatístico.

Quadro 5.8

Brasil. Formação Bruta de Capital Fixo Real 1959/65 (1)  
Milhões de Cruzeiros de 1952 e Variação Anual

	Total		Governo		Empresas Federais		Setor Privado	
	Cr\$	%	Cr\$	%	Cr\$	%	Cr\$	%
1959	179,7	-	23,6	-	9,7	-	146,4	-
1960	187,0	4,1	27,1	14,8	11,5	18,6	148,4	1,4
1961	196,6	5,1	27,0	-0,4	15,7	36,5	153,9	3,7
1962	202,7	3,1	30,6	13,3	16,4	4,5	155,7	1,2
1963	197,0	-2,8	28,6	-6,5	14,0	-14,6	154,4	-0,8
1964	201,9	2,5	29,7	3,8	11,0	-21,4	161,2	4,4
1965	196,7	-2,6	31,6	6,4	17,5	59,1	147,6	-8,4

(1) Deflacionado pelo IGP-FGV.

Fonte: FGV/IBRE/CEF. O Setor Público Brasileiro 1947-66, Caderno Estatístico. RBE, Set., 1969. Conjuntura Econômica, vários números. Veja o texto para esclarecimentos.

O comportamento da taxa global reflete, como era de se esperar, uma situação de recessão. De fato, durante o período de 1956/59 a formação bruta de capital fixo havia crescido em média a uma taxa real de 10% a.a., como conseqüência da intensidade da instalação dos novos setores industriais (1). A partir de 1960, o crescimento das inversões cai para menos da metade, mostrando o término de um ciclo de investimento.

Isto, no entanto, não impede que a produção continue se expandindo em ritmo acelerado, refletindo a forte demanda pelos produtos recém-lançados no mercado. Isto é compreensível tendo em vista que os novos setores instalados caracterizavam-se por grandes complexos industriais, dimensionados para atender ao crescimento de um mercado de longo prazo. O que passa a ocorrer, então, é uma progressiva utilização da capacidade ociosa planejada. Não existem dados sobre capacidade ociosa global na economia brasileira (2), no entanto uma estimativa para a indústria de transformação mostra os seguintes valores para o período.

Quadro 5.9

Capacidade Utilizada na Indústria de Transformação (%)  
Médias Anuais 1959/68

1959	- 97	1964	- 87
1960	- 98	1965	- 76
1961	- 100	1966	- 79
1962	- 99	1967	- 73
1963	- 91	1968	- 78

Fonte: Bonelli & Malan, 1976.

Estes dados evidenciam exatamente a crescente utilização da capacidade instalada, alcançando plena utilização em 1961, decrescendo drasticamente a partir de 1963. Nos três anos 1963/65 a formação bruta de capital fixo é, no conjunto, negativa; isto é, ocorre um desinvestimento, que se considerarmos líquido de depreciação (3), torna o quadro ainda mais dramático. Ao mesmo tempo, a produção, em especial industrial, reduz-se e eleva substancialmente a capacidade ociosa. Estes dados, portanto, confirmam o quadro de recessão no período.

(1) Podemos considerar que a parcela maior da formação bruta de capital fixo total seja realizada nos setores não-agrícolas, que por sua natureza e especificidade no Brasil se expandem basicamente por extensão do cultivo.

(2) Muito menos um consenso sobre a definição precisa de capacidade ociosa.

(3) Nas Contas Nacionais, a depreciação é estimada sistematicamente como 5% do estoque de capital.

A formação bruta de capital fixo do governo é o que se pode caracterizar como investimento autônomo *par excellence* no sentido keynesiano estrito. Por um lado compõe o gasto e eleva a demanda efetiva, por outro lado, dada sua característica, não gera capacidade produtiva. De fato, a formação bruta de capital fixo do governo se faz em infra-estrutura social básica: saneamento, educação, saúde, edificações, equipamentos militares (1), estradas etc. É desta forma que o gasto público pode assumir uma função contra-cíclica, desde que o governo possa dispor dos recursos financeiros para tal. Na decisão de investir do governo, o único fator que pode limitar sua efetivação é a questão do financiamento. É óbvio que o governo dispõe de uma fonte ilimitada de poupança forçada, que é a criação primária de moeda. Foi desta forma, na verdade, que os gastos públicos foram financiados durante o Plano de Metas nos anos 50. Este mecanismo, no entanto, tem fôlego curto quando a inflação acelera. Por um lado, as despesas se elevam com o mesmo ritmo da inflação, o que não ocorre com as receitas dada a defasagem entre a geração e o recolhimento do tributo. Por outro lado, se o governo está comprometido em um programa de estabilização, o gasto público é a primeira vítima do programa ao se tentar reduzir a expansão primária de moeda. A redução do gasto, no entanto, dada a incompressibilidade das despesas de custeio no curto prazo, recai em geral sobre os investimentos.

Podemos procurar estimar quanto o investimento pressionava os gastos do governo. O Quadro 5.10 faz uma estimativa do saldo da conta de capital da União. A União foi escolhida como a esfera apropriada já que as suas necessidades de recursos recaem diretamente sobre o Tesouro Nacional, e conseqüentemente sobre as autoridades monetárias. Assim, a sensibilidade da política de gastos da União está diretamente ligada à política monetária quando se fazem cortes orçamentários. Por outro lado, as séries apresentadas já estão líquidas de transferências para outras esferas. Isto implica que pelo lado dos recursos os montantes são aqueles efetivamente disponíveis para investimento. As colunas 1 e 3 mostram, respectivamente, a série corrente da poupança em conta corrente (isto é, depois dos gastos de custeio) e a formação bruta de capital fixo da União. As colunas 2 e 6 mostram respectivamente, os mesmos dados para as empresas públicas, e a coluna 4 as transferências para as empresas públicas federais sob a forma de subsídios ou transferências de capital. Estes dados foram retirados de um trabalho não publicado da FGV (2). O único valor talvez impreciso refere-se às transferências de capital pois não há forma de saber se a União efetivamente fez o aporte total do capital subscrito nas empresas.

Observamos que até 1960 a União dispôs de razoáveis recursos para financiar sua inversão própria (coluna 1 e 4), apresentando algum déficit em 55/56/57 a raiz do deslanche do Plano de Metas. A partir de 58, a poupança líquida (de inversões) é positiva; no entanto

(1) O que seria capacidade destrutiva e não produtiva.

(2) Estes dados nunca foram publicados pela FGV e depois de vários anos de tentativa foram obtidos extra-oficialmente por Sulamis Dain que teve a gentileza de cedê-los a mim. A Professora Dain usou estes dados para sua tese de doutorado submetida à Universidade de Campinas. Todos os créditos pela obtenção destas valiosas e cobijadas séries cabem exclusivamente a ela.

Quadro 5.10  
Conta de Capital da União e das Empresas Públicas  
Fontes e Usos de Fundos  
Milhões de Cr\$

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
1955	10,8	1,4	12,0	10,3	-11,5	4,3	-14,4	15,4	-5,7
1956	0,0	5,2	13,7	1,7	-15,4	4,4	-14,6	14,4	-23,9
1957	4,4	7,4	25,4	14,8*	-35,8	10,3	-38,7	27,5	-41,1
1958	42,8	15,2	34,9	19,3	-11,4	17,1	-13,3	5,9	-25,6
1959	60,3	19,3	50,5	43,8	-34,0	35,1	-49,8	12,5	-32,0
1960	81,9	17,7	70,3	60,6	-41,5	53,1	-84,4	11,7	-64,4
1961	-15,9	42,7	98,6	126,9	-241,4	96,5	-295,2	50,9	-137,5
1962	-133,7	85,0	157,9	223,6	-515,2	156,1	-586,3	71,4	-280,9
1963	-107,2	168,6	212,7	428,9	-748,8	233,9	-814,1	56,7	-504,7
1964	-451,9	328,9	385,5	337,4	-1.174,8	359,5	-1.205,4	43,9	-782,2
1965	25,3	585,1	804,2	1.219,8	-1.998,7	880,6	-2.294,2	39,2	+587,2

(1)	Poupança do Governo em Conta Corrente.
(2)	Poupança das Empresas Públicas em Conta Corrente.
(3)	Formação Bruta de Capital Fixo da União.
(4)	Subvenções e Transferências de Capital da União para as Empresas Públicas.
(5)	= (1)-(3)-(4). Déficit Efetivo da União.
(6)	Formação Bruta de Capital Fixo das Empresas Públicas.
(7)	= (1)+(2)-(3)-(4)-(6) Déficit Total.
(8)	(5) / Receita Tributária Total (%).
(9)	Saldo de Caixa do Tesouro.

\* Constituição da Rede Ferroviária Federal. Inclui a aquisição de ativos.  
Fonte: Veja nota (1) pág. 201 e FGV/IBRE/CEF. O Setor Público Brasileiro 1947-66, Caderno Estatístico; Quadro II.

esta modificação é apenas aparente posto que neste ano (em 1957, na verdade) é criada a Rede Ferroviária Federal e os encargos do financiamento de seu déficit operacional saem da esfera direta passando para a administração descentralizada. Esta é, na verdade, a razão do grande salto no item 'Auxílios, Subsídios e Transferências de Capital' ocorrido neste ano.

A partir de 1961, no entanto, a poupança da União se torna negativa, refletindo, por um lado, a elevação da despesa corrente *pari passu* com a aceleração da inflação e por outro a lentidão com que o sistema tributário respondia a este mesmo fenômeno. Data deste período, na verdade, o início das propostas da reforma tributária que seria implantada a partir de 1964. Esta reforma se reflete no valor positivo da poupança a partir de 1965, acoplada aos fortes cortes orçamentários realizados a partir de 1964. A pressão sobre a caixa do Tesouro, no entanto, se fazia quando a este déficit em conta de capital da União se agregavam as transferências correntes e de capital para as empresas públicas. O déficit efetivo da União portanto é mostrado na coluna 7 e sua percentagem sobre a receita tributária na coluna 8. Observe-se que a partir de 1959, o déficit em conta de capital compromete parcelas crescentes da receita, chegando a mais de 70% em 1962. Entende-se assim o violento corte nos investimentos da União em 1963 pela total exaustão de recursos financeiros para financiá-los. Pode-se observar que nos anos de 1965 e 1966, o investimento do governo volta a se expandir lentamente, mas certamente adquirindo um caráter de gasto anticíclico, ainda que indesejado pelos gestores da política econômica.

O comportamento da formação bruta de capital fixo das empresas federais é marcadamente distinto. No período 1957/61, a inversão destas empresas cresceu a uma média anual real de 35% representando todo o bloco de investimento em infra-estrutura acoplado ao Plano de Metas, principalmente os grandes projetos na área siderúrgica, de energia elétrica e petróleo. Já tivemos oportunidade de examinar o êxito do Plano de Metas mas vale a pena repetir que a maioria das metas foi cumprida e mesmo ultrapassada. Em 1962 essa expansão cessa bruscamente. Apesar de ainda crescer 4,5% em termos reais, uma série de grandes investimentos se completa naquele ano (as usinas siderúrgicas da COSIPA e USIMINAS, a Refinaria Duque de Caxias, a expansão das Refinarias de Mataripe e Landulfo Alves, etc.). Neste caso não foi a escassez de recursos financeiros a responsável pela desaceleração no ritmo de investimento, mas sim a inexistência de uma programação no tempo de um novo pacote de inversões (1). As inversões das empresas estatais representavam em 1959 e 1965 respectivamente 8,2% e 10,8% da formação bruta de capital fixo total do País. Não é difícil de compreender, portanto, o impacto desta desaceleração sobre o nível de demanda corrente do setor de bens de capital e bens intermediários. Assim, em 1963 e 1964, a formação bruta de capital fixo das empresas cai dramaticamente,

(1) Não obstante as dificuldades de mobilizar recursos financeiros possa ter paralisado alguns projetos. Veja por exemplo os comentários em Desenvolvimento e Conjuntura de maio de 1961 sobre o retardamento de projetos siderúrgicos e de energia elétrica por força da escassez de recursos do BNDE 'em face do encarcimento dos projetos originais' (pág. 30).

recuperando-se apenas em 1965 à raiz das negociações de novos projetos (em especial de mineração e petroquímica).

O comportamento do setor privado é mais difícil de ser analisado tanto porque os dados foram obtidos por resíduo como porque não há evidências diretas do nível de inversão por setores. Por outro lado esta categoria é muito heterogênea, pois inclui diversos subsetores da economia, cada um deles com diferentes motivações e determinantes do investimento.

O que parece evidente pelos dados do Quadro 5.8 é que o crescimento da taxa de investimento do setor privado foi bastante lento na primeira metade dos anos 60 se comparado com a forte expansão na segunda metade dos anos 50. É preciso ter-se em conta que as decisões de investir no setor privado, e em especial na indústria, são tomadas a longo prazo e não podem ser revertidas de repente. As variáveis de decisão são do tipo: taxa de lucro esperada de longo prazo, crescimento de mercado, participação no mercado, etc. Assim, o baixo crescimento em 1962 e o desinvestimento real em 1963 devem ser entendidos como resultado de decisões que se estavam tomando nos anos anteriores. As indústrias de bens de consumo duráveis (material elétrico, material de transporte) que lideraram o crescimento no período 1957/61 foram constituídas por grandes empresas, criando em torno de si um universo de pequenas empresas fornecedoras, mas cujas decisões de expansão estavam intimamente ligadas às primeiras.

Estas empresas líderes (a maioria das quais subsidiárias de corporações multinacionais) certamente dimensionaram suas instalações para períodos longos. Portanto, não faz sentido tentar examinar a queda no investimento em 1963 como resultado de decisões tomadas naquele ano (1). Em 1963 a queda no investimento privado foi muito mais suave que no setor governamental, refletindo exatamente esta tomada de decisão a longo prazo.

O único componente afetado significativamente naquele ano foi o investimento estrangeiro que, muito mais por razões de instabilidade política que por razões econômicas, reduziu seu influxo de entrada líquida. O ingresso de investimento externo teve o desempenho mostrado no Quadro 5.11. A queda brusca em 1963 refletiu a situação política crescentemente instável e a aprovação da Lei de Remessas de Lucros no ano anterior. No entanto, o investimento externo só se recuperou em 1967 quando já se delineava o novo ciclo de expansão da economia.

(1) Por esta razão não podemos aceitar o argumento de Morley-Wells de que a desaceleração ocorrida em 1963 foi consequência do plano de estabilização daquele ano.

Quadro 5.11

Movimento de Capitais. Investimento Estrangeiro 1959/69  
Milhões de US\$

	Entradas			Saídas
	Investimento	Reinvestimento	Empréstimos	
1959	124	34	—	191
1960	99	39	—	270
1961	108	39	346	210
1962	69	63	194	188
1963	30	57	101	141
1964	28	58	61	98
1965	70	84	113	132
1966	74	85	180	145
1967	76	39	304	211
1968	81	48	553	371
1969	139	53	1.053	437

Fonte: Relatórios da SUMOC; Relatórios do Banco Central

O declínio do investimento privado, então, refletiu o fim do pacote dos anos anteriores, e as decisões das empresas entraram em compasso de espera até que se definisse de que forma se daria o novo ciclo de expansão. A capacidade instalada no início dos anos 60 foi suficiente para atender ao mercado preexistente e à sua expansão corrente nos anos seguintes, sem maiores pressões sobre a oferta.

A Confederação Nacional da Indústria, comentando o ano de 1961 através de sua publicação oficial, declarou no editorial: 'A despeito dos sérios eventos políticos do segundo semestre do ano passado, com fortes repercussões financeiras e econômicas, e não obstante poder-se observar um significativo decréscimo no investimento, a economia brasileira apresentou uma significativa taxa de expansão' (D & C, Fevereiro 1962, pág. 3).

Os resultados do crescimento econômico em 1961 não foram, no entanto, tão ruins como alguns previam. No entanto não se deve deixar levar por um excesso de otimismo. Na verdade, apesar de ser difícil trazer dados objetivos ao ponto, o contato direto com a realidade econômica do País faz supor que a séria intranquilidade política e social que dominou a maior parte do 2º semestre, implicou um impacto negativo sobre o ritmo de

investimento. Dado, no entanto o prazo médio de maturação da maioria dos investimentos, os efeitos destes fenômenos só se farão sentir em 1963 e 1964. O ano de 1962, portanto, no que diz respeito ao crescimento do PIB será um bom ano, dado que a maior parte do aumento resultará de intenso esforço dinâmico dos cinco anos anteriores. No entanto, em relação à taxa de investimento, cujos efeitos sobre o PIB se fazem sentir com dois ou três anos de atraso, a situação é muito mais complexa. O resultado dependerá por um lado da normalização da situação política, e por outro lado, da adoção de uma série de medidas econômicas pelo governo' (idem, pág. 6). Adiante, comentando o desempenho industrial a mesma publicação afirma que: 'A partir de 1961 a indústria automobilística deixou de se beneficiar da maioria dos favores oficiais que guiou sua instalação, e foi forçada a trabalhar em condições de forte competição como resultado da volta do mercado de veículos à normalidade. Desta forma, pode-se dizer que nossa indústria automobilística tornou-se adulta no último ano porque praticamente não dependeu de favores governamentais nem mais beneficiou-se de um mercado ávido por veículos e disposto a pagar qualquer preço. Trabalha agora para suprir um mercado representado pela expansão (vegetativa) e a demanda normal de reposição. A indústria de auto-peças ... também experimentou dificuldades oriundas da relativa instabilidade dos pedidos (das montadoras)' (D & C, Fevereiro, 1962, pág. 46). Em relação à indústria de bens de capital '... a capacidade de produção das instalações de nossa indústria mecânica está longe de estar plenamente utilizada' (Idem, pág. 46).

Estes fatos também foram confirmados por outro comentarista: 'Embora ainda não tenham reduzido sua produção, as empresas (automobilísticas) em sua maioria interromperam todos os planos que tinham preparado para o corrente ano visando à ampliação de suas atividades industriais' (Observador Econômico e Financeiro, 1961, pág. 42).

O argumento acima não deve ser confundido com uma segunda questão associada à produção e expansão das empresas que é a questão do financiamento. Em cima da desaceleração do investimento, a aceleração da inflação a partir de 1960/61 pressionou financeiramente as empresas e levou-as a dificuldades na produção corrente, como pode mesmo ter prejudicado algum plano de investimento de longo prazo. O comportamento do setor financeiro será tratado posteriormente. No momento é importante entender que a inflação funcionou razoavelmente até o início dos anos 60 como mecanismo de financiamento de empresas, até que a rapidez dos reajustes de preços impediu a continuidade da capitalização interna. As empresas, então, voltaram-se para o sistema bancário que, no entanto, não tinha condições de suprir as crescentes necessidades.

O estrangulamento financeiro das empresas vem, na expansão, pela impossibilidade de descontar os papéis de produção, na recessão pela falta destes mesmos papéis. O

financiamento interempresas cresce em detrimento do financiamento bancário. Os dados disponíveis para evidenciar este fato podem ser encontrados na resenha anual que a FGV faz dos vários setores de empresas. A amostra não é consistente de ano para ano, e portanto só podemos analisar as modificações na estrutura porcentual dos balanços amostrados. O Quadro 5.12 resume os dados relevantes para o período nos setores do comércio e indústria. A partir de 1960, observa-se uma forte deterioração na relação exigível bancário/passivo refletindo as crescentes dificuldades enfrentadas pelas empresas de financiar seus ativos através do sistema bancário. Ao mesmo tempo a relação capital próprio/capital de terceiros (isto é, o 'leverage') também decresce expressando a recessão que se aproximava.

Portanto, o início da recessão no ano de 1963 apanha as empresas em delicada situação financeira, e (provavelmente) sobreestocadas com o objetivo de se proteger da inflação. É portanto evidente concluir que qualquer aperto na política monetária fizesse explodir uma avalanche de queixas e críticas ao governo, como ocorreu em 1963, 1964 e 1965. Assim, em cima de uma taxa declinante de investimento como resultado das expectativas pessimistas a respeito da evolução futura do mercado, as empresas enfrentaram uma crise de demanda corrente o que, obviamente, aprofundou a recessão.

