

TCC/UNICAMP
F264b
IE/938

DE OLIVEIRA FIGUEIREDO



1290000938



TCC/UNICAMP F264b

TCC/UNICAMP
F264b
IE/938

[Handwritten signature]

ASS.

ERICKSON MIRANDA FASSI

[Handwritten signature]

ASS.

O BANCO CENTRAL DO BRASIL

" de onde veio, por onde e para onde foi "



,11 174

INDICE DA MONOGRAFIA

- 1 - INTRODUCAO
- 2 - CAPITULO 1 (DE 1920 A 1930)
- 3 - CAPITULO 2 (DE 1930 A 1945)
- 4 - CAPITULO 3 (DE 1945 A 1964)
- 5 - CAPITULO 4 (DE 1964 A 1984)
- 6 - CAPITULO FINAL (CONCLUSOES)

INTRODUÇÃO

O objetivo da pesquisa está situado no âmbito do sistema financeiro, mais especificamente relacionado as chamadas "Autoridades Monetárias" no Brasil.

Esta pesquisa visa realizar a reconstituição de certos aspectos da evolução do Banco Central do Brasil, nos diversos formatos que tomou no nosso país. Buscamos ainda, através da recapitulação da Política Monetária, e de sua estrutura de organização e ação, contribuir para a reflexão do que entendemos como importantes questionamentos da atualidade.

A pesquisa objetiva resposta para uma pergunta básica: Porque as Autoridades Monetárias no Brasil têm e tiveram as características encontradas no decorrer da pesquisa? A resposta poderá a nosso juízo, ajudar na compreensão acerca de como estas características afetaram o nosso desenvolvimento.

A escolha da pergunta acima mencionada, deve-se ao fato de haver uma polémica teórica sobre a necessidade ou não, de um Banco Central independente do Governo, no que se refere às suas responsabilidades quanto a Política Monetária. Sabemos previamente que o assunto não se esgota, e jamais poderá esvaziar-se, pois é um debate de natureza

ideológica. Entretanto, tentaremos lançar uma visão a mais no centro deste debate, ou seja, procuraremos organizar a questão de um modo objetivo.

Portanto, teremos no decorrer deste trabalho o propósito maior de colocar uma opinião alicerçada em uma evolução histórica e permeada por uma base teórica adquirida no processo de formação acadêmica.

Além disso, tentaremos ser fiéis aos acontecimentos e por meio deles consubstanciar as nossas reflexões a respeito do tema.

Com sorte e trabalho, chegaremos a estes objetivos.

CAFÍTULO I

DE 1920 A 1930

Depois da guerra, o Brasil desfrutou de breve período de prosperidade sendo, logo após, abalado pela recessão mundial de 1920/21.

Enquanto o resto do mundo se apressava em restabelecer seus estoques de matérias-primas e alimentos, as exportações brasileiras quase dobraram em 1919 e, apesar do grande aumento de importações, houve um forte superávit na balança comercial e uma substancial revalorização cambial (devida, em parte, à desvalorização da libra esterlina e de outras moedas européias como o franco suíço, o marco e alira, em relação ao ouro).

A euforia durou até meados de 1920 e, apesar da política monetária restritiva (os meios de pagamento aumentaram apenas 4,1% em 1919, chegando a cair 1,8% em 1920), o produto real cresceu 5,9% em 1919 e 10,1% em 1920. As taxas de inflação de 8,7% e 19% em 1919 e 1920, respectivamente, foram substanciais à luz da política monetária restritiva, estando ligadas, aparentemente, à inflação mundial (durante o mesmo período, os preços por atacado no Reino Unido subiram 11,3% e 20,3%, enquanto as cifras dos Estados Unidos eram de 5,6% e 11,4%).

No segundo semestre de 1920, o Brasil foi envolvido na breve mas severa recessão mundial, que acarretou reduções de preços e renda, em escala mundial, até 1921.