A solução de como estimular o mercado já estava à vista, se bem que a resposta final só surgiria alguns anos mais tarde (veja Capítulo 6). Na verdade, o problema era o financiamento das vendas que naquele período era basicamente realizado diretamente pelas próprias empresas produtoras. Esta capacidade de financiamento foi também afetada não só pela exaustão do mercado preexistente mas pela sua própria situação financeira. Compare-se por exemplo as seguintes passagens: '... o financiamento das vendas à prestação tornou-se, nos últimos anos, uma condição essencial para o desenvolvimento da nossa indústria quer pela extensão das linhas de crédito de bens de consumo duráveis, quer pela implantação no país de novos setores industriais que dependem do sistema de vendas financiadas, como é o caso da indústria automobilística, da indústria de material elétrico e da indústria mecânica' (D & C, Fevereiro, 1961, pág. 126) e 'Enquanto não houver organizações financeiras ao lado da indústria automobilística, que financiem o comprador de veículo a longo prazo, como acontece nos EUA e na Europa, não será possível ampliar a produção, pois não haverá mercado para sua total absorção aos preços que as fábricas são obrigadas a vender e que cada vez mais restringem o número de compradores' (Carta Mensal, Jul/Ago, 1963). Estas 'organizações financeiras' só apareceriam alguns anos mais tarde após as reformas do sistema financeiro brasileiro apesar de precedidas por um quase colapso em toda a estrutura financeira.

Quadro 5.12  
Estrutura do Passivo dos Setores Econômicos  
Passivo Bancário e Patrimônio Líquido/Capital de Terceiros (%)  
Valores em fim de Semestre

	Comércio		Indústria		Transportes		Outros		Total	
	Empréstimos Bancários	Patrimônio Líquido								
1954 J	10,5	-	13,8	-	36,9	-	5,8	-	15,0	-
1955 J	11,5	-	18,5	-	30,0	-	5,1	-	16,4	-
1956 J	15,9	-	15,8	-	18,7	-	6,4	-	15,2	-
1957 J	16,9	-	20,5	-	28,9	-	6,8	-	19,5	-
1957 D	18,3	-	21,2	-	30,0	-	8,3	-	20,9	-
1958 J	20,6	-	22,6	-	27,5	-	7,2	-	21,4	-
1958 D	18,6	-	21,4	-	25,9	-	7,8	-	20,3	-
1959 J	18,8	88,7	19,5	137,6	28,4	155,0	7,3	61,1	19,3	124,6
1959 D	18,0	79,1	21,5	136,1	22,6	138,2	8,1	58,8	20,0	121,3
1960 J	17,0	107,7	22,8	136,8	22,1	131,3	7,2	48,7	20,5	124,6
1960 D	17,3	97,6	21,4	134,7	25,3	115,8	6,5	53,5	20,3	120,1
1961 J	14,0	100,8	19,6	128,8	11,7	94,5	5,7	51,7	16,0	111,9
1961 D	16,7	92,1	19,5	114,8	11,6	76,8	5,6	60,4	16,6	99,1
1962 J	12,7	84,2	17,7	109,8	20,8	83,1	7,7	51,7	17,3	101,4
1962 D	13,8	79,0	17,8	108,4	20,7	89,0	7,4	63,7	17,0	95,7
1963 J	13,8	76,5	18,0	104,1	22,2	60,0	6,3	59,6	17,3	91,4
1963 D	14,1	78,7	18,0	104,7	19,2	38,7	5,6	60,9	17,2	85,5
1964 J	11,4	88,0	17,1	106,1	12,2	47,7	5,6	63,1	14,9	85,2
1964 D	10,7	95,8	15,8	114,0	13,6	61,2	3,7	123,4	14,9	101,0
1965 J	10,0	96,3	13,2	128,3	8,3	66,4	5,8	125,6	17,0	100,3
1965 D	7,2	97,3	13,1	135,5	9,2	84,6	4,9	132,3	11,4	111,7
						72,5	4,8	132,3	11,2	114,8

Fonte: Conjuntura Econômica, vários números.  
J = Junho D = Dezembro

## 5.5. O Plano Trienal

O Plano Trienal, elaborado no fim de 1962, foi a última tentativa de um governo liberal de conciliar a manutenção do crescimento econômico com um programa de estabilização. Em setembro de 1962, Celso Furtado foi empossado 'Ministro sem Pasta' responsável pelas políticas de produção e preços e pela elaboração de um plano econômico nacional de longo prazo (1). O plano foi apresentado em dezembro de 1962 e posto em prática de imediato.

Pela primeira vez no Brasil se fazia a programação integrada dos diversos aspectos de política econômica que deveriam pautar a ação do governo nos três anos subseqüentes e finais do Presidente Goulart.

Os objetivos do Plano Trienal eram bem claros:

- i) garantir uma taxa de crescimento do PIB de 7% ao ano, igual à média dos últimos anos;
- ii) reduzir a taxa da inflação para 25% em 1963, objetivando alcançar 10% em 1965;
- iii) garantir um crescimento real dos salários à mesma taxa do aumento da produtividade;
- iv) realizar a reforma agrária como solução não só para a crise social como para elevar o consumo de diversos ramos industriais;
- v) renegociar a dívida externa para diminuir a pressão de seu serviço sobre o balanço de pagamento.

A linha de ação do Plano contemplava uma série de reformas e políticas que seriam mais tarde adotadas e implementadas pelo governo militar pós-1964.

A garantia do crescimento do PIB deveria ser assegurada por um adequado volume de investimentos públicos já que o Plano reconhecia uma certa capacidade ociosa na indústria. Esta política, no entanto, estaria em contradição com o diagnóstico do Plano de que o foco principal da inflação estava no elevado déficit fiscal do governo. As alternativas de diminuir a participação do setor público no gasto global ou captar recursos financeiros junto ao setor privado foram descartadas pois ambas poderiam comprometer a taxa de crescimento. A proposta do Plano era elevar a carga fiscal sobre os grupos de altas rendas,

(1) Falando na cerimônia de posse, Furtado declarou que a principal tarefa era conciliar o indubitável dinamismo da economia brasileira com um grau adequado de estabilidade (Bolsa, 20.10.62, nº 679).

comprimir as despesas de custeio do governo e captar recursos no mercado de capitais, recuperando a dívida pública.

É importante observar que o Plano Trienal ao examinar as tendências (então) recentes da economia brasileira concluiu que '... o consumo supérfluo cresce com mais intensidade que o de essenciais, cabendo à política fiscal evitar que se extremem as disparidades' (pág. 30). Este é o argumento central justificador da proposta de reforma agrária. O que o Plano Trienal parece não perceber é que a estrutura industrial montada no Brasil estava adequada a atender exatamente as classes de alta renda (ou no máximo 50% da população) e que uma política redistributiva paralisaria por completo aquele setor.

No setor externo as novidades não eram grandes. O Plano Trienal propunha estimular as exportações e restringir as importações, através de uma política mais 'realista' de taxas de câmbio, acopladas às tarifas, depósitos prévios de importação e manutenção da categoria especial para certos produtos. Para se manter a capacidade para importar seria necessário a entrada de US\$ 1,5 bilhões no período e simultaneamente renegociar a dívida externa cuja estrutura de prazos já havia se deteriorado novamente desde 1961.

O ponto fundamental do Plano, no entanto, referia-se ao programa de estabilização. Os aspectos essenciais diziam respeito ao controle da expansão do crédito privado e à forma de reduzir e/ou financiar o déficit do governo (1). O crédito ao setor privado deveria crescer em valor correspondente à inflação esperada acrescida do crescimento do produto (portanto a 32% no ano). Especial atenção deveria ser dada aos empréstimos do Banco do Brasil ao setor privado, fixando-se tetos máximos já que o Banco não podia ser controlado por depósitos compulsórios.

Quanto ao déficit fiscal, o Plano Trienal identificava um déficit potencial de Cr\$ 770 milhões na proposta orçamentária e estimava que se poderia reduzi-lo a Cr\$ 300 milhões através de uma contenção na despesa, sem, no entanto, discriminar quais os itens que seriam cortados. Havia apenas a menção explícita ao corte nos subsídios cambiais à importação de trigo e petróleo. O financiamento do déficit programado seria feito através da colocação compulsória de Letras do Tesouro junto aos bancos comerciais e importadores. O restante seria financiado pela expansão monetária (2).

(1) Estes dois pontos, acrescidos da política salarial, correspondem exatamente à política de estabilização adotada pelo governo pós-1964 (ver seção 5.6). A política de contenção de salários não fazia parte do Plano Trienal ao contrário do que afirma Wells.

(2) A programação financeira do Tesouro e a expansão dos meios de pagamento foram consolidados em quadros mostrando a evolução trimestral prevista. Este método foi o embrião do que mais tarde o Banco Central chamou de 'orçamento monetário' que pauta, até hoje, a política monetária do governo. (Incidentalmente, o Quadro XVI, pág. 67, apresenta um erro na expansão dos Bancos Comerciais e do Banco do Brasil, se comparados os Quadros XVII e XVIII).

O Plano foi bem recebido por todos os setores. Em especial, a CNI louvou as intenções do governo de estabilizar os preços sem um tratamento de choque (Desenvolvimento e Conjuntura, Março, 1963). Em memorial dirigido ao governo, os dirigentes daquela entidade propunham a colaboração da indústria no esforço anti-inflacionário através de compromisso de só reajustar seus preços pelo aumento dos custos, não realizar estocagem especulativa e elevar a produtividade. Parecia haver consenso de que era necessário refrear a inflação.

O fato mais surpreendente na execução do Plano Trienal nos primeiros meses de 1963 foi a ausência de maiores restrições sobre as operações dos bancos comerciais. De fato, se se desejava realmente limitar a expansão dos meios de pagamento teria sido necessário, pelo menos, elevar as taxas de recolhimento compulsório, o que não foi feito ao longo de todo o ano (1). As taxas foram mantidas nos níveis de 22% e 14% para os depósitos à vista e a prazo respectivamente, quando a SUMOC já tinha autorização do Congresso de elevá-las até 28%. Se esta ausência de maiores restrições já estava planejada, então as projeções do plano contém dois erros que seriam fatais. Em primeiro lugar, ao projetar a expansão dos meios de pagamento, o multiplicador bancário implícito é de 2,37 quando a média dos últimos 24 meses (semelhante à média histórica) havia sido de 2,58. Isto significa que para o déficit do Tesouro esperado - e esta era a variável-chave do programa - a expansão dos meios de pagamento seria quase 10% maior. Aparentemente, a razão deste erro está na incompreensão, na época, da verdadeira definição de base monetária que não inclui somente o papel-moeda em poder do público e os depósitos dos bancos nas autoridades monetárias, mas também os depósitos do público no Banco do Brasil (estes eram entendidos como moeda secundária).

O segundo erro estava na previsão da arrecadação de recursos não-monetários pelas autoridades monetárias através do recolhimento compulsório. Se as taxas seriam mantidas em 22% e 14%, a expansão dos bancos comerciais prevista no plano propiciaria um recolhimento de apenas Cr\$ 60 milhões e não de Cr\$ 100 milhões como projetado no balancete das autoridades monetárias. Esta diferença de Cr\$ 40 milhões se refletiria diretamente sobre o déficit de caixa do Tesouro (2).

(1) Exceção à Instrução 235 de Março da SUMOC, isentando do recolhimento os aumentos de depósito provenientes de operações realizadas em áreas do País onde o Banco do Brasil não tivesse agências, isto é, para incentivar a penetração do sistema bancário para o interior.

(2) Ao final de 1963 as autoridades monetárias arrecadaram mais de Cr\$ 100 milhões em depósitos compulsórios, mas exatamente porque os meios de pagamento cresceram além do previsto, 66% contra os 34% projetados. Por outro lado, a projeção dos recursos e aplicações das autoridades monetárias apresenta, a meu juízo, um erro grosseiro ao estimar a captação de recursos ligados à expansão monetária em Cr\$ 33,5 milhões, contra um valor de mais de Cr\$ 100 milhões na projeção dos Bancos Comerciais. Se houve um erro de sinal na soma das parcelas, estas dariam + Cr\$ 59,9 milhões que é exatamente o valor que se encontraria se se aplicasse as taxas de 22% e 14% sobre a previsão da expansão dos depósitos dos bancos comerciais. Tal coincidência é muito forte para ser fortuita. Acredito que tenha efetivamente ocorrido o erro grosseiro de sinal.

Na ausência de maiores restrições sobre o sistema bancário (1) todo o peso da política de estabilização caiu sobre a contenção do gasto público e sobre as operações das autoridades monetárias com o setor privado. O Quadro 5.13 resume a situação programada e realizada do Plano Trienal. De maneira geral, pode-se concluir que o Plano teve vida curta. Implementado a partir de Fevereiro/Março, ao final do primeiro semestre todas as projeções já haviam falhado, não obstante duas revisões feitas em Maio e Junho.

Observa-se no Quadro 5.13 que as projeções foram ultrapassadas tanto nas variáveis controláveis pelas autoridades monetárias como naquelas fora de seu controle. O déficit do Tesouro pôde ser mantido dentro do programado apenas no 2º trimestre e o déficit semestral foi resultado do 1º trimestre quando o plano de contenção - aprovado em Março - ainda não estava em execução. A grande desilusão para os programadores, no entanto, veio em Maio quando o Congresso aprovou um aumento de funcionalismo civil e militar de 70% contra a proposta de 40% do governo. Este fato refletiu-se de forma imediata no vultoso déficit do 3º trimestre, que foi a pá de cal no Plano.

O Banco do Brasil, por sua vez, de novo mostrou-se difícil de ser controlado. Como não recolhia depósitos compulsórios, sua expansão era fixada pela imposição de limites a seus empréstimos. No entanto, a enorme máquina administrativa do Banco tornava difícil esta implementação por suas centenas de agências. Desta forma, a expansão de suas operações nos dois trimestres foi superior ao previsto. O redesconto, por outro lado, que foi o único instrumento acionado para conter a expansão dos bancos comerciais privados tampouco funcionou. O Plano previra uma redução de Cr\$ 6,5 milhões no primeiro trimestre. No entanto, é sabido que neste período, dado o alto valor dos recolhimentos compulsórios em Janeiro e Fevereiro - relativos aos depósitos de Dezembro que sempre são sazonalmente mais altos - os bancos recorrem sistematicamente ao redesconto para recompor sua liquidez. Foi de certa forma ingênuo dos formuladores achar que poderiam reduzir o saldo neste período sem ceder às pressões dos bancos. No entanto, houve uma relativa restrição quando se observa a redução nos depósitos voluntários ocorrida no 1º trimestre. Em outras palavras, para recolher os Cr\$ 45,7 milhões de compulsório os bancos comerciais

(1) A restrição prevista, na verdade, era um crescimento zero no saldo do redesconto aos bancos comerciais. Este instrumento no entanto - isto é, a imposição de limites e não de taxas - é o pior em termos políticos pois obriga as autoridades monetárias a negar a assistência financeira a bancos em dificuldades. A evidência de que este instrumento foi inócuo está no fato de que no auge da política restritiva (Abril) o redesconto já havia se elevado em mais de Cr\$ 14 milhões. Os dados para o primeiro semestre são (saldos em final de mês - milhões de cruzeiros correntes):

Dezembro	1962 = 52,0	Março	1963 = 60,8
Janeiro	1963 = 53,6	Abril	1963 = 66,5
Fevereiro	1963 = 55,0	Maio	1963 = 61,0
		Junho	1963 = 59,7

(Relatórios e Boletins Trimestrais da SUMOC).

Quadro 5.13  
Plano Trienal. Operações das Autoridades Monetárias  
Variações Trimestrais em Milhões de Cr\$ de 1963  
Valores Previstos e Efetivos

USOS	1º T						2º T						3º T						4º T						Ano	
	P		E		P		E		P		E		P		E		P		E		P	E				
1. Déficit do Tesouro	26,6	48,5	53,3	52,5	79,9	101,0	57,5	122,9	162,6	280,8	300,0	504,7														
2. Empréstimos do BB ao Setor Privado	3,5	16,7	34,3	46,5	37,8	63,2	46,4	66,0	32,3	127,2	116,4	256,4														
3. Redesconto	-6,5	14,5	-2,5	-6,8	-9,0	7,7	4,5	17,6	4,5	1,9	-	27,2														
4. Outros	7,0	7,3	14,7	-1,9	21,7	5,4	-3,1	4,4	84,4	15,9	67,0	25,7														
<b>FONTES</b>																										
1. Recursos não-Monetários	24,0	65,8	95,0	-2,6	119,0	63,2	93,0	-4,5	82,0	55,9	294,0	114,6														
1.1 Déficit Externo	40,0	33,6	49,0	-9,6	89,0	24,0	55,0	-50,0	61,0	-55,4	205,0	-81,4														
1.2 Depósitos de Câmbio	2,0	5,5	55,0	-13,1	57,0	-7,6	58,0	-7,4	29,0	54,4	144,0	44,0														
1.3 Catê	-18,0	25,5	-19,0	-6,1	-31,0	31,6	-20,0	42,8	-18,0	44,6	-75,0	106,8														
1.4 Outros	-	1,2	10,0	26,2	10,0	27,4	-	10,1	10,0	7,3	20,0	44,8														
2. Recursos Monetários	11,6	30,5	-5,2	32,1	6,4	62,6	-18,5	61,9	91,5	199,2	79,4	223,1														
2.1 Depósitos no BB	8,9	3,8	7,0	11,5	15,9	15,3	1,0	42,1	69,3	65,0	86,2	122,4														
2.2 Depósitos Voluntários	10,7	45,7	-12,2	4,5	-1,5	50,2	-34,5	17,7	2,5	43,7	-33,5	111,6														
2.3 Depós. Compulsórios	-8,0	-19,0	-	16,1	8,0	2,9	15,0	2,1	19,7	90,5	26,7	89,7														
3. Papel-Moeda	-5,0	-16,2	10,0	57,5	5,0	41,3	30,8	156,2	72,4	110,2	110,2	343,7														

P = Projetado  
E = Efetivo

Fonte: Plano Trienal. Relatório da SUMOC, 1963. Conjuntura Econômica, julho 1964.

recorreram ao redesconto em Cr\$ 14,5 milhões, sacaram sobre suas reservas voluntárias em Cr\$ 19,0 milhões, e o restante foi recolhido pela diminuição da relação empréstimo/depósitos. A reversão desta situação no 2º trimestre - isto é, agora a queda no redesconto e a elevação dos depósitos voluntários, acoplado a um pequeno aumento no compulsório - é uma evidência inequívoca de uma situação folgada na liquidez bancária. Como conciliar, então, esta situação com a idéia generalizada de que houve uma crise de crédito no 1º semestre de conseqüências tão graves que jogasse a economia em uma longa recessão?

Deve ser enfatizado, em primeiro lugar, que as evidências desta crise de crédito em geral tomam a forma de citações de queixas de empresários do setor comercial. Não se encontra, por exemplo, muitas referências de escassez de crédito na indústria. Pelo contrário, o órgão oficial da CNI somente em Abril solicita ao governo amenizar as restrições ao crédito (D & C, Abril, 1963) ignorando completamente qualquer dificuldade no resto do ano. Em fevereiro de 1964, o mesmo órgão ao examinar o ano de 1963, propõe duas explicações alternativas para a crise do ano: a crise política ou o esgotamento do mercado, sequer mencionando as restrições do Plano Trienal. Uma publicação insuspeita - no sentido de que mais tarde apoiaria o golpe militar - afirma ao analisar o ano que 'Durante um curto período verificou-se uma certa retração da demanda por causa da política anti-inflacionária do Plano Trienal, mas não deve ser exagerada a importância dessa causa' (APEC, 1964).

Na verdade, em toda restrição de crédito o peso da contenção cai primeiro em cima do setor comercial. Assim, segundo uma resenha do 1º semestre (Conjuntura Econômica, Agosto, 1963) a retração do crédito em Março/Abril atingiu o setor comercial que além disso, estava sobre-estocado, e foi obrigado a liquidá-los com prejuízo. Em especial, na indústria automobilística - cujas montadoras praticamente independem de crédito bancário pois como oligopolistas e oligopsonistas são financiadas pelos fornecedores e distribuidores - o acordo feito com o governo de congelar os preços por 45 dias reverteu as expectativas dos comerciantes que haviam estocado jogando na alta dos preços. Estes, ao não poderem refinarçar a reposição de seus estoques, cortaram suas compras da indústria, transmitindo a esta os efeitos da estabilização. Assim, algumas indústrias que operam com alta rotação de estoques (automobilístico, têxtil, etc.) se viram em sérias dificuldades no 1º semestre. No entanto, no 2º semestre, quando o plano de estabilização já havia sido abandonado, o setor industrial continuou com seu fraco desempenho, não obstante a liquidez bancária ter crescido (1). Se se admite que a economia respondeu negativamente tão rápido aos poucos meses do Plano Trienal também ter-se-ia que aceitar que reagisse positivamente no 2º semestre, o que não ocorreu.

(1) A relação entre as reservas livres (caixa mais reservas voluntárias mais reservas secundárias) e depósitos à vista nos bancos comerciais teve as seguintes posições em final de trimestre (em %):

Set/62 = 18,6	Mar/63 = 18,9	Set/63 = 20,2
Dez/62 = 24,0	Jun/63 = 16,7	Dez/63 = 26,7

refletindo a maior liquidez no 2º semestre

(Fonte: Movimento Bancário do Brasil, vários números).

A resposta a esta questão está no fato de que desde o final de 1962 a economia já mostrava sinais recessivos, cuja evidência indireta é indicada pelos dados reais dos meios de pagamento e dos depósitos nos bancos comerciais mostrados pelo Quadro 5.14. Durante o ano de 1962 o saldo dos meios de pagamento flutuou em termos reais, mas apresentando um crescimento nulo se desconsiderarmos o valor sazonalmente alto de Dezembro. Da mesma forma, os depósitos dos bancos comerciais pouco evoluíram se novamente desconsiderarmos Dezembro. Os dados para 1963 revelam que, não obstante a conjuntura folgada no 2º semestre, a expansão real dos negócios era praticamente nula. A única situação em que o crédito folga e o produto não se expande é se existem problemas no lado da demanda real pelos produtos, o que parece ter sido o caso.

Em resumo, a situação que se desenrolava era a seguinte: em cima de uma tendência recessiva na economia o governo imprimiu uma violenta contenção do crédito e no déficit (isto é, reduzindo a oferta monetária) que implicou graves problemas no comércio e em alguns setores da indústria. No entanto, ao relaxar o crédito no 2º semestre, a economia se acomodou a um nível real de transações menor 'vis-à-vis' recursos financeiros, sem maiores pressões sobre o crédito. A desaceleração vinha pelo lado da demanda real e não pelo lado da disponibilidade de recursos financeiros. É óbvio que em uma situação de contenção do crédito algumas empresas mais débeis financeiramente são levadas à insolvência, mas esta parece ter sido mais a exceção do que a regra (1).

(1) O volume de falências, concordatas e títulos protestados durante todos os meses de 1963 foi inferior aos valores correspondentes de 1962 (Conjuntura Econômica, vários números).

Quadro 5.14

Meios de Pagamento 1962/1963  
Saldos Mensais em Milhões de Cr\$

		Corrente			Real Dezembro de 1959 *					
		A	B	C	A	%	B	%	C	%
1961	Dez	256	175	611	95	-	65	-	227	-
1962	Jan	246	175	626	87	-8,4	62	-4,6	221	-2,6
	Fev	254	166	648	88	1,1	58	-6,5	225	1,8
	Mar	254	160	659	87	-1,1	55	-5,2	225	0,0
	Abr	260	162	683	88	1,1	55	0,0	231	2,7
	Mai	269	174	691	88	0,0	57	3,6	225	-2,6
	Jun	283	178	723	89	1,1	56	-1,8	228	1,3
	Jul	304	191	740	92	3,4	58	3,6	224	-1,8
	Ago	311	201	795	91	-1,1	59	1,7	233	4,0
	Set	344	214	807	99	8,8	62	5,1	232	-0,4
	Out	335	233	860	94	-5,1	65	4,8	241	3,9
	Nov	348	238	903	91	-3,2	62	-4,6	236	-2,1
	Dez	397	257	1037	98	7,7	63	1,6	255	8,1
1963	Jan	386	269	1036	87	-11,2	61	-3,2	234	-8,4
	Fev	405	256	1037	86	-1,1	55	-9,8	221	-5,6
	Mar	402	268	1027	80	-7,0	54	-1,8	205	-7,2
	Abr	412	262	1026	81	1,3	52	-3,7	202	-1,5
	Mai	421	296	1052	80	-1,2	56	7,7	199	-1,5
	Jun	446	286	1141	80	0,0	52	-7,1	206	3,5
	Jul	455	294	1161	79	-1,3	51	-1,9	201	-2,4
	Ago	494	322	1211	83	5,1	54	5,9	203	1,0
	Set	586	328	1225	93	12,0	52	-3,7	195	-3,9
	Out	578	333	1325	87	-6,5	50	-3,8	200	2,6
	Nov	598	352	1453	86	-1,1	50	1,0	208	4,0
	Dez	684	390	1704	93	8,1	53	6,0	231	11,0

\* Deflacionado pelo IGP-FGV.

A = Papel Moeda

B = Depósitos no Banco do Brasil

C = Depósitos nos Bancos Comerciais

Fonte: Relatório da SUMOC, 1963.

Alguns fatores secundários ajudaram ainda mais o mau desempenho da economia no ano de 1963. Por um lado, uma seca prolongada gerou a pior crise de energia elétrica desde o pós guerra - com cortes de energia generalizados no eixo Rio-São Paulo - paralisando diversas indústrias. Seguiu-se uma forte geada no inverno que, junto com a seca, cortou abruptamente o abastecimento de gêneros alimentícios nas grandes cidades, pressionando fortemente o custo de vida e a inflação. Por outro lado, uma prolongada greve nos transportes marítimos no meio do ano deixou diversas empresas desabastecidas de matéria-prima.

Todos estes fatores ocorreram em face de uma violenta aceleração da taxa inflacionária que, em Março, isto é, antes mesmo de se por em prática o plano de estabilização, havia alcançado 16%, para uma projeção anual de 25%. Parece evidente que diversos setores, ao tomarem conhecimento do Plano Trienal em Dezembro, anteciparam seus aumentos de preços temendo um congelamento que lhes fosse prejudicial (1). Estes aumentos foram sancionados por uma expansão nos meios de pagamento em Dezembro de 62 de cerca de 8%. Não há dúvida que este brusco movimento de preços comprometeu 'a priori' o plano, principalmente no que diz respeito ao déficit do Tesouro, elevando automaticamente a despesa da União.

Não ficaram somente nestes aspectos as projeções otimistas do Plano Trienal (ver Quadro 5.13). O déficit cambial que deveria ter gerado substanciais recursos em cruzeiros às autoridades monetárias, na verdade drenou recursos em virtude das pesadas operações de 'swaps' realizadas no ano, correndo a diferença cambial por conta do Tesouro. Os depósitos compulsórios de importação foram obviamente sobre-estimados pois seria difícil esperar o montante de Cr\$ 144 milhões em comparação aos Cr\$ 20 milhões arrecadados em 1962. O único resultado positivo deveu-se à 'conta café', fruto das excepcionais exportações - que recolhiam a 'cota de contribuição' por saca - e da pequena safra, desobrigando o governo de adquirir grandes estoques (2).

Todos estes fatores apontados concorreram para que o ano terminasse com um déficit de Cr\$ 500 milhões no Tesouro, uma expansão dos meios de pagamento de 65% e uma inflação de 81%.

(1) Esta lição parece ter sido aprendida pelos formuladores da política pós-1964 que esperaram 6 meses para publicar seu programa de estabilização já em execução.

(2) O que na verdade não aparece no Quadro 5.13 é que dos Cr\$ 106 milhões arrecadados pelas exportações de café, Cr\$ 71 milhões foram dispendidos na aquisição de estoques das safras de 1961 e 1962 (SUMOC, Relatório, 1963).

A situação externa tampouco atendeu ao previsto no Plano e enfraqueceu ainda mais o governo Goulart. O principal aspecto era a renegociação da dívida externa que incluía não só novos créditos como a rolagem de amortizações vincendas a curto prazo. Em Abril, o próprio Ministro da Fazenda, Santhiago Dantas, foi a Washington conduzir as conversações. A solicitação brasileira incluía:

- i) Liberação de US\$ 153 milhões do EXIMBANK e da AID.
- ii) Novos empréstimos montando a US\$ 150 milhões do EXIMBANK, US\$ 200 milhões da AID e US\$ 140 milhões da PL 480 (trigo).
- iii) O reescalonamento dos pagamentos vincendos em 1963/64.

A posição norte-americana, no entanto, havia se modificado em relação a 1961, principalmente em face da instável situação política e da aprovação da Lei de Remessa de Lucros (1). Os resultados da missão foram modestos e politicamente fatais para Dantas. Dos quase US\$600 milhões solicitados foram conseguidos apenas 84 milhões para liberação imediata e 400 milhões gradualmente (não ficando fixado o que seria 'gradualmente'). A renegociação de prazos não foi conseguida.

Assim, ao final do ano o balanço de pagamentos apresentou resultados abaixo do esperado, verificando-se um déficit global de US\$ 300 milhões, não obstante a substancial expansão das exportações (mais de 200 milhões) e estabilidade nas importações. Os investimentos diretos alcançaram apenas US\$ 31 milhões e as saídas por conta de amortizações da dívida US\$ 145 milhões, implicando um saldo negativo na conta de capital, o primeiro desde 1950. A regularização do déficit foi realizada na forma tradicional de aumento dos atrasados, operações de 'swap', venda de ouro e de outros haveres internacionais.

Terminou assim de forma melancólica a tentativa de conciliar o crescimento com estabilidade do Plano Trienal. Os primeiros meses de 1964 seriam de intensa agitação política, que culminaram com a derrubada do Presidente Goulart por um golpe militar que instalaria no Brasil um governo de força capaz de levar adiante a maioria das propostas do Plano Trienal.

(1) Ribeiro, entrevista - Por outro lado, Ribeiro alega que a missão Santhiago Dantas foi despreparada para negociar, não sabendo a quem procurar no Departamento do Tesouro, AID e EXIMBANK.

## 5.6. O PAEG

O governo militar que tomou poder em abril de 1964 não perdeu tempo em elaborar o seu plano de recuperação econômica buscando mostrar que os 'estruturalistas' responsáveis pela elaboração do Plano de Metas e do Plano Trienal não tinham a correta interpretação dos problemas da economia brasileira. O resultado foi a edição em Julho daquele ano de um Programa de Ação Econômica do Governo (PAEG), que deveria conduzir a política econômica nos próximos três anos (64-66). Este novo plano trienal é quase uma colagem do anterior, apresentando, no entanto, pequenas sutilezas que faziam toda a diferença. Os objetivos globais eram:

- i) Recuperar a taxa de crescimento para o nível de 6% a.a.
- ii) Diminuir a taxa de inflação dos níveis de quase 100% em 1963/64 para 25% em 1965 e 10% em 1966.
- iii) Diminuir os desníveis setoriais e sociais.
- iv) Garantir a criação de pelo menos 1,1 milhão de novos empregos por ano, correspondente ao incremento da força de trabalho, além de absorver o desemprego eventualmente surgido em 1963/64.
- v) Corrigir a tendência ao déficit descontrolado do balanço de pagamentos.

A ênfase do Programa, no entanto, estava nos objetivos 1, 2 e 5, e em particular no combate à inflação.

A elevação da taxa de crescimento implicaria, segundo o PAEG, elevar a taxa de investimento para 20% do PIB, o que significava um aumento de mais de 25% dos níveis históricos. Para isso, o Programa propunha, entre outras medidas complementares, uma forte tributação sobre o consumo supérfluo das camadas de alta renda; incentivos a uma entrada maciça de capital estrangeiro tal que este colaborasse com 20% da formação bruta de capital fixo (o que também atenderia ao objetivo de equilibrar o balanço de pagamentos); uma compressão dos gastos de custeio da União, autarquias e empresas públicas (o que corresponderia à parte estratégica de combate à inflação). A elevação do crescimento atenderia ao objetivo de criação de novos empregos (1). Complementarmente, o emprego seria elevado por uma política de estímulo à construção civil através de um programa habitacional e da ampliação do emprego rural através de uma reforma agrária.

(1) É interessante observar que o PAEG interpreta o crescimento no início da década de 60 como resultado, em parte, da acumulação dos estoques de café (pág. 18) e o declínio em 1962 e 1963 como fruto, além da 'intranquilidade política e social', a elementos de caráter aleatório como secas, geadas e incêndios. Parece óbvio que seus elaboradores não podiam reconhecer nenhum tipo de dificuldade pelo lado real da economia pois isto corresponderia a absolver em parte os gestores de política recém-depostos.

A política de comércio exterior, além das propostas sempre presentes em todos os Planos de Ação - taxa cambial realista para estimular as exportações, eliminação dos subsídios e depósitos compulsórios na importação, renegociação da dívida externa, etc - apresentava uma novidade ao propor incentivos à entrada de capitais estrangeiros pela eliminação de certos artigos restritivos na Lei de Remessa de Lucros. O Programa diagnosticava que nos anos 1962/63 o ingresso de capital autônomo estrangeiro havia declinado por força destas restrições.

O ponto focal do PAEG, no entanto, estava na avaliação da inflação e na política de estabilização. O diagnóstico era simples e claro: o processo inflacionário brasileiro tem suas raízes na inconsistência da política de distribuição do produto entre os setores posto que:

- i) o dispêndio governamental é superior à retirada do poder de gasto do setor privado, e
- ii) a propensão a consumir, decorrente da política salarial é incompatível com a propensão a investir, associada à política de crédito (pág. 28).

A relação de causalidade é apontada como: déficit público gera elevação dos preços; estes deflagram o aumento dos salários, que por sua vez pressiona as empresas pelo lado dos custos, obrigando-as a recorrer ao crédito bancário (pag. 29). Observa-se portanto que a novidade introduzida com relação ao Plano Trienal é a elevada 'propensão a consumir decorrente da política salarial'. As medidas de política decorrentes deste diagnóstico são imediatas:

- i) contenção do déficit governamental (novamente!) através do corte das despesas de custeio, reforma do sistema tributário e recuperação da dívida pública.
- ii) elaboração de uma política de salários compatível com a política monetária, de tal forma que os custos não aumentassem proporcionalmente mais que a demanda. A última parte da frase (verbatim do PAEG) é de extrema importância para compreendermos o diagnóstico pois fica claro que os salários, neste caso, estão entrando como componente de custo e não de demanda, em termos da pressão inflacionária.
- iii) o crédito às empresas deveria se ajustar ao aumento do PIB em preços correntes, isto é, não deveria haver compressão real financeira sobre as empresas.

### 5.6.1. Inflação e Crescimento

As políticas concretas adotadas bem como suas justificativas serão examinadas mais adiante. No momento cremos ser importante discutir alguns aspectos da inflação brasileira.

Não há assunto talvez mais controvertido na teoria econômica do que a inflação. Ao nível teórico existem diversas concepções do fenômeno inflacionário e dezenas de interpretações. Portanto, as possibilidades de políticas de estabilização são amplas e controvertidas. No entanto, a grande maioria destas concepções pode ser grupada em alguns conjuntos fundamentais dos quais derivam as diversas interpretações.

O primeiro 'tipo' de inflação que pode se identificar é aquele que desborda das teorias monetárias macroeconômicas, a inflação de demanda. Este é o tipo mais comumente diagnosticado e isto porque a maioria dos modelos macroeconômicos só admite uma elevação permanente nos preços quando há um excesso de demanda. Este também é o diagnóstico mais antigo e remonta às teorias livre-cambistas e do padrão-ouro onde os ajustes automáticos do balanço de pagamentos se fazem via modificações nos preços através das influências sobre a demanda.

Do primeiro modelo monetário macroeconômico, a Teoria Quantitativa, surge a idéia da inflação por demanda. A proposição é simples pois o excesso de  $M$ , dada  $V$  constante, implica um alto  $MV$ , isto é, uma elevação da demanda monetária. Este  $MV$  inchado frente a um produto de pleno emprego,  $PT$ , se resolve pela elevação de  $P$ . A origem do excesso na quantidade de moeda pode ser um superávit no balanço de pagamentos ou um déficit do governo financiado por emissões. No primeiro caso, se a economia está em um sistema de paridade fixa (padrão-ouro, por exemplo) a elevação de preços internos estimula as importações e desestimula a demanda por exportações, fechando automaticamente o déficit do comércio; se a taxa é flutuante, a elevação dos preços internos pressiona a taxa no sentido de desvalorizá-la e age da mesma forma em relação às exportações e importações.

No segundo caso, a elevação dos preços internos frustra a intenção do setor público de elevar seu gasto frente aos demais setores e se o orçamento do ano seguinte não é deficitário, os preços terão se elevado de uma vez para sempre.

Esta versão simples e ingênua da inflação de demanda é criticada em geral pois não permite visualizar os mecanismos de transmissão do excesso de moeda. A variante de

Wicksell de certa forma enfraqueceu esta crítica ao introduzir em seu modelo monetário a atuação dos bancos comerciais como elemento desestabilizador do mercado de poupança-investimento, gerando modificações nos preços. Para isto basta que os bancos comerciais fixem uma taxa de juro diferente da taxa natural. Se a taxa de mercado é inferior à taxa natural, a demanda por investimento é superior à oferta de poupanças; se por outro lado os bancos comerciais sancionam este excesso de demanda por investimento através da expansão da moeda, então os preços sobem, financiando o excesso de investimento e captando a poupança forçada pela queda real no consumo. Enquanto os bancos comerciais dispuserem de reservas ociosas, o processo de elevação dos preços persistirá. A terapia, então, seria a imposição pelas autoridades monetárias de maiores reservas compulsórias ou a atuação em mercado aberto que, além de eliminar o excesso de moeda, elevaria a taxa de juros (1).

A inflação no modelo keynesiano não é mais do que uma generalização do modelo de Wicksell. Em pleno emprego, uma queda na taxa de juro implica elevação do gasto global que por sua vez só se resolve via elevação dos preços face a um produto constante. Esta elevação de preços, no entanto, não modifica o consumo real nem o gasto real do governo, e portanto não haverá estabilidade enquanto não se fechar o hiato real entre a oferta e a demanda. A novidade no modelo keynesiano, no entanto, é a quebra no vínculo estreito entre moeda e preços, admitindo inclusive uma inflação com o estoque de moeda constante. De fato, se os preços recebem um aumento autônomo (via importações, por exemplo) haverá uma elevação da demanda por transações, o que no mercado de dinheiro tenderá a elevar a taxa de juro (já que o estoque de moeda é constante). A elevação da taxa de juro implica diminuir o nível de investimento e conseqüentemente a demanda efetiva. No entanto, esta elevação da taxa de juro também diminui a demanda especulativa por moeda, libera saldos ociosos que atenderão em parte à maior demanda por transações. Portanto a elevação na taxa de juro não é suficiente para amortecer o investimento a níveis adequados a uma redução da demanda efetiva e conseqüentemente impedir a elevação dos preços (2). O aumento de preços só será eliminado neste caso por uma queda no gasto público. Portanto, o superávit do Tesouro pode eliminar a inflação não por causa do menor estoque de moeda mas pela queda na demanda efetiva.

O segundo 'tipo' de inflação é identificado como aquele que pressiona os custos das empresas. Neste caso as teorias começam a ficar mais nebulosas pois não existe convenientemente desenvolvida uma teoria de empresa ao nível macroeconômico, isto é, não há uma ponte entre os dois níveis de análise, posto que a variável custo não aparece explicitamente nos modelos macroeconômicos.

(1) Schumpeter, no entanto, vê nesta poupança forçada e no aumento de preços uma situação apenas temporária enquanto os empresários realizam o investimento para posteriormente devolvê-lo ao mercado sob a forma de uma quantidade ampliada de bens de consumo (veja Schumpeter, 1936, Cap. III).

(2) Aparecem, é claro, efeitos secundários sobre a demanda efetiva, além da queda parcial do investimento. O aumento de preços pode fazer cair a demanda por exportações, o consumo real pode diminuir pelo efeito Pigou, etc.

Nesse modelo, quando qualquer custo se eleva, a empresa tende a proteger sua taxa de lucro pela elevação de seu preço. No entanto, para que isto ocorra, é necessário que a empresa tenha controle sobre seus preços. Isto é, a condição da inflação de custos supõe ausência de concorrência perfeita, pois neste caso uma elevação de qualquer insumo implica a absorção via diminuição de lucros. Como inexiste concorrência perfeita na maioria dos setores econômicos, a teoria da inflação de custos fica fundamentalmente prejudicada.