Como notam Friedman e Schwartz, "na maior parte do mundo, antes ou durante 1920, nos países vencedores, vencidos ou neutros, os preços subiram fortemente, caindo, subseqüentemente, de uma forma violenta. Os únicos países praticamente isentos da queda de preços foram os que enfrentaram a hiperinflação". Nos Estados Unidos, o grosso da queda de preços ocorreu entre agosto de 1920 e fevereiro de 1921, sendo o episódio caracterizado como "a mais forte queda de preços no período coberto pela série monetária (de Friedman e Schwartz), anterior ou posteriormente àquela data, e talvez em toda a história dos Estados Unidos. A contração da renda real entre o pico e o vale do ciclo norte-americano, identificados pelo National Bureau of Economic Research em janeiro de 1920 e julho de 1921, foi relativamente breve, porém uma das mais severas já registradas, tendo Kuznets estimado, em termos reais, uma queda de 4% do PNL (Produto Nacional Líquido), em 1921. Segundo Feinstein, o PNB (Produto Nacional Bruto) britânico, a preços de 1938, caiu 5,1%.

Na medida em que a queda dos preços internacionais e o aumento do protecionismo no exterior reduziam as exportações brasileiras em 35,6% (o protecionismo estava

aumentando em países como os Estados Unidos, Grã-Bretanha, França, Itália, Espanha, Suíça, Romênia, etc., conforme *Retrospecto Commercial*, e as importações ainda aumentavam 25,5% (basicamente pra aumentar a capacidade produtiva e repor o equipamento destruído durante a guerra), a balança comercial apresentou, em 1920, um déficit excepcional.

No terceiro trimestre de 1920, o fraco nível de atividade econômica causado pelas expectativas pessimistas e pelo declínio das exportações foi ainda agravado pela restrição estacional do crédito nas áreas urbanas (conforme o padrão típico descrito anteriormente), e pelo atraso nos pagamentos do Governo aos seus fornecedores.

Novas queixas contra a escassez de crédito conseguiram, desta vez, reabrir o debate sobre a reforma do marco institucional monetário, resultando, com efeito, na criação do Departamento de Emissão e Redesconto no Banco do Brasil e, posteriormente, na transformação do Banco do Brasil num Banco Central durante 1923-26. Passaremos, em seguida a examinar os determinantes dessas importantes reformas.

A campanha pelo estabelecimento de um Banco Central está intimamente ligado ao crescimento da doutrina do "crédito legítimo", a qual, como qualquer ideologia, no sentido de uma interpretação subjetiva de fenômenos sociais,

deve sua popularidade a vários fatores, entre os quais destacam-se:

- A ascensão de determinados modelos de política econômica no exterior (especialmente na Alemanha e Estados Unidos);

- Certos eventos econômicos no Brasil e

- A propaganda entusiástica levada a cabo por indivíduos que ocupavam posições-chave no Governo, no setor privado e na imprensa.

A campanha em prol da criação do Banco Central se acelerou sob o patrocínio de Homero Batista, Presidente do Banco do Brasil, no período 1914-18, e Ministro da Fazenda, de 1919 a 1922. Baseava-se ele na necessidade de estabelecer um controle efetivo sobre a política monetária, anulando a interferência negativa do tesouro nessa área, e transferindo a concepção e a execução da política monetária para um Banco Central proveniente da reorganização do Banco do Brasil.

Somente um banco Central independente poderia regular a moeda e o crédito, de acordo com as necessidades dos negócios; o Tesouro não estava habilitado para cumprir estas funções, uma vez que outros problemas prementes ocupavam-no. Ademais, um Banco Central independente asseguraria a autonomia da política monetária em face das considerações políticas de curto prazo.

Uma obscura análise dava ênfase à qualidade e não à quantidade da emissão de moeda: a emissão do Tesouro era artificial, no sentido de que apenas circulava por fiat, enquanto que a emissão do Banco Central seria lastreada por riqueza real, como ouro e títulos financeiros. Admirador do Reichsbank alemão, Batista sugeriu que seu exemplo fosse seguido através de um lastro da emissão do futuro Banco Central na proporção de 1/3 em ouro e 2/3 em títulos.