A alternativa a esse obstáculo é simples e supõe que as empresas operam efetivamente em regime de oligopólio e, portanto, tem controle sobre seus preços de venda. A um aumento de custo qualquer, as empresas reagem pela elevação de preços buscando manter constante a margem sobre seus custos diretos. A condição suficiente para que este procedimento implique aumento de preços é que as autoridades monetárias sejam suficientemente permissivas e ofereçam o volume de moeda adequado às transações ao novo nível de preços (1). É importante ficar claro que a teoria da margem bruta não necessita do suposto de pleno-emprego para explicar a inflação como as teorias de inflação de demanda. Cabe também entender quais os mecanismos cumulativos presentes no processo. Para que haja um processo permanente de elevação de preços é necessário que todos os setores reajustem seus preços na forma indicada. Assim, os preços interindustriais vão se elevando por etapas até chegar aos bens de consumo final, o que acarreta a elevação dos salários, recomeçando o ciclo. Os setores cuja estrutura oligopolista e oligopsonista é mais forte correm na frente dos demais, que lhes seguem na elevação dos preços. Portanto, as três condições que devem estar presentes neste processo são:

- i) um sistema de preços baseado na margem bruta sobre os custos diretos,
- ii) setores oligopolizados, e
- iii) uma autoridade monetária permissiva.

Este processo só se interrompe no momento em que um dos setores aceita, naquele instante, uma redução na sua participação no produto e não eleva seus preços. No caso da espiral salários-preços a dificuldade reside em estabelecer quem vai interromper os ciclos de elevação, já que não existe uma relação salário-lucro 'natural' ou tecnicamente aceitável (2), mas apenas uma relação historicamente determinada. A política econômica tem que atuar em um equilíbrio de fio de navalha entre controlar os salários e os preços.

(1) Sempre se pode supor, é claro, que em vez de um aumento do estoque de moeda possa ocorrer uma elevação na velocidade de circulação. Esta, no entanto, não pode subir indefinidamente se as autoridades monetárias não expandem a quantidade de moeda e o processo seria interrompido.

(2) A teoria macroeconômica da produtividade marginal e as funções de produção homogêneas do grau um não parecem ser soluções satisfatórias para o impasse.

Não se pode deixar de mencionar uma teoria de certa forma heterodoxa - pelo menos quando foi formulada - divulgada basicamente pela CEPAL nos anos 50, a teoria estruturalista. Brevemente o enfoque estruturalista supõe que:

- i) a inflação é um acompanhante inevitável do desenvolvimento, já que neste processo
- ii) surgem pressões básicas, setoriais em geral, que transmitidas para o restante da economia deslancha um processo cumulativo, talvez no esquema de margem bruta apontado acima.

Entre as pressões básicas se encontram uma oferta de alimentos inelástica, pressões sobre a capacidade para importar, uma deficiente taxa de formação de capital, um sistema tributário deficiente, etc. Circunstancialmente agem o declínio nos termos de intercâmbio, a elevação do gasto público nos programas de desenvolvimento, etc. Todo este painel gera distorções no sistema de preços, ineficiências na orientação dos investimentos, mecanismos de controle de preços e de comércio exterior, e perversão de expectativas. Dada a rigidez da distribuição de renda pública/privada e pessoal, manifesta-se uma incapacidade do Estado resolver e impedir que a disputa do produto entre salários, lucros e rendas tributárias se explicita na inflação.

A inflação dilui as tensões desta disputa, e apenas uma forte taxa de crescimento do produto pode de fato, e alternativamente, eliminar estas tensões. Os instrumentos tradicionais de política fiscal e monetária são impotentes para resolver a questão.

Estas idéias geraram fortes críticas dos chamados 'monetaristas' (1). Seu argumento é que a inflação deprime o crescimento; as inelasticidades alegadas pelos estruturalistas são fruto das distorções dos preços relativos causadas pela própria inflação (por exemplo as distorções nas tarifas dos serviços públicos, os subsídios à importação, limitações à taxa de juro, etc.). Cabe, portanto, um combate permanente à inflação se se quer fazer expandir a taxa de crescimento. Implícito na argumentação monetarista está uma teoria de excesso de demanda monetária fruto, basicamente, dos permanentes déficits públicos (2).

(1) A exposição clássica dos estruturalistas é, obviamente, a de O. Sunkel em 'Um esquema geral para análise da inflação' (Econômica Brasileira, Vol. 3, no 3/4, 1957) e 'La inflación Chilena. un enfoque heterodoxo' (Trimestre Económico, Vol. XXV, no. 100). A melhor exposição da posição 'monetarista' é, a meu ver, a de R. Campos 'Two views of inflation in Latin America' (Campos, 1961). Veja neste mesmo livro o excelente artigo de D. Felix 'An alternative view of the monetarist structuralist analysis'.

(2) O que, incidentalmente também está implícito na teoria estruturalista, ainda que os focos de demanda excessiva sejam setoriais na sua maior parte.

Finalmente, uma interpretação da inflação, ligada especialmente ao Brasil não pode deixar de ser mencionada. Trata-se da análise de I. Rangel (1) que critica tanto estruturalistas como monetaristas. Não obstante longa, sua argumentação pode ser sintetizada nos seguintes pontos.

Em primeiro lugar, Rangel examina a distribuição de renda da economia brasileira, herdada da época colonial e do modelo primário-exportador, altamente concentrada, que implica uma baixa relação consumo/investimento. A gênese do problema se coloca na estrutura agrária onde a alta taxa de exploração (no sentido marxista) ou a baixa propensão a consumir (no sentido keynesiano) implicam o surgimento de a) excedentes agrícolas sem mercado e b) excedentes de mão-de-obra sem emprego. Posteriormente, ao longo do processo de substituição de importações, a alta relação investimento/consumo gerou também capacidade ociosa, seja planejada, seja pelas vultosas inversões requeridas. Sua primeira conclusão é que, ao contrário do que alegam estruturalistas e monetaristas, a economia brasileira sofre, como toda economia capitalista, de uma **insuficiência** crônica de demanda, que se explicita em permanente capacidade ociosa.

Em segundo lugar, observando agora pelo lado da renda, Rangel argumenta que a elevada relação excedente/consumo implica que este excedente deverá ser investido sob pena de declínio na renda, o que gera uma sobreinversão e o aparecimento de capacidade ociosa generalizada. Assim, Rangel conclui que a economia brasileira tem que crescer a taxas elevadas para absorver os excedentes de capital gerados a partir da distribuição da renda ou cair em depressão.

Em terceiro lugar, Rangel redefine o conceito de investimento, incluindo nele tudo que não seja consumo corrente. O que importa é o excedente ser utilizado produtiva ou improdutivamente, e é este nível de gasto do excedente que em última instância determina a taxa de crescimento. Isto é, a crônica subutilização da capacidade produtiva implica deprimir o crescimento da renda a não ser que a taxa de investimento se mantenha elevada.

Em quarto lugar, Rangel observa que o problema aparece quando se esgotam as oportunidades de investimento rentável em um ciclo. A taxa de inversão tende a cair e a economia tende à depressão. Rangel, então, conclui que a inflação é o mecanismo de defesa da economia contra a redução da taxa de investimento, criando estímulos à sua manutenção. Este é o papel estratégico e funcional da inflação. Desta forma, a inflação ao deprimir a preferência pela liquidez, induz ao investimento ou à mera especulação com ativos reais, mas que de qualquer modo impedem a depressão da renda. O investidor tem

(1) I. Rangel, 1963. Mesmo se não se aceitar a argumentação de Rangel, não se pode deixar de considerar a forma brilhante com que previu, em 1963, as dificuldades e saídas possíveis da economia brasileira na década que se seguiu.

um 'lucro nominal' mas que é superior ao que teria se tivesse mantido os recursos em moeda. Isto é, a rentabilidade real negativa nada tem de extraordinário frente à alternativa de perder mais caso não realize o investimento. Em particular, com a expansão do sistema financeiro, esta rentabilidade se exprime através da taxa de juro negativa. Portanto, a taxa de juro negativa é uma necessidade do sistema de induzir às imobilizações requeridas (1). Secundariamente, Rangel conclui que uma condição para a operação deste mecanismo é a criação permanente de moeda por parte das autoridades monetárias, o que só é possível se o setor público tem um déficit orçamentário permanente. Assim, neste esquema o déficit público também cumpre um papel estratégico e funcional.

As alternativas que Rangel coloca para eliminar a inflação como estimulante da taxa de investimento estão basicamente ligadas à realização de reformas no sentido de possibilitar a transferência intersocial dos disponíveis financeiros. Assim se poderia aproveitar melhor as oportunidades de investimento, e em seguida, dirigir estes fluxos para os setores retardatários, isto é, para aqueles que ainda não tenham capacidade ociosa (2).

Vejamos agora quais as interpretações que foram feitas sobre inflação brasileira. Com poucas exceções, todas elas identificam a inflação brasileira como decorrente do excesso de demanda ou, o que é o mesmo, da escassez de poupança. Em particular, os trabalhos que não tratam especificamente das questões monetárias, não procuram dar uma interpretação mais elaborada, preferindo diagnosticar o excesso de moeda como responsável pela elevação dos preços e rapidamente tratar de outros assuntos. Muitas vezes, parece implícito que a inflação é causada simplesmente por uma má gestão da política monetária, consequência do baixo nível técnico ou outros motivos inconfessáveis dos Ministros da Fazenda.

O exercício em geral é simples. Monta-se a série de preços, junta-se a série de meios de pagamento, faz-se uma correlação e estamos prontos a 'explicar' 90 ou 95% das variações nos preços pelas variações nos meios de pagamento. O passo seguinte é relacionar o aumento dos meios de pagamento com o déficit público e novamente obtém-se excelentes correlações, descobrindo-se então o vilão da história: o gasto público em excesso da arrecadação fiscal. Alguns exercícios mais sofisticados introduzem algumas outras variáveis, como a elevação dos preços de importação, os aumentos salariais e as expectativas para melhorar o poder de explicação da equação (3).

- (1) Incidentalmente, Rangel observa que a existência da taxa de juro negativa é uma evidência da abundância de capital frente à demanda, ao contrário da interpretação ortodoxa de escassez de capital.  
 (2) É ocioso lembrar que na interpretação de Rangel não se nega a escassez global de capital, observada sob o ponto de vista social. A questão se liga à rentabilidade privada dos novos investimentos.  
 (3) Veja por exemplo Netto, 1965 e Simonsen, 1964. É interessante observar que desta forma todos os Ministros da Fazenda desde 1964 tiveram o excesso de demanda como paradigma da inflação brasileira. De fato, Bulhões (1964/67), Netto (67/74) e Simonsen (74/78) comungavam os mesmos pontos de vista com pequenas distinções.

Esta interpretação e as 'evidências' apresentadas tem um leve sabor de tautologia. De fato, seria difícil conceber um processo inflacionário em que os meios de pagamento não evoluíssem, no longo prazo, paralela e proporcionalmente aos preços. Uma alternativa válida seria a tentativa de ajustar uma função do tipo proposta por Friedman (1956, cap. 1), o que no entanto não se mostrou significativo (Netto, 1965) dado o crescimento baixo e constante na velocidade de longo prazo. Ademais, explicar a elevação dos meios de pagamento pelo déficit público quando se sabe que no Brasil no período examinado este déficit era coberto sistematicamente na sua quase totalidade por expansão primária de moeda parece ainda mais tautológico. Para esclarecer o ponto basta observar que estes modelos interpretativos não conseguiram explicar como, a partir de 1966, eliminado o déficit público, a inflação continuou presente a níveis superiores a 20% a.a. Da forma simples como são apresentados estes modelos parecem mais uma justificativa de gestores de política que dispõem de poucos instrumentos de controle do que uma interpretação válida do fenômeno (1).

As teses estruturalistas nunca foram testadas no Brasil por seus autores ou defensores. Por outro lado, várias pesquisas foram realizadas buscando mostrar que elas não eram válidas (2). Kahil, por exemplo, mostra que todas as principais teses estruturalistas não se ajustam à experiência brasileira. Onde parece haver unanimidade é na questão da inelasticidade da oferta agrícola pois é fácil demonstrar por um exercício simples que a oferta de alimentos cresceu mais do que a renda per capita, e do que o consumo per capita, se se considera uma certa elasticidade - renda da demanda por alimentos. A questão, na verdade, é que pouco importa a oferta física de alimentos (como colocado por Sunkel originalmente) mas sim a oferta a nível do consumidor, o que, segundo Kahil, efetivamente pressionou os preços dada a interveniência de mecanismos de comercialização imperfeitos (3).

As teses de Rangel tampouco foram verificadas empiricamente, basicamente pela ausência de dados adequados ao seu modelo, não obstante algumas evidências indiretas confirmarem de certa forma suas idéias (Ekerman, 1970). Outra evidência é a de Morley

- (1) Como foi observado em uma pesquisa sobre inflação no Brasil 'economias atrasadas são particularmente vulneráveis à instabilidade monetária, e, de forma mais geral, (que) não podemos nos contentar em explicar a inflação meramente assinalando a desordenada expansão do crédito bancário, déficits orçamentários rapidamente crescentes, ou aumentos agudos nos salários, mas devemos observar por detrás destas causas imediatas da inflação os fatores que os determinam' (Kahil, 1973, Prefácio).  
 (2) Não obstante terem obtido resultados algo conflitantes. Veja por exemplo Kahil (1973) e Netto (1965).  
 (3) Um outro ponto, não-econômico, mas fundamental é que parece um pouco absurdo querer mostrar que a oferta de alimentos cresceu adequadamente face ao incremento da renda per capita e de um coeficiente de aproximadamente 0,5 de elasticidade - renda da demanda tirado da Lei de Engel, se se tem em conta a distribuição de renda vigente e os padrões nutricionais do país. Em outras palavras, parece ridículo falar de oferta adequada de alimentos quando pelo menos metade da população passa fome e a maioria se encontra em baixíssimos padrões nutricionais; mas isso efetivamente não influi nos preços de alimentos apesar de que o coeficiente de 0,5 poderia ser seriamente contestado.

(1971) que ao comparar as taxas de inflação por setor industrial e as respectivas taxas de crescimento nos períodos 1955/58 e 1962/65 observa que os setores que crescem mais lentamente (ou decrescem) seu produto, são os que mais elevam seus preços. Morley fica tão surpreendido com este resultado que não tenta nenhuma explicação. Isto, no entanto, à luz dos argumentos de Rangel, é compreensível como uma defesa da taxa de lucro nominal das empresas em face de um declínio na demanda de seus produtos.

As considerações desenvolvidas acima e o exame da evolução da economia brasileira nos dão material suficiente para permitir uma análise das causas mais diretas da inflação brasileira. O Quadro 5.15 mostra as taxas de inflação medidas pela variação do Índice Geral de Preços coletados pela FGV, no período 1947/68.

Quadro 5.15

Brasil Índice Geral de Preços  
1952 = 100

	Índice	Variação %		Índice	Variação %
1947	61	-	1958	263	13,4
1948	65	6,6	1959	363	38,0
1949	69	6,2	1960	467	28,7
1950	77	11,6	1961	640	37,0
1951	89	15,6	1962	971	51,7
1952	100	12,4	1963	1.702	75,3
1953	115	15,0	1964	3.242	90,5
1954	146	27,0	1965	5.084	56,8
1955	170	16,4	1966	7.011	37,9
1956	203	19,4	1967	9.001	28,4
1957	232	14,2	1968	11.181	24,2

Fonte: Conjuntura Econômica, vários números.

A economia brasileira, ao terminar a 2ª Guerra, continha focos de inflação estrutural que se mantiveram latentes por 10 anos, antes de se iniciar a forte transformação de seu perfil a partir de 1956/57. Em primeiro lugar, a pressão da oferta de alimentos deve ser entendida não no contexto de uma inelasticidade da oferta física mas sim pela ausência de mecanismos adequados de comercialização. Em segundo lugar, desde 1947, quando se esgotaram as reservas acumuladas durante a guerra, a pressão sobre a capacidade para importar reaparece, pressionando a taxa de câmbio e conseqüentemente os custos das importações. A deterioração dos termos de intercâmbio a partir de 1954 adiciona-se a esta pressão. Terceiro, o sistema tributário era obviamente deficiente se se desejava encarregar o setor público das necessárias obras de infra-estrutura cuja inadequação implicava a existência de gargalos e também causava elevação dos custos.

Todas estas pressões latentes, acrescidas de algumas circunstanciais, determinaram uma taxa de inflação histórica relativamente alta pelos padrões vigentes à época, como forma de resolver a tentativa de apropriação do produto pelos diversos setores em face de um sistema de preços distorcidos.

Em 1956 deflagrou-se o Plano de Metas que redundaria em quase sete anos de crescimento do produto a taxas elevadas. No Plano, o tratamento do problema da estabilidade de preços subordinava-se aos objetivos de transformação da economia, sendo indiferente a qualquer política fiscal, monetária ou de balanço de pagamento. Os esquemas de financiamento eram definidos superficialmente, e não se contemplava nenhuma fonte para os investimentos induzidos pelo gasto autônomo do setor público e investimento do exterior. A conseqüência óbvia foi uma forte pressão sobre as fontes internas de fundos.

A deflagração do Plano de Metas pode ser associada à posta em marcha, a todo vapor, dos mecanismos de amplificação das tensões inflacionárias estruturais. Somente as elevadas taxas de crescimento do período é que não permitiram a degeneração do processo inflacionário. A poupança forçada era criada na margem do crescimento e diluía as tensões.

As reivindicações salariais eram razoavelmente atendidas, não obstante com certo atraso em relação à elevação do custo de vida, mas a partir de 1959 o salário real pára de crescer e começa a declinar. O estabelecimento de controles sobre alguns preços básicos e as tentativas de estabilização eram frustradas pela imediata reação empresarial ao corte do crédito.

O elemento dinamizador do crescimento passa a ser o gasto público, se bem que o estrangulamento externo ainda induzisse a um forte processo substitutivo. Face ao deficiente sistema tributário, geraram-se elevados déficits orçamentários, financiados por expansão primária de moeda e amplificado pela expansão secundária dos bancos sob forte pressão da demanda por crédito. A elevação dos meios de pagamento, assim, sancionava as tensões inflacionárias e o aumento do produto.

A partir de 1962/63, o conjunto de investimentos públicos e privados lançados à raiz do Plano de Metas esgota seus efeitos aceleradores e multiplicadores, o que, aliado a fatores conjunturais (políticos e climáticos) reduz a taxa global de investimento, resultando em queda na taxa de crescimento da economia. A consequência imediata foi a aceleração da taxa inflacionária (1), como forma de defesa da taxa de lucro nominal das empresas. Os mecanismos de propagação já estavam montados e as margens brutas foram rapidamente reajustadas. O Estado, em profunda crise política, tornou-se incapaz de solucionar a luta pela renda, neste momento quase estagnada, sem possibilidade de distribuí-la na margem. O combate à inflação passa a ser o principal objetivo da política econômica, mas já não é possível controlar sua propagação ou cortá-la sem aumentar a crise política. O Plano Trienal, tentando conciliar a estabilidade com a manutenção do crescimento, estava fadado ao fracasso.

Saltando momentaneamente a análise do PAEG, e adiantando algumas conclusões, pode-se dizer que a política de estabilização imposta a partir de 1964 conseguiu travar a hiperinflação que se configurava e manter a taxa sob controle, ainda que a níveis bastante elevados. Enquanto a economia permaneceu em um estado de semidepressão - isto é, crescendo a taxas mais baixas que a histórica - a inflação não caiu aos níveis desejados pelos gestores de política. Somente quando em 1967 se inicia um novo ciclo expansivo do investimento e da economia, é que a taxa de inflação cai a seus níveis históricos. Novamente as tensões puderam ser resolvidas na margem do crescimento (2). Paralelamente, a criação de um diversificado sistema financeiro (veja cap. 6) permitiu uma maior fluência nos excedentes financeiros setoriais, possibilitando uma vigorosa elevação nos meios de pagamento sem amplificação das tensões inflacionárias.

(1) Além de fortes movimentos especulativos nos mercados de ações, no câmbio negro, e nos imóveis.

(2) No entanto, quando o novo ciclo termina em 1973, reaparecem as tensões inflacionárias, e a taxa sobe rapidamente acima dos 40%. Apesar da violentíssima pressão de custos verificada em 1973 por força da elevação dos preços do petróleo, não se pode justificar só por isto - pois foi um aumento de uma vez para sempre - a manutenção da inflação acima de 40% nos 5 anos seguintes 1973/79, alcançando 75% em 1979.

### 5.6.2. A execução do PAEG

As modificações institucionais de 1964 criaram as condições políticas para o combate à inflação (1). O regime de força instalado teria a oportunidade de impor políticas de estabilização sem se preocupar com as oposições que certamente se levantariam.

O diagnóstico da inflação era o mesmo de todos os diagnósticos oficiais anteriores que haviam tentado tímidas políticas de estabilização e fracassado frente às resistências surgidas (2). Como vimos, identificava-se uma inflação de demanda, gerada pelos déficits fiscais, sancionada pela expansão primária de moeda para cobrir os déficits, e multiplicada pelos bancos comerciais no atendimento às demandas por crédito das empresas. O problema básico portanto, era visto como uma deficiência de poupança frente aos requisitos de investimento. Isto fica claro quando o PAEG propõe reativar o crescimento concomitante com a estabilização buscando dimensionar fontes não inflacionárias para o investimento público.

No entanto, o Programa continha uma novidade: o estabelecimento de uma política salarial (3), no sentido de conter as elevações de salário real acima da elevação da produtividade. O diagnóstico, visto então por este ângulo, era de uma inflação de custos (4). Aqui o plano é confuso. É possível se ter (ao menos teoricamente) uma inflação mista demanda-custo, quando alguns elementos pressionam os custos e algum outro elemento pressiona a demanda, mas é difícil de aceitar que a mesma fonte (salários) pressione tanto os custos como a demanda.

Apesar do diagnóstico errado (ou pelo menos confuso), a política proposta foi, a nosso juízo, absolutamente correta (dentro do marco institucional vigente) se se tem em conta uma outra interpretação da inflação. Naquele instante, diante de um quadro de quase

(1) Em abril de 1964 o governo Goulart foi deposto por um golpe militar, assumindo a presidência o General Castello Branco, chefe da conspiração. Todos os políticos, congressistas e ministros da esquerda ou supostamente simpáticos às teses de esquerda foram sumariamente afastados de seus cargos, alguns presos e exilados. A bandeira do golpe, que empolgou amplos setores urbanos da classe média era o combate à 'subversão comunista' e à 'corrupção administrativa' do governo Goulart. O novo governo, composto por militares e políticos que estavam na oposição desde 1945 quando da queda da ditadura Vargas, iria finalmente ter a oportunidade de colocar em prática todas as políticas propostas durante anos pelos elementos mais conservadores da sociedade brasileira.

(2) Como os programas de estabilização de Gudin (1955), Lucas Lopes (1958), Mariani (1961) e Dantas (1963).

(3) Incidentalmente, já em 1961 a CNI reclamava um controle sobre os salários como parte da política de estabilização desejando com isto eliminar um componente de aumento de custo no processo inflacionário. Veja-se editorial de D & C, Abril, 1961.

(4) Aliás, já nas primeiras páginas do plano aparece a contradição dos elaboradores. Primeiro declara que a raiz da inflação está na elevada propensão a consumir, decorrente da política salarial, - o que corresponde a um excesso de demanda - (pág. 3), e adiante declara que ultimamente (então) alguns indícios sugerem que a inflação brasileira estaria assumindo a tônica de uma inflação de custos (pág. 30).

hiperinflação, a espiral salários-preços precisava ser rompida de algum lado. Um dos setores teria de arcar com a paralisação dos movimentos de reajuste. No quadro político, é óbvio, escolheu-se o lado mais fraco e os salários foram congelados. É sintomático como em nenhum momento o PAEG menciona, e muito menos propõe, qualquer tipo de controle de preços. Pelo contrário, nas poucas vezes que fala de preço é para explicitar a intenção do governo de liberar uma série de tarifas de serviços públicos e insumos básicos mantidos pelos governos anteriores artificialmente baixos (1). Por outro lado, as pressões básicas estruturais se manifestavam através do déficit do setor público (2) e da conseqüente expansão primária de moeda, e optou-se por uma violenta contenção dos gastos de custeio e investimento. Finalmente, a propagação destas tensões, através da expansão do sistema bancário, também seria freiada, indiretamente, pelo controle da expansão secundária. Dado o diagnóstico, o remédio, portanto, era correto.

Algumas das políticas a serem adotadas não apresentavam maiores novidades. O déficit do setor público seria comprimido a partir de uma maior arrecadação tributária (antecipação da arrecadação do imposto de renda pelo seu recolhimento na fonte, adicionais sobre o imposto de consumo e do selo, etc.) e redução na despesa (através de sua postergação para exercícios seguintes). É curioso observar, no entanto, que o Programa supõe que a totalidade do déficit remanescente seria financiado pela expansão dos meios de pagamento (PAEG, item 8.4.2) quando em anos anteriores pelo menos de 5% a 10% deste havia sido coberto por Letras do Tesouro. A explicação resulta do fato de que um dos propósitos do PAEG era eliminar todos os itens compulsórios ligados às operações de comércio exterior (o que na verdade não foi feito) e que era a fonte básica de colocação das Letras. Ao não colocar as LTNs como recursos, o PAEG estava explicitando este fato e implicitamente reconhecendo que ainda não tinha claro de que forma seria recuperada a dívida pública (3).

O controle da expansão do crédito pelos bancos comerciais não apresentava, pelo lado dos elaboradores do Programa, nenhuma disposição de medidas ativas. O PAEG considerava que o crédito bancário era uma variável induzida no processo, que se reduziria

(1) 'Demagogicamente', segundo o PAEG. Este não percebia, ou queria ocultar, a diferença entre manter congelado o preço de alguns alimentos de consumo de massa, transportes urbanos, ou alugueis, que até se pode pensar em demagogia, com o subsídio ao petróleo, energia elétrica e insumos básicos, que beneficiaram diretamente a nascente indústria brasileira.

(2) De fato, era sobre o Tesouro que recaia o custo do subsídio aos produtos importados, o custo dos subsídios aos insumos internos, o custo do subsídio aos transportes, o custo da compra de excedentes agrícolas, o custo das operações regularizadoras dos déficits do balanço de pagamentos, o custo da implantação de certos setores industriais de infra-estrutura, as deficiências do sistema tributário, a obrigação de absorver grandes excedentes de mão-de-obra através do sobreemprego na máquina administrativa; em suma, de absorver todas as mazelas da estrutura econômica brasileira.

(3) Não obstante a Lei 4.357, de 16.07.64, já ter autorizado a emissão destas letras com cláusula de correção monetária. Ver adiante seção 6.5.3.

automaticamente uma vez freiada a expansão primária dos meios de pagamento. Isto era correto na medida em que a taxa do compulsório autorizada pelo Senado já se encontrava no limite máximo de 28%, o redesconto não tinha taxas penalizadoras e o mercado aberto era inexistente. Na verdade, o Programa, deliberadamente ou não (1) propunha um extraordinário aumento para o crédito ao setor privado. De fato, enquanto que em 1963 estes empréstimos haviam aumentado de Cr\$ 643,3 milhões, o PAEG projetava para 1964 um acréscimo de Cr\$ 1.681 milhões, isto é, uma elevação de 143% '... calculada de modo a ultrapassar um pouco a proporcionalidade do incremento dos meios de pagamento, tendo em vista a compressão real de crédito ocorrida nos últimos anos' (PAEG, pág. 66). Resta saber se 143% é 'um pouco mais' que os 70% projetados para os meios de pagamento. De qualquer forma, estas projeções estavam em flagrante contradição com os objetivos do Programa de reajustar os empréstimos proporcionalmente ao incremento do produto corrente (PAEG, pág. 34). Fica portanto clara a intensão prática de não comprimir as empresas na luta contra a inflação.

Assim, todo o peso da política de estabilização recaiu sobre os salários. A política imposta partiu do suposto simples de que o salário real vinha se elevando acima do incremento da produtividade (2). Esta afirmação pode ser checada no Quadro 5.16 que mostra a evolução do salário-mínimo de 1952 a 1969 (3). Pode-se observar que o salário-mínimo na cidade do Rio de Janeiro (o mais alto do país) cresceu até 1959, oscila nos dois anos seguintes, e cai progressivamente até 1969 (exceção de 1965 quando se recupera um pouco). Em 1969 estava abaixo do nível real de 1952. As medidas de produtividade são normalmente deficientes, mas uma aproximação pode ser feita pela evolução da renda per capita. Novamente observa-se que somente até 1959 o índice do salário real está acima do índice da renda per capita; a partir desta data, os reajustes salariais foram sistematicamente abaixo da variação da produtividade (4). Portanto o PAEG parte de uma premissa falsa para justificar sua política salarial.

A seguir, observa o PAEG que os reajustes salariais vinham sendo realizados procurando repor o salário real no pico do reajuste anterior '... método (que) peca obviamente pela arbitrariedade da origem...' (PAEG, pág. 84). Propõe, então, que os reajustes futuros sejam realizados não pelo pico do valor anterior, mas pela média vigente nos dois anos anteriores, acrescido da metade da previsão da inflação do ano seguinte. Este

(1) É impossível saber se o resultado foi obtido diretamente ou por resíduo.

(2) Isto não está explícito na PAEG mas encontra-se em todos os escritos de seus elaboradores e defensores.

(3) A utilização do salário-mínimo como representativo dos rendimentos urbanos é justificada quando se tem em conta que a) a maioria dos salários urbanos é fixada em unidades do salário-mínimo e b) as estimativas para 1960 dão conta que 90% da população tinha uma renda média inferior a um salário-mínimo (IBGE-DEISO, Tabelas Seleccionadas).

(4) Esta comparação seria ainda mais dramática se fosse feita com os índices de produtividade na indústria. Veja Miniplan, Setor industrial, 1967.

Quadro 5.16  
Salário Mínimo. Rio de Janeiro

			Cr\$						
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)			
Jan	1	1952	1,20	30	1952	1,19	100,0	-	100,0
Jul	4	1954	2,40	25	1953	1,04	87,4	-12,6	100,0
Ago	1	1956	3,80	29	1954	1,22	102,5	17,3	105,9
Jan	1	1959	6,00	21	1955	1,41	118,5	15,6	109,8
Out	18	1960	9,60	12	1956	1,47	123,5	4,3	118,8
Out	16	1961	13,44	14	1957	1,62	136,1	10,2	115,7
Jan	1	1963	21,00	14	1958	1,43	120,2	-11,7	121,6
Fev	24	1964	42,00	12	1959	1,70	142,9	18,9	125,5
Mar	1	1965	66,00	12	1960	1,38	116,0	-18,8	133,3
Mar	1	1966	84,00	12	1961	1,56	131,1	13,0	143,1
Mar	1	1967	105,00	12	1962	1,36	114,3	-12,8	145,1
Mar	26	1968	129,60	13	1963	1,35	113,4	-0,8	143,1
Mai	1	1969	156,00	12	1964	1,25	105,4	-7,1	143,1
					1965	1,32	110,9	5,2	143,1
					1966	1,27	106,7	-3,8	147,1
					1967	1,23	103,4	-3,1	149,0
					1968	1,18	99,2	-4,1	158,8
					1969	1,18	99,2	-	168,6

- (1) Data do Reajuste
- (2) Valor Corrente em Cr\$
- (3) Número de Meses em Vigor
- (4) Valor Real Deflacionado pelo IGP-FGV, ponderado pelo número de meses em vigor, incluindo o 13º salário a partir de 1963.
- (5) Índice de (4)
- (6) Variação Anual de (4)
- (7) Índice da Renda/capita

Fonte: Conjuntura Econômica, Novembro 1972, Estatísticas Básicas. Anexo.

método, tão arbitrário quanto o até então vigente, pois nada evidenciava que a 'justa' participação dos salários na renda se dava exatamente quando o salário-mínimo era fixado pela média e não pelo pico, foi saudado como 'a substituição das pressões grevistas por uma fórmula aritmética' (1). A fórmula claramente tem uma falha irreversível. De fato, desde que a projeção da inflação fique abaixo da inflação efetiva, o salário real cai, o que foi exatamente o que ocorreu no período. Mesmo quando ela foi mais tarde 'aperfeiçoada' para levar em conta este fato no reajuste seguinte, não corrigiu o ponto básico. A nova fórmula reajustava o nível anterior, mas não devolvia a renda perdida no período, igual à diferença absoluta entre a integral da curva salarial projetada e da curva real (2). Esta política, no entanto, permitiu resolver a incompatibilidade da distribuição funcional da renda em um período de baixo crescimento quando deveriam se agudizar as tensões inflacionárias estruturais.

O triênio da vigência do PAEG, 1964/66, caracterizou-se por dois aspectos. Em primeiro lugar, sob o ponto de vista institucional, realizaram-se profundas reformas no sistema administrativo e econômico do país. De fato, o Brasil havia expandido sua economia global, setorial e geograficamente, com grande intensidade nos últimos vinte anos sem que o aparelho institucional fosse grandemente alterado. Tanto o setor público como a economia reclamavam reformas no sentido de dotá-los de um painel de instrumentos e mecanismos mais modernizados, adequados a uma nova realidade do país. As chamadas Reformas de Base que haviam polarizado o debate público até 1963 foram suavizadas no seu conteúdo político, mantendo no entanto muitas delas o mesmo espírito original (3). Realizou-se no período a reforma bancária, a do mercado de capitais, a reforma administrativa do setor público, a reforma tributária, a reforma habitacional, entre outras (4).

Em segundo lugar, especificamente com relação ao PAEG, observa-se ao longo dos três anos um gradual aperto nas medidas antiinflacionárias. O êxito do primeiro ano da política em que foi possível paralisar a hiperinflação que se delineava, não foi seguido por uma redução dentro da programação do PAEG. Os 25% projetados para 1965 ficaram no entorno de 40%, o mesmo ocorrendo em 1966. Fica clara a perplexidade dos gestores de política frente a uma inflação que teimosamente não recuava mesmo com a força total dos instrumentos aplicados. Depois de dois anos, com o déficit fiscal reduzido e financiado por fontes não inflacionárias, e com uma violenta redução nos salários reais, a única alternativa foi pressionar o crédito privado, a variável induzida no modelo do PAEG. A única política

(1) Simonsen, considerado o elaborador da fórmula.

(2) Portanto, às vezes, a aritmética é um pouco mais injusta que a matemática.

(3) A mais alterada foi, sem dúvida, a proposta de Reforma Agrária, substituída pelo Estatuto da Terra (Lei 4.504, de 30.11.64) que era mais uma declaração de princípios em favor do aumento da produção e produtividade agrícola do que uma reforma (Veja Miniplan, 1965).

(4) Entre abril de 1964 e 29.11.66 entraram em vigor 838 leis, 5.685 decretos, 3 atos institucionais, 24 atos complementares, 58 circulares do Banco Central, 41 Resoluções do CMN, 476 portarias, e 99 circulares do Ministério da Fazenda. Correio da Manhã, 20.12.66, citado por CEPAL, 1966.

seguida coerente e sistematicamente ao longo dos três anos foi a política fiscal, ou seja, o único instrumento realmente sob total controle das autoridades monetárias. A política monetária e de crédito, a princípio liberal, foi gradualmente apertando os controles sobre a expansão secundária, mas teve de recuar diversas vezes dadas as sucessivas crises que afetaram vários setores. Quanto à política salarial, esta foi progressivamente ampliando o raio de ação da 'fórmula' estabelecida, para em 1966 nenhum aumento salarial chegar a ser efetivado acima dos valores por ela estabelecidos.

É curioso observar como na medida em que os focos de inflação diagnosticados pelo PAEG foram sendo efetivamente eliminados, e nem por isso a taxa inflacionária caía a menos de 40%, as interpretações foram se modificando (1). Esta observação é importante na medida em que depois de 1967, já com novo diagnóstico, a política monetária e de crédito muda por completo, como veremos mais adiante.

O Quadro 5.1 mostra que durante o triênio o produto expandiu-se a uma taxa média de 3,1% ao ano, ligeiramente superior ao crescimento demográfico. Não obstante flutuações violentas em cada ano, a agricultura ficou praticamente nos níveis de 1963, e a indústria cresceu a uma média anual de 3,4%, substancialmente inferior ao crescimento de mais de 10% no período 1956/62. Portanto, a característica geral do desempenho da economia no período foi de praticamente uma estagnação. Isto fica claro quando se observa que a formação bruta de capital fixo tampouco se expandiu até 1966, quando se reativaram alguns programas de investimento público.

O que se conclui, portanto, é que o corte violento na expansão primária dos meios de pagamento em uma fase recessiva da economia, não criou maiores dificuldades para eliminar o excesso de moeda e trazer a taxa de inflação de 90% para 40%. Passada esta primeira fase no entanto, os fatores estruturais - no sentido adotado na seção 5.6.1 - mantiveram-se presentes impedindo a queda adicional da taxa de inflação. Isto é, face à recessão, mantinha-se a inflação. Esta só volta a seus níveis históricos quando a economia retoma o crescimento em 1967/68. A meta do PAEG de crescimento de 6% fracassou tendo em vista o não reconhecimento por parte de seus elaboradores de que a economia brasileira atravessava uma fase recessiva de reajustes entre a capacidade instalada e a demanda global, e sim na insistência de que as dificuldades que atravessava a economia eram simplesmente fruto das altas taxas de inflação.

A contenção do déficit público foi, sem dúvida, o maior êxito do PAEG. O Quadro 5.17 mostra o valor da execução orçamentária da União e a carga tributária. Observa-se que o

(1) As análises anuais da APEC por exemplo vão insistindo cada vez mais na tese da inflação de custos, e em 1966, é positiva ao afirmar que em 1963/64 a 'inflação era de custos dada a agitação grevista' (pág. 8), o que tampouco era consistente com a manutenção da inflação depois da queda no salário real.

gradual declínio no déficit de caixa do Tesouro é resultado do duplo movimento de elevação da receita e contenção da despesa. O déficit como proporção da receita declina de 54,3% em 1963 para apenas 10,2% em 1966. Por outro lado, o decréscimo na pressão do déficit sobre as autoridades monetárias, e conseqüentemente sobre a expansão dos meios de pagamento, pode ser observado pelo aumento da participação das Letras e Obrigações do Tesouro Nacional no financiamento, passando de 11% em 1963 para 55% em 1965 e tornando-se o Tesouro em 1966, pela primeira vez na história econômica do Brasil, supridor líquido de recursos para as autoridades monetárias.

Observa-se também que, em termos reais, a receita expandiu-se nos três anos (cerca de 14% ao ano), paralelamente a um declínio da despesa nos dois primeiros anos e um forte crescimento em 1966. A conseqüência deste movimento foi a elevação da carga tributária bruta global da União. Em particular, a União passa a participar de 13,9% do PIB em 1963 para 19% em 1966. A elevação da receita deveu-se a dois pontos. Em primeiro lugar, já em 1964, o governo realizou uma 'reforma tributária de emergência' elevando em 20% as alíquotas do imposto de consumo e do selo (Lei 4.388) e passando a cobrar o imposto de renda na fonte o que não só elevou a arrecadação, dado o maior controle permitido por este método, como antecipou receitas.

Quadro 5.17

União  
Orçamento Efetivo, Déficit de Caixa e Financiamento  
Plano Trienal e PAEG  
Milhões de Cr\$ Correntes

	1963	1964	1965	1966
Receitas	930,3	1.888,9	3.140,3	5.728,0
Despesas	1.435,0	2.637,0	3.728,2	6.314,6
Déficit	504,7	748,1	587,9	586,6
<b>Financiamento</b>				
Autoridades Monetárias	449,2	664,5	264,7	-56,8
Letras do Tesouro	55,5	83,6	323,2	643,4
Letras/Déficit (%)	11,0	11,2	55,0	109,7
Receita a Preços de 1952	54,6	58,2	61,7	81,5
Despesa a Preços de 1952	84,2	81,2	73,2	89,8
Carga Fiscal - Total	22,5	23,8	26,4	29,5
Carga Fiscal - União	13,9	14,3	16,8	19,0

Fonte: Boletim do Banco Central, vários números. Conjuntura Econômica, vários números.