Apenas um Banco Central, segundo Batista, poderia abrir caminho para o eventual retorno ao padrão-ouro; além disso, a maioria das nações civilizadas usavam, a essa altura, moeda emitida por um Banco Central e não pelo Tesouro.

A campanha pelo Banco Central arregimentou o apoio da maior parte do setor privado e da imprensa, ganhando intensidade sempre que ocorria alguma contração sazonal do crédito. Tal foi o caso, no segundo semestre de 1920, quando uma contração de crédito, de natureza sazonal, nos centros urbanos, agravou-se devido às expectativas pessimistas decorrentes da recessão mundial. Em 9 de agosto de 1920, a Associação Comercial do rio de Janeiro indicou ao Ministro da Fazenda que o Rio, São Paulo e Rio Grande do Sul novamente enfrentavam uma escassez de crédito, decorrente da transferência de fundos para o financiamento das colheitas no interior, e que era imperiosa uma solução permanente para o

problema das crises periódicas de crédito. No dia seguinte, um grupo de empresários reuniu-se com o Presidente da República.

O Governo propôs, então, a transformação do Banco do Brasil em Banco Central, devendo a matéria ser, no entanto, debatida pelo Congresso.

A propósito, vale notar que, a essa altura, a Conferência Internacional da Liga das Nações, reunida em Bruxelas em setembro/outubro de 1920, havia sugerido, entre outras medidas para normalizar a situação econômica do período pós-guerra, "o estabelecimento de bancos de emissão nos países que ainda não os possuam". A mesma orientação foi seguida, mais tarde, pela Conferência Econômica Internacional de Gênova (junho de 1922), que insistiu não só no retorno da Europa ao padrão-ouro, mas também na criação de bancos Centrais independentes em todos os países. O *Jornal do Commercio* de fato indicava que "o novo papel da Liga das Nações é o de organizadora e promotora de bancos de emissão nos países cujas finanças se acham avariadas.

Inicialmente, o debate no Congresso girou em torno do Projeto Carlos de Campos, que propunha um Banco Central com emissão lastreada em ouro e títulos. Chegou-se, porém, a um consenso de que ainda era prematura a criação de um Banco Central, tanto pelo fato de a situação mundial ainda se

apresentar incerta, quanto pelo fato de o Projeto sofrer a oposição cerrada de parlamentares como Antonio Carlos Ribeiro de Andrade, que lutavam por uma ativa deflação e temiam que o Banco Central se prestasse a abusos inflacionários. Aprovou-se, então, a emenda Francisco Sá, que criava junto ao Banco do Brasil uma Carteira de Emissão e Redesconto, "aguardando-se a criação de um Banco Central (especial) para essa finalidade".

A Carteira de Redesconto seria gerida por um Diretor nomeado pelo Governo e supervisionada, a seu turno, pelo Presidente do Banco do Brasil. A Carteira operaria no redesconto de Letras "legítimas" de prazo inferior a quatro meses, utilizando emissão especial do Tesouro (pela qual o Tesouro seria remunerado à taxa de 2% ao ano). A taxa de desconto mínima seria de 5%, podendo ser elevada de acordo com as circunstâncias. A emissão par fins de redesconto teria um teto de 100 mil contos que poderia, entretanto, ser elevado em caso de emergência (nessa conjuntura, uma emissão adicional de até 50 mil contos além do teto mencionado poderia ser feita pelo Tesouro e empregada a seu critério). Para evitar abusos, seria reservadamente fixado um teto para o acesso de cada Banco ao redesconto; além disso, como regra-de-bolso, fixar-se-ia o montante igual à metade das obrigações em conta corrente de um Banco como um limite genérico de acesso ao redesconto.

A carteira de Redesconto do Banco do Brasil começou a operar em fevereiro de 1921 e, como veremos adiante, constituiu-se em elemento decisivo para a recuperação econômica em meados do mesmo ano; ademais, seu êxito e popularidade trouxeram alento ao movimento em favor de um Banco Central.

A economia brasileira foi severamente afetada pela recessão mundial de 1920 e meados de 1921. Entretanto, ainda que o desempenho econômico em 1921 fosse medíocre, com o produto real crescendo em apenas 1,9%, um conjunto de medidas tomadas no início de 1921 foi decisivo no sentido de apressar a recuperação evidenciada no segundo semestre.

A Carteira de Redesconto empenhou-se em expandir a base monetária, ativando, dessa forma, o clima de incerteza que pairava sobre o sistema bancário. Efetivamente, numerosas fontes atestam o papel tranquilizador que a ação da Carteira de Redesconto desempenhou sobre o sistema bancário.

Em junho de 1921 criou-se um serviço de compensação de cheques. Esta medida havia sido uma antiga aspiração da classe empresarial, já tendo sido feitas várias tentativas infrutíferas no passado, a última em 1919. A compensação de cheques iniciou-se no Rio e estendeu-se a

curto prazo, a São Paulo, Santos, Porto Alegre, Recife, Salvador, e posteriormente, às demais cidades do País.

Cabe notar aqui que a expansão do uso de cheques era considerada um remédio popular para atenuar as crises de liquidez; de fato, fora recomendada durante as crises de 1915 e 1921, sendo inclusive, aceita pelos círculos ortodoxos. É interessante deslindar o modelo subjacente: tomava-se como variável de controle a base monetária (high-powered money), a qual se desejava fosse a menor possível (até meados da década de 30, faziam-se poucas referências à oferta de moeda como indicador relevante). Entretanto, para um dado montante da base monetária, julgava o modelo ser desejável lançar mão de mecanismos que aumentasse o giro da moeda, tais como o uso do cheque e a criação de câmaras de compensação.

Assim, por exemplo, quando o comércio se ressentiu de uma crise sazonal de liquidez, em meados de 1919, o Ministro da Fazenda replicou que o problema não decorria da falta de papel-moeda em circulação (isto é, high-powered money), e que ele sugeriria ao Presidente do Banco do Brasil a criação de câmaras de compensação, visando permitir um maior movimento de fundos sem a utilização direta do papel-moeda.

Uma outra política que apressou a recuperação da atividade econômica e que estava ligada às operações da Carteira de Redesconto foi o terceiro programa de valorização do café (1921-24), iniciado em março de 1921.

Já que o Governo havia adquirido confiança, através dos programas de valorização anteriores, iniciaram-se, sem maiores discussões, as compras de café pelo Governo nos portos do Rio e Santos, financiadas não só com o produto de um empréstimo externo de 9 milhões de libras esterlinas, mas também, através da emissão de moeda pela Carteira de Redesconto (conforme os estatutos do redesconto, os títulos provenientes do financiamento das operações de café não estavam, inicialmente, sujeitos a redesconto, mas esse entrave legal foi contornado pelo Decreto 14 585, de 18 de outubro de 1922).

Um último elemento de estímulo, embora de menor importância, consistiu na Lei de Emergência aprovada pelo Congresso (Decreto 4315, de 18 de agosto de 1921), que dispensou, em certas circunstâncias, o pagamento de taxas de armazenagem sobre bens importados, e reduziu temporariamente a tarifa-ouro sobre esses bens; entretanto, o efeito da política fiscal foi diluído já que, apesar das referidas vantagens, o Governo suspendeu a maioria das obras públicas por força da Lei de Emergência. O ano de 1921 foi, em resumo, um ano negativo. Apesar do aumento de 13,25 na base

monetária e de 42,1% na oferta de moeda, o produto real representou uma elevação de apenas 1,9% (enquanto o produto industrial, na verdade, decresceu 1,8%) e o nível de preços caiu em 15,3% presumivelmente em virtude da queda dos preços mundiais iniciada em 1920.