Em segundo lugar, a lei que criou a correção monetária (Lei 4.357, de 16.07.64) se por um lado permitiu que as cotas de depreciação fossem calculadas sobre os ativos corrigidos, por outro obrigou que sobre esta reavaliação fosse pago imposto de renda. Ademais obrigou a atualização monetária dos débitos fiscais, que se constituíam em importante fonte de evasão de tributos em termos reais. Finalmente, a reforma de emergência elevou as alíquotas do Imposto Único sobre os Combustíveis e Lubrificantes que, ao lado da eliminação dos subsídios ao petróleo (Instrução 270 da SUMOC), significou uma considerável arrecadação adicional.

Em fins de 1965 o governo apresentou projeto de reforma tributária que, quando aprovada (Emenda Constitucional nº 18, de Dezembro de 1965) modificou substancialmente o sistema tributário brasileiro. Por um lado, transformou os principais impostos federais e estaduais (consumo e vendas e consignações) em impostos sobre valor adicionado (IPI e ICM). Por outro lado, criou em todos os níveis da administração novos tributos - ISS, IOF, IUEE, IUM. Desta forma pôde elevar em 1966 sua receita real em 32%.

Paralelamente, tratou o governo de reduzir drasticamente sua despesa (Decreto nº 53.949, de 05.06.64). Neste aspecto, a novidade maior foi o cumprimento do estabelecido no PAEG. De fato, nas tentativas anteriores de compressão de despesa, o programado era sempre um corte nas despesas correntes, evitando compressão dos gastos de investimento. No entanto, dada a maior facilidade de cortes desses últimos e a quase incompressibilidade das despesas correntes, os planos de contenção em geral acabavam recaindo sobre os investimentos. No caso do PAEG, a intenção era a mesma, e pela primeira vez foi possível comprimir os gastos correntes sem afetar significativamente o investimento do governo.

Esta política, por outro lado, era de certa forma contraditória com o diagnóstico da inflação do PAEG. De fato, se a inflação era de demanda, urgia cortar o gasto público pelo lado do componente autônomo, e não necessariamente pelas despesas correntes. No entanto, havia o compromisso de tentar reativar o crescimento, e um corte no investimento autônomo do governo adicionaria um componente depressivo sobre a já debilitada economia. Assim é que (ver Quadro 5.8) o investimento do governo manteve-se crescendo a taxas razoáveis em 1964 e 1965, aumentando substancialmente em 1966. Concluiu-se, portanto, que o gasto em capital jogou um importante papel anticíclico no período. A formação bruta de capital fixo das empresas públicas, no entanto, cujos determinantes são de certa forma independentes da política fiscal, estando mais ligado aos programas de longo prazo, caiu violentamente em 1964, mas rapidamente se recuperou em 1965/66 face aos novos programas setoriais, em especial de mineração e químico.

Desta forma, o peso total da contenção do déficit recaiu sobre o custeio. A nova política salarial permitiu uma violenta compressão sobre os gastos com pessoal que passaram de 42% da despesa da União em 1963 para 31% em 1966 (FGV - Caderno Estatístico, Tab. 1). Esse resultado deveu-se ao fato que os reajustes salariais do setor público, desde o primeiro momento, foram regradados pela nova política, ao contrário do setor privado que só gradualmente foi obrigado a se submeter a ela.

O segundo aspecto da política de contenção de despesas referiu-se aos subsídios transferidos pelo governo federal às autarquias, em especial às de transportes, para cobrir seus déficits operacionais e gastos de investimento (1). A primeira medida foi um reajustamento das tarifas, que haviam sido mantidas congeladas por longo período (ver seção 5.3.2). Elevaram-se assim os custos aos usuários do transporte ferroviário e marítimo, e indiretamente o custo de energia elétrica ao se permitir a reavaliação dos ativos das empresas sobre os quais era calculada a remuneração do capital. Paralelamente, tratou-se de diminuir o gasto de pessoal não só através do congelamento salarial mas pela redução absoluta do emprego (2). Complementarmente foi adotada uma política de elevação da eficiência dos serviços de transporte, através da eliminação de ramais ferroviários e linhas de cabotagem operacionalmente deficitários. O resultado deste conjunto de medidas pode ser avaliado se se tem em conta que em 1966 o volume corrente de subsídios do governo ao setor de transporte havia se reduzido a menos da metade do valor de 1963, o que representou em termos reais uma queda de 88%.

O terceiro aspecto da política orçamentária dizia respeito ao financiamento dos déficits de caixa do Tesouro que eram sistematicamente supridos pelas autoridades monetárias via expansão primária dos meios de pagamento. No Capítulo 6 teremos oportunidade de discutir com detalhes a introdução da correção monetária no sistema financeiro brasileiro. No momento é importante entender que a criação das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN) foi o passo decisivo para a recuperação da dívida pública (3). O governo a princípio não estava convencido de sua aceitação e determinou uma série de aquisições compulsórias por parte de empresas públicas e privadas, bancos, indivíduos, etc. Assim, ao final de 1964, mais da metade da emissão foi colocada compulsoriamente. No entanto, na medida em que o instrumento ganhava a confiança dos detentores de poupanças

(1) Em 1963 e 1964 os subsídios às empresas de transporte do governo alcançaram respectivamente Cr\$ 640,8 milhões e Cr\$ 651,8 milhões, superiores aos déficits do Tesouro Nacional naqueles anos.  
 (2) Estima-se que entre 1964 e 1965 cerca de 10% do total dos funcionários da RFFSA foi demitido. (Brasil 66).  
 (3) Lei 4.357, de 16.07.64 autorizou o Tesouro a emitir até Cr\$ 700 milhões de ORTNs, com prazo 3 a 20 anos, juros de 6% sobre o valor atualizado do principal. A lei, para incentivar sua colocação, dava poder liberatório para pagamento de tributos federais à ORTN vencida, e considerava que a correção monetária não era rendimento tributável.

financeiras, a percentagem de aquisição voluntária foi se elevando para em 1966 alcançar quase 100% (1).

O segundo aspecto da política de estabilização, a política salarial, foi imposta gradual e consistentemente ao longo do triênio. Nos primeiros meses de sua administração o novo governo foi obrigado a dar um substancial aumento salarial ao pessoal civil e militar, objetivando recompor seus vencimentos erodidos pelo último ano de inflação (2), e este seria o último aumento real por muitos anos.

A regulamentação da fórmula de reajustes salariais do PAEG (3) obrigava que apenas o setor público a adotasse compulsoriamente, deixando que os demais setores aderissem voluntariamente ao esquema. Era idéia do governo que havia uma consciência coletiva da necessidade de limitar os aumentos, dispensando-se portanto a imposição por lei (4).

No entanto, a Justiça do Trabalho não vinha observando a fórmula nos julgamentos dos dissídios coletivos, o que gerou sérias críticas dos Ministros responsáveis pela condução da política econômica no início de 1965 (5). Foi proposto então que se estendessem a obrigatoriedade da fórmula aos dissídios coletivos, o que tornou-se lei no meio do ano (6). Ainda assim, isso não foi suficiente para conter os salários (ou reduzi-los) na medida desejada pelo governo, e finalmente em 1966 a fórmula foi estendida a todas as categorias profissionais nos aumentos espontâneos ou não.

Um aspecto secundário no PAEG, mas nem por isso menos importante no plano de estabilização, foi a política cambial e de comércio exterior. Dado o diagnóstico de 'escassez de poupança', o PAEG imputava essencial a contribuição externa no processo de formação de capital. Ademais, a poupança externa, isto é, o déficit em transações correntes, deveria

(1) A introdução da correção monetária, no entanto, não é livre de dificuldades tanto monetárias como fiscais. Por um lado a correção sanciona e sustenta uma determinada taxa de inflação se todos os débitos são atualizados. Por outro lado os encargos da dívida pública interna aumentam substancialmente em termos de despesa financeira uma vez que a circulação de títulos tenha alcançado um volume razoável frente a receita.

(2) Na verdade o aumento foi superior à elevação do custo de vida no período, o que, se ocorrido em 1963, teria sido interpretado como medida demagógica do governo.

(3) Os Decretos 54.018 e 54.228 de setembro/64 criaram o Conselho Nacional de Política Salarial e impediu os reajustes com frequência maior que uma vez por ano, além, é claro, de adotar a fórmula.

(4) Assim é que em 1964 o salário real dos funcionários públicos federais e dos funcionários do Banco do Brasil mantiveram-se congelados caindo em 1965 15% e 13% respectivamente. (CONSPAN, 1965).

(5) Documento de trabalho nº 13 (confidencial) para a reunião de Ministros de 22.02.65, preparado pelo Ministro da Fazenda e Ministro do Planejamento para o Presidente da República (mimeo). Este documento foi posteriormente revisado em suas posições políticas mais delicadas e publicado pelo CONSPAN, 1965.

(6) Lei 4.725, de 13.07.65. Dias Leite alega que na discussão desta lei a posição do governo era também de eliminar o incremento do salário pelo cálculo do resíduo inflacionário, posição que foi vetada no Congresso.

ser coberto de preferência por investimentos autônomos em vez do refinanciamento compensatório. A meta do PAEG era que o investimento externo partilhasse com 20% da formação de capital do país. Considerando-se o produto de 1963, uma taxa de câmbio igual à média do mercado paralelo naquele ano (Cr\$ 950\*/US\$), e uma taxa de poupança de 15% do PIB, a meta do PAEG exigiria uma entrada de capital autônomo da ordem de US\$ 400 milhões anuais. A média dos últimos 8 anos havia sido de US\$ 150 milhões, considerando a entrada bruta mais reinvestimentos. Portanto, o objetivo do PAEG exigiria, por parte do governo, uma intensa política de estímulos à entrada de investimento externo para quase triplicar as entradas. Paralelamente, objetivava-se liberar completamente as importações e exportações de todos os adicionais sobre a taxa de câmbio (depósitos, sobretaxas, etc.) e deixá-la flutuar livremente. Tinham portanto os elaboradores do Plano confiança que a entrada de capital externo seria suficiente para cobrir os déficits - agora imprevisíveis e incontroláveis - do balanço de transações correntes.

A primeira medida efetiva era, obviamente alterar a Lei de Remessas de Lucro naqueles pontos considerados hostis ao capital estrangeiro (ver seção 5.3.3). Efetivamente, já em agosto de 1964, eram aprovadas as modificações onde os quatro parágrafos que limitavam a remessa de lucros a 10% sobre o capital investido, e não considerava o reinvestimento para efeito de remessa, foram simplesmente suprimidos (1). Em sua substituição, a lei determinava que a remessa de lucros ficava limitada a 8% do capital para os investimentos em setores produtores de bens e serviços de consumo suetuário. A lei obviamente não explicitava o que era isso e não há notícias que este artigo tenha sido jamais utilizado. Pela nova disposição as remessas eram livres desde que pago o imposto de renda em tabela progressiva ao que excedesse 12% do capital. Nos casos de grave desequilíbrio do balanço de pagamentos as remessas poderiam ficar temporariamente reduzidas ao limite de 5%, mas tampouco se acionou este mecanismo em qualquer ano posterior (2).

Complementando este elenco de medidas estimuladoras do ingresso de capital, o governo brasileiro assinou em fevereiro de 1965 com o governo norte-americano um 'acordo de garantia de investimento', no qual o governo brasileiro se comprometia a compensar justamente qualquer desapropriação de bens pertencentes a cidadãos norte-americanos investidos no país. Em caso de litígio quanto ao 'justo valor' a decisão caberia às cortes norte-americanas.

(1) Lei 4.390, de 29.08.64, regulamentada pelo Decreto 55.762, de 17.02.65, suprimindo os Artigos 31, 32 e 33 e o 1º parágrafo do Artigo 29 da Lei 4.131.

(2) As modificações na lei não foram feitas sem oposição. A CNI posicionou-se contrariamente às modificações, observando que o argumento do Ministro Campos para derrubar os artigos limitativos (isto é, que o investimento caiu desde 1962 por força da lei) era falacioso já que desde 1960 os investimentos norte-americanos na América Latina vinham declinando. Ver D & C, Julho de 1964.

Este acordo, pelo qual o governo pagou um alto preço político, parece ter sido um gesto de desespero dos gestores de política no sentido de estimular a entrada de capital, face aos frustrantes resultados de 1964 que, não obstante a derrubada dos mencionados artigos da Lei de Remessa de Lucros, trouxe ao país apenas US\$ 30 milhões, igual quantia do último ano do Governo Goulart. O engano parece ter sido o de considerar como simétrica a reação do investidor frente à situação política. Isto é, se é verdade que o investidor se retrai quando há um clima de nacionalização, não se segue que será estimulado se o governo local garante que não haverá nacionalização.

As distorções sobre a taxa de câmbio também foram de imediato atacadas. Já em 1964, os subsídios à importação de petróleo, trigo e papel de imprensa foram eliminados (Instrução 270 de 08.05.64) completando um ciclo que havia se iniciado em 1961 de eliminar por completo os subsídios cambiais. No entanto, naquele ano, o governo não se arriscou a eliminar os depósitos prévios à importação, temendo os reflexos sobre a caixa do Tesouro pela eliminação de uma importante fonte de recursos não-monetários. Somente em 1965 foram eliminados por completo os depósitos prévios face ao controle do déficit de caixa do Tesouro e o baixo nível das importações daquele ano (1).

Os resultados das relações do Brasil com o exterior podem ser avaliados no Quadro 5.18. Observa-se que nos três anos do PAEG o balanço de transações correntes manteve-se superavitário, situação que não era alcançada desde 1957. Este resultado foi consequência menos da elevação das exportações do que da violenta queda nas importações. Em 1965, as importações brasileiras alcançaram o seu mais baixo nível desde 1950, não obstante todos os cortes nas sobretaxas e encargos nas operações. A razão desta queda foi basicamente o declínio na importação de bens de capital que passaram da média de US\$ 530 milhões no período 1960/63 para US\$ 330 milhões em 1964 e US\$ 270 milhões em 1965, refletindo a profunda crise que se abatera sobre a economia. Por outro lado, a recuperação de 1966 nas importações deveu-se também à elevação das importações de bens de capital, em especial de equipamentos de mineração e químicos (Relatório do Banco Central, 1967, pág. 328), para os programas públicos que se lançavam naqueles setores.

Vale observar que face a esta situação o governo foi obrigado a lançar mão de um recurso que tanto havia sido criticado no passado, qual seja o congelamento da taxa cambial. De fato, até novembro de 1964, a taxa evoluiu de certa forma de acordo com a inflação interna (ainda que bem abaixo desta). De novembro de 1964 a novembro de 1965 a

(1) Resolução nº 9 do Conselho Monetário Nacional, de 13.11.65. Ainda assim, alguns encargos financeiros persistiram sobre a compra de divisas o que não era suficiente para os emissários do FMI: 'A missão acredita que a firme execução do programa de estabilização, do qual um elemento importante seria um maior progresso na liberalização das importações, produziria a diminuição na taxa de elevação dos preços necessária para colocar as bases de uma razoável estabilidade de preços em 1967' IBRD/IDA Current Economic Position and Prospects of Brazil - página iii - 1966.

Quadro 5.18  
Brasil. Balanço de Pagamentos 1959/68  
Milhões de US\$

	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968
1. Mercadorias e Serviços	-335	-521	-276	-461	-186	39	198	-109	-354	-525
1.1. Balança Comercial	72	-24	111	-90	112	344	655	438	213	26
Exportações	1.282	1.269	1.403	1.214	1.406	1.430	1.596	1.741	1.654	1.881
Importações	-1.210	-1.293	-1.292	-1.304	-1.294	-1.086	-941	-1.303	-1.441	-1.855
1.2. Balança de Serviços	-407	-498	-389	-372	-298	-305	-457	-547	-567	-551
Fretes	-87	-78	-77	-79	-87	-62	-27	-48	-54	-63
Renda de Capitais	-150	-194	-184	-199	-144	-189	-258	-193	-295	-261
Outros (líquido)	-170	-226	-128	-94	-67	-54	-172	-306	-218	-227
2. Doações (líquido)	-10	4	15	38	39	63	65	36	77	22
A. Balanço de Transações Correntes (1 + 2)	-345	-547	-261	-423	-147	102	263	12	-277	-503
3. Capitais Privados	248	203	224	187	42	67	67	3	65	498
3.1. Investimentos	124	99	108	69	30	28	70	74	76	81
3.2. Reinvestimentos	34	39	39	63	57	58	84	-	39	48
3.3. Empréstimos	-	-	-	-	93	54	87	127	530	553
3.4. Amortizações	-191	-270	-210	-188	-141	-100	-119	-134	-582	-646
3.5. Outros (líquido)	-10	70	-59	-65	3	27	-55	-64	-	162
4. Capitais Oficiais (líquido)	-32	-106	103	58	-29	25	-	40	-	-
B. Movimento de Capitais	216	97	327	245	13	92	67	43	65	498
C. Erros e Omissões	-25	10	49	-140	-120	-126	32	18	-27	-37
SALDO (A + B + C)	-154	-410	-318	-318	-254	68	362	73	-241	32

Fonte: Relatórios de Banco Central.

taxa foi mantida sem alteração, não obstante a inflação interna ter ultrapassado 40%. Ainda assim, o reajuste ao fim de 1965 foi de apenas 20%, valor que foi mantido durante todo o ano de 1966, ainda face a uma inflação de 40% (1).

Não fora este comportamento do balanço de transações correntes, a frustração teria sido maior em relação à performance do movimento de capitais autônomos, especialmente privados. Como vimos, este item era uma variável estratégica na retomada do crescimento, mas a entrada de pouco mais de US\$ 170 milhões no triênio não correspondia às expectativas. O que se conclui é que, antes de um clima desfavorável e hostil ao capital estrangeiro - que certamente existia até 1963 - os determinantes do investimento externo, como de resto o interno, estão ligados menos à boa vontade do país recipiente em tratá-los favoravelmente, do que às expectativas de taxa de lucro, evolução do mercado, etc. Neste sentido, a economia brasileira apresentava naqueles anos um quadro desalentador para os grandes projetos na indústria de bens de consumo durável, *locus* tradicional do investimento externo. Era necessário que se redefiniram alguns vetores de expansão, particularmente aqueles em 'joint-ventures' com o setor público, para que o capital estrangeiro voltasse a fluir vigorosamente para o Brasil.

Os resultados favoráveis do balanço de pagamentos no triênio não impediram que o governo levasse a cabo uma das recomendações do PAEG no sentido de renegociar a dívida externa, decisão tomada antes de se conhecer os resultados cambiais de 1964. Assim é que em agosto de 1964 as negociações com os EUA e um grupo de países credores europeus já estavam terminadas, e previa um desafogo de 70% nas amortizações vencidas em 1964/65, rolando-as para 1967. A tarefa dos negociadores havia sido facilitada pela remoção dos subsídios à importação, pela adoção de uma política cambial mais realista, pelo esforço de alcançar o equilíbrio orçamentário e, acima de tudo, '... pelas modificações propostas à Lei de Remessa Lucros' (2). Assim é que em 1964/65/66 o movimento líquido de capitais autônomos oficiais foi praticamente desprezível frente ao montante da dívida.

Como conseqüência da consistência na aplicação da política fiscal e salarial, e dos resultados positivos do setor externo, todas as flutuações da economia no período recaíram sobre a política monetária e de crédito, exatamente aquela que, segundo o PAEG deveria ter seu comportamento induzido pelas demais variáveis. A instabilidade conjuntural que se somou à situação depressiva refletiu-se sobre a política monetária e creditícias, que durante o período sucedeu-se em movimentos de 'stop-and-go', amplificando os sinais vindos do setor real.

(1) Mesmo em 1966 a oferta de divisas superava a demanda, haja vista que durante o ano a taxa do mercado paralelo esteve sempre menos de 1% acima da taxa oficial (APEC, 1967, Quadro I.18).

(2) Embaixador Sette Câmara, chefe das negociações, em entrevista à imprensa. Citado por BOLSA, 08.08.64, nº 726.

A estratégia do PAEG era deixar que o volume de crédito bancário se acomodasse às necessidades reais do setor privado. Assim, em 1964, nenhuma medida foi tomada no sentido de restringir o crédito de forma direta. Pelo contrário, dado o diagnóstico de que teria havido uma restrição real em 1963 por força do programa de estabilização do Plano Trienal, as autoridades monetárias deliberadamente relaxaram os controles da expansão secundária via maiores facilidades de redesconto. De fato, se considerarmos o ano de 1963 como um todo, o crédito ao setor privado oferecido pelos bancos comerciais havia declinado 25% em termos reais e no 1º trimestre de 1964 caiu mais 14% (1). Assim, nos 2º e 3º trimestres de 1964, o crédito real expandiu-se de 4,8% e 8,5% respectivamente. No entanto, na medida em que o ano avançava e o PAEG era executado, a demanda real por crédito praticamente estagnava, colocando pressão sobre o setor produtivo não por escassez de crédito mas por escassez de vendas.