Após o choque decorrente da recessão de 1920/21, a economia teve dois anos de grande prosperidade, à medida que a política monetária expansionista e o programa de valorização do café seguiam seu curso.

O ano de 1922, foi, de fato, um ano florescente: a política monetária expansionista iniciada em 1921 prosseguiu em 1922 com um incremento de 12,8% na base monetária e de 31,8% no estoque de moeda, enquanto o nível de preços elevou-se em apenas 9,1%, à medida que o produto real crescia 7,8%.

Do ponto de vista político, entretanto, 1922 foi um ano agitado, com a revolta irrompida no Rio, em julho, assinalando o início de um prolongado período de turbulência que iria caracterizar o restante da década. Segundo José Maria Bello, "a paz interna iniciada (em 1894) se desfez, e o final da administração de Epitácio Pessoa em 1922 assinalou o início de uma campanha revolucionária que iria culminar no movimento vitorioso de 1930 e no estado autoritário de 1937".

O ano de 1922 foi também o palco de uma ativa campanha presidencial. Artur Bernardes (empossado em novembro de 1922) projetava, para sua administração uma imagem severa e cautelosa. A base de seu Governo seria uma política fiscal restritiva, à qual ele se lançou num esforço para reduzir drasticamente o déficit orçamentário.

O Presidente Bernardes obteve, de fato, êxito em seu esforço no sentido de ampliar a receita do Governo: entretanto, no que concerne à despesa, seu programa foi prejudicado pelo significativo aumento dos gastos militares a fim de conter os distúrbios políticos que pontilhavam seu Governo. Apesar disso, ele reduziu severamente o programa de obras públicas, inclusive os vastos projetos contra as secas iniciadas por seu antecessor. Isso explica a drástica redução da parcela dos investimentos no total da despesa federal após 1923.

Em sua estratégia de contenção fiscal incluía-se, com destaque, a campanha pelo estabelecimento de um Banco Central, com o objetivo de romper os laços incestuosos que ligavam o Banco do Brasil e o Tesouro no processo de financiamento do déficit.

Por ironia, a campanha pelo Banco Central associou o Presidente Bernardes com dois dos eminentes líderes da

doutrina do crédito comercial legítimo - Sampaio Vidal e Cincinato Braga - que o serviriam como Ministro da Fazenda e Presidente do Banco Central (as referências ao Banco Central devem ser entendidas, aqui, como relativas ao Banco do Brasil, enquanto munido das funções de Banco Central no período 1923-26). É certo que os três estavam de acordo no que diz respeito ao Banco Central como instrumento ideal para alcançar seus objetivos, porém diferiam claramente na definição do objetivos: Bernardes enfatizava o papel de um Banco Central independente em seu programa de contenção fiscal, enquanto Vidal e Braga desejavam, de modo típico à escola a que pertenciam, que o Banco Central expandisse ativamente o crédito a fim de atender às necessidades legítimas dos negócios.

Como veremos adiante, quando Bernardes percebeu, no final de 1924, que um Banco Central, sob as normas da doutrina de crédito legítimo, não impunha limites efetivos à expansão da base monetária, tratou de engendrar uma crise política e afastou seus principais assessores econômicos, substituindo-os por uma equipe que se empenhou numa política deflacionista em 1925/26.

Em dezembro de 1922, logo após a posse do novo Governo, o Deputado Cincinato Braga apresentou uma lei ao Congresso, propondo a transformação do Banco do Brasil em Banco Central, que foi aprovada logo em seguida (Decreto 4 635-A, de 8 de janeiro de 1923).

Sem deixar de ser o maior Banco comercial do País, assumia agora o Banco do Brasil também as funções de Banco Central, dotado do monopólio da emissão de papel-moeda.

O teto estabelecido para a base monetária pela Reforma de 1921, que criou a Carteira de Redesconto (fixado, inicialmente, em 200 mil contos e gradualmente elevado a 400 mil contos) foi abolido pela Reforma de 1923. A exemplo de seu paradigma alemão, o Banco Central brasileiro emitiria sobre um lastro de 1/3 em ouro e 2/3 em títulos de crédito, podendo esta proporção, em caso de emergência, ser alterada por decreto.

A assistência do Banco Central ao Tesouro ficaria limitada a um crédito em conta corrente por antecipação da Receita Federal, inferior à quarta parte da receita anualmente votada, e a ser liquidado durante o ano fiscal. devido à hostilidade generalizada à emissão de moeda pelo Tesouro, grande ênfase foi dada ao fato de que o Banco Central iria gradualmente recolhendo a emissão do Tesouro. Além disso, a Lei de 1923 estabeleceu que a moeda emitida pelo Banco Central seria livremente conversível em ouro à taxa fixa de 12 d./mil-réis, desde que essa taxa fosse atingida no mercado livre e sustentada por mais de três anos. O Presidente do Banco, porém, insistia que a conversibilidade em ouro somente seria adotada após um exame

cuidadoso da situação econômica, mesmo que o câmbio excedesse a 12 d. por mais de três anos. Numa conotação de otimismo, insistia ele que a paridade de 27 d./mil-réis, decretada em 1846, não seria abolida, e que a eventual conversibilidade a 12 d. seria apenas um passo visando à completa restauração da paridade de 27 d.

O Banco Central somente começou a emitir moeda em julho de 1923 (na verdade, a base monetária caiu levemente no primeiro trimestre do ano), e durante este ano como um todo a base monetária subiu em 12%, tendo a oferta de moeda revelado um comportamento semelhante (a propósito, a taxa de expansão da base monetária, durante os dois primeiros anos de existência do Banco Central - 1923 e 1924, não contrastou grandemente com a experiência anterior: de 1915 a 1922 a base cresceu a uma média anual de 11,2%).

Embora o produto real tivesse crescido 8,6% em 1923, dois fatos ocorridos durante o ano iriam combinar-se a futuros eventos para provocar um descontentamento generalizado com a política do Banco Central: o nível de preços subiu 31% e houve uma desvalorização cambial de 33,4%, que caracterizou 1923 como "o ano cambial mais terrível de nossa história", segundo o então Presidente do Banco Central.

Em meados de 1924 iniciou-se uma forte recessão, de origem real, mas agravada pela deflação aberta que começou a ser praticada no final do ano. As dificuldades começaram a=com a Revolta de julho de 1924, iniciada em São Paulo, a qual se estendeu, entre outros Estados, ao Amazonas, PARÁ, Pernambuco e Sergipe. Os rebeldes em São PAulo foram sitiados por tropas governamentais, que ameaçaram bombardear a cidade, sendo derrotados cerca de um mês depois. Em outros Estados, os rebeldes foram contidos pelos Governos locais com auxílio federal.

A Revolta causou sérios transtornos à atividade econômica. A agricultura e o comércio ficaram praticamente paralisados em diversas áreas, o comércio exterior foi afetado e as agências do Banco do Brasil em São Paulo, Manaus e Aracaju foram assaltadas pelos revoltosos.

Visando neutralizar o entesouramento por parte do público e a acumulação de encaixes por parte dos Bancos, decidiu o Banco Central expandir o papel-moeda emitido ao máximo, compatível com o seu lastro legal, além de recorrer a uma emissão de emergência no valor de 100 mil contos em setembro, chegando a emissão ao máximo em outubro de 1924.

A drástica modificação da política monetária em fins de 1926 pode, à primeira vista, parecer tão arbitrária quanto a decisão de deflacionar, em 1924, podendo-se

argumentar que se tratava, em grande parte, de uma iniciativa pessoal do Presidente. Cabe ressaltar, porém, que a estabilização cambial brasileira foi parte de um retorno internacional ao padrão-ouro durante a década de 20, e que vários setores-chave nacionais buscavam não só acabar com a deflação, mas também aumentar sua posição competitiva (ao menos num período de transição) com uma taxa de câmbio estável e baixa. (Lembrar que, no estudo a seguir, a taxa de câmbio deve ser entendida como pence inglês/mil-réis, embora nas tabelas-sumário deste trabalho a definição seja invertida).