O Quadro 5.19 mostra a estimativa do gasto real no período e ilustra o ponto. No período 1959/63 o consumo real havia crescido a uma taxa média anual de 8,1%, e esta taxa declinou no triênio 1964/66 para 1,6%. O consumo do governo declinou nos dois primeiros anos como conseqüência da contenção do déficit, e o consumo pessoal cresceu a apenas 2,2% (abaixo do crescimento populacional) fruto basicamente da política salarial do PAEG.

Assim, já no 4º trimestre de 1964, os empréstimos bancários declinaram 4% em termos reais, quando sazonalmente deveriam crescer. O impacto total da redução real do déficit do Tesouro se fez sentir (2) primeiro sobre a demanda e depois sobre o crédito, na medida em que os bancos comerciais iam atingindo os tetos do redesconto.

Estes fatos geraram ao início de 1965 uma situação bastante comum em épocas de mudanças bruscas na conjuntura monetária, qual seja a resposta atrasada e às vezes contraditória das autoridades monetárias em relação aos movimentos do setor real. O quadro que as autoridades tinham à sua frente no início de 1965 era que os meios de pagamento haviam-se expandido de 85% e a inflação havia alcançado 90% em 1964, não obstante os esforços de contenção das fontes primárias de expansão. O exame do Quadro 5.20 revela que o fator básico da expansão havia sido os empréstimos ao setor privado, tanto do Banco do Brasil como dos bancos comerciais. Era portanto necessário controlá-los. Duas medidas básicas foram tomadas: o redesconto aos bancos comerciais foi separado em operações de crédito seletivo e aquelas efetivamente realizadas por razões de

(1) Relatório da SUMOC, 1964. Parte deste declínio (cerca da metade) pode, no entanto, ser explicado sazonalmente.

(2) O déficit mensal médio do Tesouro em 1964 apresentou a seguinte evolução por trimestre (em milhões de cruzeiros): 1º - 66; 2º - 57; 3º - 81; e 4º - 29. O elevado valor do 3º trimestre deveu-se ao aumento do pessoal civil e militar. Assim, no 4º trimestre, o déficit apresentou a menor média mensal nominal do ano. (Conjuntura Econômica, Abril 1965.

Quadro 5.19  
Brasil. Despesa Interna Bruta  
Índices Reais 1959 = 100

	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968
1. Consumo	100	113	124	130	133	136	138	142	156	169
1.1. Governo	100	117	128	129	138	135	125	131	144	152
1.2. Pessoal	100	113	123	131	133	137	140	144	158	172
2. Formação de capital	100	100	107	112	104	110	119	129	118	145
2.1. Fixo	100	104	109	113	109	112	109	127	130	157
2.2. Estoques	100	53	85	98	47	89	164	116	6	15
3. Déficit Externo	(100)	(142)	(76)	(147)	(47)	33	66	19	(33)	(47)
4. Total	100	110	121	127	129	133	137	142	149	165

Fonte: Conjuntura Econômica, Outubro 1978, Setembro 1971; APEC, 1969, taxas do mercado livre de câmbio.

liquidez. Estas últimas foram limitadas a quinze dias (contra 120 dias no regime anterior) (1). Por outro lado, os tetos de empréstimos do Banco do Brasil foram reduzidos drasticamente.

A combinação destas duas medidas, em face da situação depressiva em que se encontrava a economia, provocou uma séria crise de liquidez para as empresas. De fato, tendo que reduzir seus empréstimos, os bancos comerciais usualmente dão preferência à renovação das operações de desconto de duplicatas em detrimento daquelas garantias por notas promissórias (2). Diante da recessão, no entanto, o que as empresas exatamente não têm são duplicatas para desconto, e portanto a demanda é por empréstimos com nota promissória.

Estando os bancos comerciais reduzindo estas operações, a demanda se voltava sobre o Banco do Brasil cujos critérios de concessão de empréstimos eram mais brandos. Estando porém o Banco do Brasil com suas carteiras fechadas para novos empréstimos, as empresas se viram diante de uma 'escassez de crédito' (3). É esta na verdade a fonte das queixas dos empresários diante desta situação. Este ponto precisa ficar claro pois é comum ver-se interpretações de que o aperto do crédito sempre conduz a uma queda na produção e nas vendas. Aqui a situação é inversa, pois é a queda nas vendas e na produção que impede a expansão dos empréstimos. Assim, ainda sem ter-se dado conta de que havia uma séria crise de demanda real, o governo apertava o crédito, impedindo a rolagem dos empréstimos, adicionando mais um componente à demanda já deprimida (4).

Também sem perceber que a crise estava reduzindo fortemente as importações e que portanto seria de se esperar um superávit no balanço de pagamentos, o governo procurou compensar o aperto no crédito interno com incentivos à captação de crédito externo. Assim, não só aliviaria a pressão sobre o sistema bancário interno como adicionaria recursos para cobrir o esperado déficit do balanço de pagamentos. Neste sentido, através da Instrução Nº 289 (14.01.65) assegurou a cobertura de câmbio futuro para qualquer montante de divisas recebidas por empréstimo por empresas sediadas no país, contratados a prazo e taxa livremente entre as partes. A operação seria totalmente isenta de depósitos e

(1) Instrução 288, de 14.01.65. Em consequência desta norma o desconto caiu de Cr\$ 197,3 milhões ao final de 1964 para Cr\$ 117,2 milhões em março e Cr\$ 94,6 milhões no final do 1º semestre de 1965.

(2) Esta atuação cautelosa dos bancos comerciais diante de uma crise se deve ao fato de que pela legislação brasileira a duplicata tem a dupla garantia do sacador e do sacado, enquanto que os empréstimos garantidos por nota promissória só tem o sacado como último pagador.

(3) Este ponto foi confirmado por Denio Nogueira, então Presidente do Banco Central, em entrevista ao autor.

(4) Isto fica claro no seguinte trecho: 'Cumpra pois aos empresários adaptarem os preços de venda de seus produtos às condições do mercado monetário. (...) Fiquem porém os empresários certos de que, daqui por diante, a expansão monetária corresponderá ao acréscimo da quantidade produzida e não à remarcação de preços, na expectativa de altas sucessivas'. (Ministério da Fazenda, 1965, pág. 21).

Quadro 5.20  
Meios de Pagamento, Expansão e Contração  
Variações Anuais, Milhões de Cr\$

	1963	1964	1965	1966	1967	1968
<b>I. EXPANSÃO (+)</b>	1189,3	2441,8	3309,1	2743,3	5478,6	8355,0
1. Financiamento do Tesouro (bruto)	504,7	748,1	587,9	586,6	1224,7	1079,0
2. Empréstimos ao Setor Privado	628,7	1497,2	2024,4	1816,2	4119,9	6841,0
2.1. Banco do Brasil	193,8	479,2	313,2	772,3	936,6	2092,0
2.2. Bancos Comerciais	434,9	1018,0	1711,2	1043,9	3156,3	4749,0
3. Empréstimos a Autarquias	14,6	56,0	9,1	59,4	73,9	47,0
4. 'Swaps' e Instrução 289	29,6	56,9	328,8	269,6	-85,4	-
5. Preços Mínimos Agrícolas	11,7	6,2	252,8	-2,7	44,7	116,0
6. Produtos de Exportação e Importação	-	77,4	106,1	5,2	100,8	272,0
<b>II. CONTRAÇÃO (-)</b>	99,4	43,2	-604,2	1201,7	980,7	1899,0
1. Conta Católica	39,5	128,6	-133,1	353,6	0,1	597,0
2. Operações de Câmbio	-59,2	-487,2	-997,3	-533,1	-136,6	-1292,0
3. Depósitos de Importação	8,7	219,7	-90,1	-96,9	21,0	386,0
4. Letras do Tesouro	55,5	83,6	323,2	643,4	525,8	148,0
5. Depósitos à Prazo	33,1	58,9	93,4	454,3	456,6	385,0
6. Outras Contas (líquido)	21,8	39,6	199,7	380,4	113,8	1675,0
<b>III. MEIOS DE PAGAMENTO (I - II)</b>	1089,9	2398,6	3913,3	1532,6	4497,9	6456,0
1. Papel-Moeda com o Público	287,1	472,0	574,1	627,5	590,2	1219,0
2. Depósitos à vista nos Bancos Comerciais	666,2	1365,7	2730,1	590,3	3457,0	3887,0
3. Depósitos à vista no Bco do Brasil	136,6	560,9	609,1	314,8	450,7	1350,0
% Variação Anual de III	64,0	85,9	75,3	16,8	42,7	43,0
% Variação Anual Preços (IGP-FGV)	75,4	90,5	56,8	38,0	28,3	24,2

(\*) Resolução 63 incluída nas Operações de Câmbio

Fonte: Relatórios da SUMOC, Relatórios do Banco Central, Relatórios do Banco do Brasil, Balanço Geral da União, Movimento Bancário do Brasil, vários números.

encargos financeiros. Já em 1965 entraram no país cerca de US\$140 milhões sob a égide desta Instrução (1).

Complementarmente, e certamente a contragosto pois novamente o governo teve de lançar mão de instrumentos fortemente criticados no passado, foi instituído o controle de preços, a princípio indiretamente, depois através de sanções aos não-aderentes (2).

Todas estas medidas, no entanto, não foram suficientes para reduzir substancialmente a inflação e livrar a economia da pior crise de sua história do pós-guerra. A produção industrial decresceu drasticamente e não fosse um excepcional ano agrícola (basicamente fruto de uma enorme safra de café em relação ao ano anterior) o produto teria certamente declinado.

No meio do ano o desemprego atingiu níveis significativamente altos (3) o que, acoplado à política de contenção salarial, reduziu fortemente a demanda e produção de bens-salário (4).

Durante este período o PAEG esteve sob forte pressão crítica (5) e na medida em que a crise se aprofundava mais perplexos ficaram seus elaboradores com o binômio inflação-

(1) Esta medida, na verdade, veio beneficiar basicamente as empresas estrangeiras, posto que dificilmente uma empresa brasileira tinha acesso ao mercado financeiro internacional. Alega-se que 289 foi um poderoso instrumento para as empresas multinacionais internalizarem recursos no Brasil e provocarem uma profunda desnacionalização no combalido parque industrial brasileiro.

(2) Portaria Nº 71 do Ministério da Fazenda de Fevereiro de 1965 e através da criação da CONEP (Comissão Nacional de Estímulos à Estabilização de Preços) em 11 de novembro de 1965 pelo Decreto 57.271. Sob a Portaria 71 foram concedidos estímulos especiais às empresas que se comprometessem a manter os aumentos de preços dentro de certos limites especificados. Os principais incentivos eram a isenção de encargos na importação de matérias-primas e equipamentos, maiores quotas semanais para a aquisição de cobertura cambial, preferência na obtenção de crédito bancário de curto prazo, reduções no imposto de renda e isenção de IPI em alguns casos.

(3) Estimativas da FIESP dão os seguintes valores do índice de emprego industrial em São Paulo em 1965 em relação a dezembro de 1964 (= 100)

Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez
98,1	98,0	95,1	92,8	86,4	84,2	83,5	83,5	87,3	89,0	89,1	92,0

(Relatório do Banco Central, 1966)

(4) Em 1965 a performance das indústrias tipicamente de bens-salário foi (taxas reais de crescimento): Têxtil - 16%; Vestuário e Calçados - 11%; Produtos Alimentícios - 5%. (Conjuntura Econômica, Setembro 1971, Quadro 12)

(5) Veja-se todos os números de Desenvolvimento e Conjuntura da CNI e 'O debate do Programa de Ação' (CONSPLAN, 1965) com críticas dos próprios conselheiros do CONSPLAN.

depressão. A alternativa, em meados do ano, foi tomar medidas totalmente contraditórias com o espírito do PAEG. Em junho, o Governo concedeu redução fiscal às indústrias de veículos, eletrodomésticos e têxtil, e abriu linhas especiais de crédito na Caixa Econômica Federal a juros subsidiados para financiar automóveis (1). Em outras palavras, abriu mão de receita fiscal e inflou o crédito privado. A reação foi imediata, com progressiva elevação da produção e emprego industrial que no entanto, não foi suficiente para melhorar a performance do ano.

Temendo que a reflexão da demanda trouxesse novos impulsos à expansão do crédito, o governo pela primeira vez desde 1963 elevou o recolhimento compulsório de 22% para 25% (2). Ainda assim, o ano terminou para os elaboradores do PAEG com o melancólico resultado de 57% de inflação e 75% de expansão dos meios de pagamento (3).

O ano de 1966, último do PAEG, pode também ser considerado como a pá de cal no diagnóstico da inflação do Programa. De fato, neste ano, o déficit do Tesouro foi totalmente coberto por emissão de títulos da dívida pública; os salários estavam integralmente sob controle da política salarial e os empréstimos ao setor privado, dadas as restrições impostas aos bancos comerciais, decresceram em termos reais. Os meios de pagamento cresceram apenas 16% ao ano, mas a inflação foi de 38% contra a meta de 10% do PAEG. Ademais, neste ano (ver Quadro 5.18) o balanço de pagamentos não pressionou tanto a oferta de moeda como nos anos anteriores, pois as importações voltaram a crescer, atingindo novamente o nível de 1963.

O diagnóstico dos círculos oficiais apontava um conjunto de causas para estes resultados: um ano de baixas colheitas devido a fatores climáticos (fazendo com que o produto

(1) Estes estímulos implicaram forte crescimento da produção de automóveis do 2º semestre e um crescimento positivo no ano. É preciso chamar a atenção para o fato de que este aumento físico na produção de veículos tem distorcido sistematicamente as estimativas da formação bruta de capital fixo posto que todas elas (oficiais e acadêmicas) incluem 25% da produção física como adição do estoque de capital. Em 1965, no entanto, os estímulos dados pelo Governo foram para os automóveis de linha mais barata de cada fábrica (VW, DKW e Wyllis), depenados de todos os acessórios. Assim, a produção física pode ter crescido, mas em valor houve certamente uma queda. A evidência da maior produção de modelos baratos está na queda de 6% no ano no consumo de aço pela indústria automobilística. As isenções fiscais foram concedidas através das Portarias nºs 197, de 07.06.65 e 206, de 11.06.65, ambas do Ministério da Fazenda, que reduziram em até 90% o IPI por quatro meses em percentagens decrescentes.

(2) Resolução nº 5 do Conselho Monetário Nacional. Se bem que a Instrução 135/63 estipulasse o recolhimento de 28%, dadas as alternativas de crédito seletivo faziam baixar o percentual efetivo para 22%. Além disto, a Lei 4.595 autorizava um percentual único de 25% sobre todos os depósitos (à vista e a prazo).

(3) Este último valor foi resultado basicamente do setor externo cujas causas já foram examinadas. Vale observar que o setor externo foi responsável por quase 80% da expansão da base monetária em 1965. Veja a respeito o Quadro 5.21 adiante.

agrícola declinasse de 14% e pressionasse os custos de alimentação), o impacto do descongelamento dos aluguéis, e mais uma vez, o excesso de liquidez ao início do ano.

Para a indústria houve uma certa recuperação se considerarmos os baixíssimos níveis de produção do ano anterior. Os setores líderes foram a indústria de veículos que no 1º semestre ainda se beneficiou do impulso de demanda criado pelos estímulos do final de 1965, e a indústria de bens de capital, refletindo, sem dúvida, as necessidades de reequipamento depois de quase quatro anos de desinvestimento líquido (1). A formação bruta de capital fixo expandiu-se em 14%, o mais alto valor desde 1960. Ainda que para 1966 não seja possível desagregar o setor privado e o setor público por falta de dados quanto ao volume de investimentos das empresas públicas, todas as evidências indicam que o setor privado foi o principal responsável por esta expansão (2).

A política monetária continuou refletindo a indecisão das autoridades monetárias quanto ao diagnóstico da inflação e os mecanismos a acionar. Os estímulos concedidos à indústria em 1965 implicaram grande aceleração dos negócios no final do ano e no início de 1966. As autoridades, no entanto, haviam elevado o compulsório e restringiram mais ainda os empréstimos realizados pelo Banco do Brasil (3). Diante da lenta expansão primária dos meios de pagamento, os bancos comerciais recorreram crescentemente ao redesconto, mas ainda assim se avolumavam as queixas de 'falta de crédito'. Em especial, as solicitações vinham de empresas nacionais que não tinham acesso aos recursos externos via Instrução 289. Para minimizar a situação, as autoridades monetárias criaram um fundo de financiamento para empresas nacionais através das Financeiras, com juros subsidiados, buscando com isto elevar o crédito através da captação de poupanças e não através da expansão monetária (4).

(1) As contas nacionais brasileiras consideram uma quota de depreciação de 5% a.a. sobre o estoque de capital que pode ser razoável como média, mais difícil de ser aceita para o conjunto de equipamentos industriais. Um valor mais próximo do real para máquinas industriais seria uma quota de depreciação de 10% a.a., que, de resto, é a percentagem admitida para efeitos fiscais.

(2) O investimento do governo (isto é, sem as empresas) declinou em termos reais e aparentemente os grandes projetos de empresas públicas estavam apenas se iniciando (Veja Brasil 66).

(3) Em termos nominais os empréstimos ao setor privado pelo Banco ficaram praticamente estagnados de novembro de 1965 a abril de 1966 (Relatório do Banco Central, 1966).

(4) Este fundo, criado pela Resolução nº 21, de 15.03.66, permitia às Financeiras venderem ORTN ao público e usar os recursos para financiar empresas que tivessem aderido ao controle de preços, cobrando 6% de juro e 12% de correção monetária, arcando o Tesouro com a diferença entre a correção efetiva das ORTN e os 12%. Por esta operação a financeira recebia uma comissão de 4%. As ORTN também eram emitidas com cláusula de correção cambial (à opção do tomador) baseada em dólar calculado à taxa de Cr\$ 1,85 quando a taxa de câmbio já se encontrava à Cr\$ 2,22 por dólar. Nesta operação, mais 15% era dado a Financeira para estimular sua colocação (pois a correção monetária implícita era menor). Desta forma, em dólares, o juro desta operação era de 25% (15 + 6 + 4). Isto estimulou as Financeiras a internalizarem recursos externos pela Instrução 289 e elas mesmas aplicarem nas ORTN da Resolução 21 (em operação que ficou conhecida como '310'). As autoridades, diante deste fato, foram obrigadas a revogar a Resolução 21 (através da Resolução 32, de 30.07.66); ao final do ano o saldo destas operações era de Cr\$ 220 milhões, pelo que se pode avaliar o ônus do Tesouro.

Na medida em que os estímulos fiscais de 1965 iam terminando, a indústria novamente se via em crise. Agora, no meio do ano, as demandas por crédito já eram novamente para rolagem, e não para expandir a produção. Assim tiveram as autoridades que liberar o crédito do Banco do Brasil, que até o final do ano expandiu em 56% seus empréstimos ao setor privado sobre a posição de Dezembro de 1965.

Dado o crescente montante de redesconto de liquidez alcançado no 2º semestre, tiveram também as autoridades que liberar o compulsório (1). No entanto, a depressão que novamente se abateu sobre a economia impediu uma expansão significativa dos meios de pagamento. Assim, durante o ano de 1966, a oferta de moeda reduziu-se em termos reais de cerca de 17%, comprimindo violentamente a liquidez real, o que, no entanto parecia ser compatível com a redução na atividade econômica.

### 5.7. Recuperação e Expansão 1967/68

No biênio 1967/68 a atividade econômica recupera-se depois de quatro anos de recessão. A taxa de crescimento global alcançou 4,8% em 1967 - a mais alta desde 1962 e saltou para um significativo 11,2% em 1968.

Para entendermos esta fase é necessário inicialmente ter-se em conta a situação vigente no princípio de 1967. Naquele ano, em março, deu-se a mudança na administração federal (2) e os novos dirigentes da política econômica elaboraram outro programa de governo, publicado em julho (PED, 1967). Não obstante os elogios ao PAEG contidos no novo Programa, as diferenças para com este eram marcantes. A orientação geral modificava a ênfase na política global do governo, colocando novamente o desenvolvimento - isto é, a elevação da taxa de crescimento - com prioridade sobre a política de estabilização (3). O rótulo do novo programa era 'humanização e valorização do homem' o que implicitamente era o reconhecimento das conseqüências adversas, sob o ponto de vista social, do PAEG (4).