Não cabe aqui entrar em um exame detalhado do movimento mundial de retorno ao padrão-ouro nos anos 20. Entretanto, a ambição mundial de voltar ao ouro no período pós-guerra foi resumida, de modo feliz, por Gustav Cassel: "Não obstante o que se possa argumentar, no plano teórico, contra o ouro como medida de valor, parece certo que a maioria dos países aguarda ansiosamente a restauração do padrão-ouro e o reinício dos pagamentos em ouro como a verdadeira salvação do presente caos do sistema de papel-moeda inconversível. É preciso considerar este fato como um dado objetivo".

O ouro era, também, cultuado na América Latina não só pelas mesmas razões ideológicas, mas também pelos estreitos laços econômicos e financeiros com a Grã-Bretanha

e os Estados Unidos, e pelo desejo de atrair capitais estrangeiros. Um escritor da época observou, efetivamente, que "em toda a discussão (latino-americana) sobre problemas monetários e cambiais tem havido fraca defesa de qualquer outro sistema que não o do padrão-ouro".

No início de sua campanha eleitoral, o Presidente Washington Luiz se prendeu à volta do padrão-ouro como tema central de seu Governo. Em síntese, seu objetivo último (o qual, aliás, nunca foi alcançado) era a plena conversibilidade em ouro, sob a égide de um Banco Central reorganizado. Durante a transição, a taxa de câmbio seria estabilizada através de um mecanismo semelhante ao da Caixa de Conversão de 1906-14, ou seja, a Caixa de Estabilização, sendo que apenas a moeda emitida por esta Caixa, contra o lastro pleno em ouro e divisas, seja conversível à vista.

O seu diagnóstico dos problemas do País era bastante simplista. Entretanto, mesmo que a ênfase dada pelo Presidente à volta ao padrão-ouro nos possa parecer não só ingênua, mas também uma evasão aos verdadeiros problemas da época, cabe salientar que Washington Luiz estava familiarizado com a literatura econômico-financeira contemporânea e com as políticas européias relativas à volta ao padrão-ouro, tentando, realmente, segui-las no Brasil (uma pergunta legítima, no entanto, era se o País não teria

sido melhor servido por uma política de concepção nacional, ao invés de seguir paradigmas vindos da Europa).

Logo após a sua posse, em novembro de 1926, o Presidente Washington Luiz criou a Caixa de Estabilização (Decreto 5 108, de 18.12.1926; Decreto 17 248 de 05.01.1927) e determinou o retorno ao padrão-ouro à taxa de 6 d./mil-réis, correspondendo, aproximadamente, aos seus cálculos sobre a paridade do poder de compra.

A opinião pública estava, de certa forma, de acordo com a necessidade da estabilização cambial, embora houvesse divergências quanto à paridade ideal. Entretanto, o Presidente passou a ser fortemente atacado pela ortodoxia e pela opinião pública em geral não só pela desvalorização considerada excessiva (falava-se na taxa vil), mas também pela rejeição formal da paridade de 1846, que havia perdido sua significação prática, embora ainda fosse expressiva sob o ponto de vista mitológico. O projeto de estabilização - reclamava uma fonte contemporânea com um certo fundamento - havia sido apressadamente aprovado pelo Congresso, sem um debate suficiente.

Conforme observamos anteriormente, a plena conversibilidade em ouro de toda a moeda em circulação, que a lei anunciava para um futuro próximo, nunca chegou a ser

alcançada, sendo que na prática, a conversibilidade se restringiu apenas à emissão da Caixa de Estabilização.