(1) Resolução nº 30, de 1966, reduzindo de 25% para 16% sobre os depósitos à vista e de 21% para 14% para os depósitos a prazo.

(2) O golpe de 1964 teve como um dos seus principais pretextos a alegada subversão da ordem constituída pretendida pelo Governo Goulart. No entanto, uma das primeiras providências do governo militar foi cancelar as eleições presidenciais marcadas para 1965 e eleger indiretamente, através do Congresso - mutilado de diversas correntes políticas - o General Costa e Silva (ministro da Guerra do General Castello Branco), que tomou posse em março de 1967.

(3) 'O desenvolvimento há que ser, portanto, o nosso objetivo básico, que condicionará toda a política nacional, no campo interno como nas relações com o exterior' - PED pág. 13 (grifo nosso).

(4) Esta posição abriu uma divergência irreconciliável entre a equipe que saía (Castello Branco) e a que entrava. A mágoa daqueles era que 'humanização' implicava dizer que a administração Castello Branco teria sido desumana (Dênio Nogueira, entrevista).

Por outro lado, para justificar que este objetivo básico (de crescimento) não era contraditório com a política de estabilização, o diagnóstico da inflação precisava ser modificado. Como num passe de mágica a inflação brasileira deixa de ser de demanda e passa a ser de custos (1).

As raízes deste processo, segundo o PED, estavam em fatores gerais de duas ordens. Em primeiro lugar, pela redução na liquidez das empresas provocada por i) expansão acelerada de custos financeiros, tributários e sociais, tarifas de serviços públicos, etc., ii) controle do crédito iii) elevação do custo médio por queda na demanda. Em segundo lugar, pela queda de demanda em diversos setores provocada i) pela redução do nível dos salários reais médios, ii) pelo aumento da carga tributária declinando a renda disponível, iii) pela redução no nível de investimento (2).

O diagnóstico era de certa forma confuso pois desejando fazer uma autocrítica da atuação do setor público, o PED tinha que afirmar que os lucros haviam diminuído, e para isso argumentava que as empresas não puderam transferir para os preços todos os aumentos de custos por força da retração de demanda (pág. 152). No entanto, reconhece que as empresas atuam fixando seus preços por uma margem sobre os custos diretos, o que então não deveria ter feito declinar os lucros. Tivessem as empresas absorvido os aumentos de custo via declínio no lucro, o movimento de preços teria necessariamente estancado (3).

A estratégia a ser adotada, no entanto, era bastante clara. Em relação ao setor privado i) elevar a liquidez das empresas, ii) controlar os preços (em especial custos financeiros e de insumos), e iii) estimular a demanda naqueles setores onde era maior a capacidade ociosa. O setor público, por outro lado, se comprometia a diminuir sua pressão sobre o setor privado, declinando a participação da despesa governamental no PIB. Por outro lado, dada a frustrante experiência do PAEG, o programa não se comprometia com nenhuma projeção quantitativa quanto ao crescimento do produto e taxas de inflação.

A liberação dos empréstimos ao setor privado - como efetivamente se verificou a partir de 1967 - é interpretado por alguns como o fator decisivo na recuperação da economia (4). Em primeiro lugar, o que estas interpretações não se dão conta é que a expansão real do

(1) Verdade seja dita que o novo Ministro da Fazenda, Delfim Netto, já em 1966 manifestava esta opinião tanto pela imprensa como em seus cursos na USP (Netto, 1967). Em todo caso a posição oficial sobre a inflação foi completamente modificada.

(2) PED pág. 20 - outros fatores são incluídos, mas de ordem secundária.

(3) Pelo menos até 1965 existem evidências de que os lucros aumentaram como percentagem das vendas das empresas (Morley, 1971) e foram o principal fator de elevação dos custos. Pode ser que o diagnóstico do PED estivesse se referindo somente ao ano de 1966.

(4) Não é por coincidência que são as mesmas interpretações que atribuem à restrição de crédito de 1963 o papel decisivo na recessão que se seguiu. (ver Wells, 1977 e Morley, 1971).

crédito ao setor privado que se iniciou em 1967 e seguiu sustentada nos anos seguintes, foi a primeira em 17 anos de economia brasileira, como foi visto no Capítulo 2. Portanto, sem um exame complementar dos fatores reais, esta interpretação não pode ser aceita como lógica (na verdade este é o custo que se paga por interpretações de curto prazo, trimestrais, perdendo-se a visão de longo prazo). Em segundo lugar, para se admitir que a expansão do crédito fez elevar o crescimento do produto, então a hipótese de inflação de demanda tem que ser abandonada e tem que ser admitida a existência de capacidade ociosa (1).

Observado em uma perspectiva de longo prazo, o primeiro trimestre de 1967 foi o último período de recessão da economia brasileira dos seis anos seguintes. Em termos do setor industrial, a capacidade ociosa deve ter atingido seu nível mais elevado desde 1954 (2). Diante desta situação, a atitude do governo foi a de seguir uma política **deliberada** de déficits fiscais, combinado com uma ausência de restrição sobre a expansão do setor bancário. O que se observa nesses dois anos é uma expressiva expansão dos meios de pagamento e uma taxa de inflação cadente, o que nos faz concluir por uma ocupação progressiva da capacidade ociosa, sem maiores pressões sobre os custos. No Quadro 5.19 pode-se observar que o arranque nestes dois anos veio em 1967 pelo lado do consumo, e em 1968 por consumo e investimento. Este fato é confirmado por Bonelli e Malan que mostram que em 1967, se separarmos os ramos industriais por categoria de uso, as taxas de crescimento foram de -4% para os bens de capital, 1,1% para intermediários, 2,7% para bens de consumo não-duráveis e de 8,9% para bens de consumo duráveis. O crescimento da demanda por bens duráveis, por outro lado, está ligado, como veremos no Capítulo 6, à expansão significativa dos mecanismos de financiamento, cuja nova conformação dada pelas reformas de 1964/65 começaram a produzir seus efeitos a partir de 1967. Em 1968, por outro lado, os efeitos de encadeamento da expansão do setor de duráveis já se fazia sentir sobre os demais: crescimento de 27,5% dos bens de capital, 20,8% dos intermediários, 12,1% dos bens não-duráveis e 21,1% dos duráveis. Ao efeito multiplicador do gasto público e privado, somou-se agora o efeito acelerador do investimento (3).

Um ponto que faz-se necessário esclarecer é porque os meios de pagamento, ao se expandirem em ambos os anos em cerca de 42%, geraram taxas de inflação cadentes e abaixo de 30%. Nestes dois anos, reapareceram dois focos inflacionários diagnosticados pelo PAEG - o déficit público e a expansão do crédito - sem que isso implicasse maiores pressões sobre os preços.

(1) Wells, por exemplo, conclui que a partir de 1967 o crescimento pôde ser mantido sem pressão inflacionária e desequilíbrio externo por três razões: a) expansão sustentada da oferta de moeda, b) elevação na capacidade para importar, e c) elevação da poupança do governo.

(2) Bonelli e Malan (1976) estimam a capacidade ociosa média do ano em 27%. Dado que a produção elevou-se continuamente a partir do 2º trimestre, é de se concluir que deva ter atingido valores bem mais elevados no 1º trimestre.

(3) Paralelamente à expansão do setor de bens de capital doméstico, a importação destes também cresceu nestes anos, aumentando em termos reais 23% em 1967 e 27% em 1968 (Bonelli e Malan, 1976).

De fato, no Quadro 5.21 observa-se que em 1967 o déficit do Tesouro, cuja contribuição à expansão da base monetária declinava desde 1963, alcançando - 4,6% em 66, voltava a pressionar a base em 40%. Por outro lado, os bancos comerciais foram responsáveis por 70% da expansão da moeda. Em 1968, não obstante o déficit do Tesouro não coberto por ORTN tenha contribuído menos para a expansão da base (25%), os empréstimos ao setor privado alcançaram 106% da oferta monetária. Assim, de acordo com o modelo teórico do PAEG teríamos de concluir que as pressões inflacionárias deveriam ter voltado, o que não foi o caso.

Adicionalmente, deve-se assinalar que os empréstimos dos bancos comerciais ao setor privado cresceram firmemente, de março de 1967 a dezembro de 1968, expandindo-se cerca de 80% em termos reais. Esta foi a primeira expansão real em dezessete anos, o que mostra mais uma vez a irrelevância da relação entre a expansão do crédito e a taxa de inflação de longo prazo (1).

O fato da expansão da moeda ter sido seguida de queda na taxa de inflação mostra um ponto muito importante. A estruturação do novo sistema financeiro, através da diversificação de instituições e instrumentos, começou a mostrar sinais de consolidação nestes anos (ver Capítulo 6). A presença de intermediários financeiros não-bancários implicava, é verdade, uma elevação da velocidade de circulação da moeda. Assim, ao lado da expansão de M, V também estava se elevando, e dentro dos postulados estritos da teoria quantitativa, a demanda monetária estava se elevando fortemente. A ocupação progressiva da capacidade ociosa, isto é, a elevação de T, poderia amortecer este efeito, mas obviamente não indefinidamente. O ponto é que a existência de um sistema financeiro diversificado e organizado permite uma expansão da moeda sem pressão sobre os preços dada a alternativa de rendimento que pode ser obtida pela aplicação em títulos financeiros. De fato, quando não existe uma oferta de títulos financeiros rentáveis, os eventuais excessos de caixa das empresas, face à taxa de inflação esperada, necessariamente se voltam para o mercado real para constituição de estoques como proteção contra a inflação. A existência de aplicação em papéis de rentabilidade positiva, com certa liquidez e garantia, elimina o excesso de caixa sem pressão sobre o setor real, permitindo a transferência de fundos dos setores superavitários para os setores deficitários. Este foi, na verdade, o importante papel jogado pelo sistema financeiro como amortecedor das tensões inflacionárias no período de expansão que se inicia em 1967. Este fato combinado com o menor "mark-up" do período expansivo permitiu à economia brasileira crescer a taxas significativas e com inflação declinante (2).

(1) Não obstante poder-se admitir que a expansão monetária pode criar excessos locais de demanda e pressionar os preços.

(2) Mais tarde, no entanto, o sistema financeiro passou a jogar papel inverso quando da desaceleração ocorrida a partir de 1974 na economia brasileira. Agora, os saldos ociosos que não encontravam aplicação no setor real foram aplicados em um movimento especulativo no mercado financeiro, sancionado não mais pela expansão dos meios de pagamento via déficit do Tesouro, mas pela emissão maciça de títulos do governo.

Quadro 5.21

Valores Correntes	Base Monetária. Expansão e Contração Variações Anuais. Milhões de Cr\$ e Composição %				
	1963	1964	1965	1966	1967
Déficit do Tesouro (líquido)	449,2	664,5	264,7	-56,8	698,9
Empréstimos do Banco do Brasil (*)	208,4	535,2	322,3	831,7	1037,5
Redesconto	14,6	81,1	39,2	92,9	70,0
Sector Externo (**)	40,6	273,2	1655,4	551,2	131,0
Outros (líquido)	-25,9	-113,6	-196,3	-172,2	-174,8
Base Monetária	686,9	1440,4	2085,3	1246,8	1762,6
Composição (%)					
Déficit do Tesouro (líquido)	65,4	46,1	12,7	-4,6	39,7
Empréstimos do Banco do Brasil (*)	30,3	37,2	15,5	66,7	58,9
Redesconto	2,1	5,6	1,9	7,5	4,0
Sector Externo (**)	5,9	19,0	79,4	44,5	7,4
Outros (líquido)	-3,8	-7,9	-9,4	-13,8	-9,9
Base Monetária	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

(\*) Empréstimos ao Sector Privado e Autarquias.

(\*\*) Operações de Câmbio, 'Swaps', Instrução 289, Depósitos de Importação, Conta Café, Produtos de Exportação e Importação.

Fonte: Quadro 5.20

Diante da situação de recessão e alta liquidez do sistema bancário no início de 1967, a alternativa escolhida pelas autoridades monetárias foi um deliberado déficit fiscal, basicamente através de uma redução na carga tributária. Em maio, o novo governo já tomara medidas concretas através da concessão de 30/45 dias para o recolhimento do principal imposto federal (IPI), além de conceder uma moratória para os débitos fiscais das empresas e relevação de 50% da multa sobre eles incidente. Este procedimento deu às empresas um significativo reforço de capital de giro sem que fosse necessário recorrer ao sistema bancário para obter empréstimos que só poderiam ser garantidos por nota promissória face a ausência de duplicatas para desconto.

Esta anistia fiscal, combinada com a eliminação de alguns impostos e taxas procedida pela reforma tributária daquele ano, fez a receita real do governo declinar em cerca de 15%. Por outro lado, a despesa foi mantida no mesmo nível real de 1966, o que implicou o maior déficit de caixa real desde 1963. No entanto, coerente com a política estabelecida, as autoridades não recorreram a operações da dívida para cobrir o déficit, evitando assim diminuir a liquidez do sistema. Apenas 43% do déficit foi coberto por ORTN e o restante pela emissão primária de moeda. Já no ano seguinte, a reforma tributária ao melhorar a eficiência da arrecadação fez sentir seus efeitos, tendo a receita se expandido de 23% em termos reais. Deste total, no entanto, uma parcela significativa (8%) já se constituía em incentivos fiscais (1), o que reduziu a receita disponível. A despesa, por outro lado, não obstante se expandindo menos em termos reais (20%), manteve-se crescente, o que novamente implicou em déficit de caixa do Tesouro, neste ano financiado em apenas 14% pela colocação de títulos.

Ao lado do mesmo argumento levantado em 1967 – não pressionar o setor privado – um outro se agregou neste ano, referido ao custo da dívida. O resgate e serviço da dívida custou ao Tesouro em 1967 Cr\$ 1,3 bilhões (Relatório do Banco Central, 1968, pág. 27), isto é, mais que o déficit de caixa, e as autoridades não desejavam adicionar pressão sobre a caixa do Tesouro em anos seguintes por uma emissão maciça de papéis públicos (2). Assim, recorreu-se novamente ao Banco Central/Banco do Brasil, o que implicou a triplicação dos depósitos à vista no Banco do Brasil, fonte primária de expansão de moeda.

(1) Com o sentido de orientar os investimentos para setores prioritários ou regiões atrasadas, o governo criou uma série de incentivos fiscais que permitia aos contribuintes abater da renda tributável uma parcela das aplicações realizadas nestes setores ou regiões. O mais importante sem dúvida foi o Decreto-lei 157, do qual trataremos no Capítulo 6.

(2) Esta posição, no entanto, teve que ser revertida nos anos seguintes à raiz da entrada maciça de capitais externos em moeda e da necessidade de enxugar a contrapartida em Cr\$ através do mercado aberto. (Pereira, 1973 e Wells, 1973). A contrapartida da atual enorme dívida externa brasileira é uma enorme dívida interna.

No setor externo, algumas medidas de importância também foram tomadas dentro da nova orientação da política econômica. Em 1967, as exportações declinaram com relação ao ano anterior, basicamente pela manutenção de taxa de câmbio ao longo de todo o ano, o que levou as autoridades a tomarem uma série de medidas fiscais e creditícias no sentido de estimulá-las (1). Ademais em Agosto de 1968, instituiu o regime de mini-desvalorizações para a taxa de câmbio, no sentido de evitar movimentos bruscos de exportação e importação quando a modificação de taxa cambial era iminente. Estes mecanismos propiciaram, já em 1968, um incremento real de 14% nas exportações, destacando-se as manufaturas com 28% de expansão em dólares sobre 1967.

As importações, por outro lado, expandiram-se regularmente refletindo a retomada do crescimento da economia (ver Quadro 5.18). Destaca-se neste ponto o incremento de 40% nas importações de máquinas e equipamentos em 1968, indicando a vigorosa retomada da formação de capital.

O movimento de capitais, no entanto, ainda não correspondia às expectativas dos gestores de política. Em primeiro lugar, os investimentos diretos continuavam em nível abaixo do esperado, corroborando a idéia de que não era apenas necessário garantias formais de retorno para elevar o seu afluxo. Em segundo lugar, os capitais de empréstimo, entrados sob a égide da Instrução 289, mostraram em 1967 um movimento negativo, fruto basicamente dos retornos dos ingressos dos dois anos anteriores, em especial das operações combinadas com a Resolução 21 (2). Este fato, em vista da instabilidade de curto prazo que criava sobre os haveres internacionais, induziram as autoridades a tomar providências no sentido de estabilizar este fluxo. Neste sentido, foi baixada a Resolução nº 63 (21.08.67) que autorizava os bancos comerciais e de investimento a contratarem empréstimos em moeda no exterior e repassá-los internamente às empresas industriais, fixando no entanto um prazo mínimo de retorno de seis meses para os bancos comerciais e de um ano para os bancos de investimentos. Não obstante a limitação de prazo, que impedia os movimentos de 'hot money' (3), a demanda por estes recursos cresceu substancialmente pois interpunha entre a empresa brasileira e o mercado financeiro internacional uma instituição financeira, o que eliminava o problema de garantia para a empresa brasileira. O aval do empréstimo era dado pelo banco brasileiro, que exigia uma garantia colateral aceitável. Já em 1968, estas operações internalizaram no país cerca de US\$ 300 milhões, e cresceriam daí por diante ininterruptamente.

(1) Isenção IPI e ICM, regulamentação do 'draw-back', créditos à exportação, etc, para exportação de artigos manufaturados.

(2) Em 1967 saíram US\$ 185 milhões (um aumento de 117% sobre 1966) de juros de empréstimos basicamente das operações 289 (Relatório do Banco Central, 1968).

(3) Que de resto foi tornado não lucrativo pelas mini-desvalorizações.

A política monetária e de crédito desenvolveu-se também de forma coerente com a orientação do PED. A conjuntura de liquidez folgada no 1º trimestre não induziu as autoridades a apertarem os controles monetários (1). Em sua substituição recomendaram que os bancos comerciais aplicassem suas reservas voluntárias em títulos federais. No entanto, os bancos relutavam em fazê-lo pela inexistência de um título de curto prazo, nos prazos requeridos pelas operações bancárias. De fato, o único título existente eram as ORTN que, por lei, não podiam ser emitidas por prazo menor que três anos, o que obviamente não interessava aos bancos como reserva de segunda linha. Na forma de escapar deste impedimento legal está a origem das operações de mercado aberto no sistema financeiro brasileiro. As autoridades monetárias passaram a emitir ORTN com 'prazo decorrido', isto é, com data de emissão atrasada, e com apenas 30/40 dias 'a decorrer'. Tornavam-se assim títulos de curto prazo, adequado às aplicações dos bancos. Com isto foi possível controlar a liquidez bancária sem modificar as taxas do compulsório (2).

Paralelamente, com o objetivo de aliviar ainda mais a carga sobre o setor privado, as autoridades fixaram em 2% a.m. a taxa máxima de desconto para os bancos comerciais (Resolução 72, novembro/67). Este expediente, no entanto, resultou nas conhecidas distorções dos controles no sistema de preços. De fato, ao não fixar paralelamente as taxas cobradas pelos intermediários não-bancários, esta Resolução orientou a demanda para os bancos comerciais que, para equalizá-las, passaram a exigir dos mutuários saldo médio ou mínimo sobre suas contas, elevando implicitamente a taxa de juro (3).

Em meados de 1968 a forte demanda por crédito levou as autoridades a reduzir temporariamente o compulsório (Resolução 96), elevar as faixas de redesconto e expandir as operações do Banco do Brasil. A política liberal de crédito pôde acompanhar, sem tensões, a rápida expansão do produto.

(1) Ainda na antiga administração a taxa de redesconto foi elevada para 22% a.a.

(2) Os títulos típicos de 'open-market', as LTN de prazo de 90/180 dias só foram lançados em 1969/70. Neste intervalo continuou-se a proceder da forma acima descrita.

(3) Este processo, aliás, faz declinar a velocidade de circulação da moeda, que no entanto não é captada pelo exame dos saldos dos empréstimos bancários. Isto pode também explicar o aumento nos meios de pagamento de 42% e o aumento de preços de só 25%.