A condição de Banco Central do Banco do Brasil foi suspensa, na prática, pela Reforma de 1926 (embora, legalmente, ela só tenha terminado alguns anos mais tarde, quando os estatutos do Banco foram alterados) e, em dezembro deste mesmo ano, o Banco cessou sua política deflacionária de recolhimento da emissão do Tesouro. (Para uma crítica do término prematuro da experiência com o Banco Central).

Nos dois primeiros anos da nova administração presidencial, a política monetária foi expansionista, e, embora o Banco do Brasil não fosse mais o Banco Central, ele não só ainda mantinha um papel de liderança no sistema bancário mas também levou a cabo uma política ativa de empréstimos.

Na medida em que as reservas afluíam liberalmente à Caixa de Estabilização (fluxos maciços de capital - embora não quantificados - foram observados após 1926, em parte para a aquisição de ativos domésticos que haviam se tornado relativamente atraentes pela baixa taxa de câmbio), a base monetária subia 16,1% e 12,4% em 1927 e 1928, respectivamente, enquanto os meios de pagamento subiam 14,2% em ambos os anos.

Fiel a sua campanha eleitoral, a administração executou uma política fiscal restritiva, chegando aproximadamente a equilibrar o orçamento em 1927 e - o que era completamente fora do comum - a obter superávits orçamentários em 1928 e 1929, apesar do reinício, em 1927, da amortização da dívida externa.

A combinação do arrocho fiscal com a política monetária expansionista gerou fortes críticas em círculos que culpavam o Governo de negligenciar os investimentos em capital social de infra-estrutura. Entretanto, o Presidente considerou os investimentos rodoviários como a chave para o desenvolvimento - "governar é abrir estradas" - sendo estes, de fato, substancialmente aumentados. Além disso, um empréstimo de 60 milhões de dólares de banqueiros privados americanos (que havia sido arranjado no final do Governo anterior) foi utilizado para recolher a dívida flutuante.

A tensão política que havia permeado os anos de 1922-26 foi substancialmente relaxada com a ascensão do novo Governo. O estado de sítio foi, de fato, suspenso em fevereiro de 1927, havendo certo grau de estabilidade política durante a maior parte do período presidencial de Washington Luiz (interrompida, é claro, pelos eventos que culminaram com a Revolução de 1930).

CAPÍTULO II

DE 1930 A 1945

Este capítulo focalizará o panorama econômico desde a Grande Depressão até o final da Segunda Guerra Mundial. Além de abranger exatamente a época de Vargas, esses marcos são significativos na medida em que assinalam não só o colapso das políticas econômicas da República Velha (principalmente a adesão ao padrão-ouro), mas também a criação, em 1945, da SUMOC (Superintendência da Moeda e do Crédito) como um passo em direção à unificação do controle da política monetária, e o início de um período de industrialização acelerada.

De 1929 a 1931 a economia brasileira foi abalada pela Depressão mas, ao contrário de outros países, como os Estados Unidos, a recuperação veio relativamente cedo, em 1932 (o produto industrial começou a recuperar-se em 1931).

Daí em diante, e aproximadamente até o início da Segunda Guerra Mundial, os problemas relevantes foram a acomodação da economia às condições anormais de comércio internacional e dos fluxos de capitais e o consequente ajustamento não só da política comercial e tarifária, mas também do serviço da dívida externa, do apoio ao setor cafeeiro etc. Este período é também importante pelo crescimento relativamente rápido do produto industrial

estimulado pelos efeitos de reorientação de gastos (expenditure-switching) e da contínua desvalorização cambial em termos reais.

Embora o Brasil somente viesse a aderir à guerra em 1942, o início das hostilidades, em 1939, afetou a economia brasileira, primeiramente, por uma leve contração dos meios de pagamentos e do produto real e, mais tarde, pela expansão do comércio exportador o qual, aliado à disponibilidade limitada de importações, provocou uma acumulação substancial de reservas estrangeiras. O comportamento do setor externo, bem como as políticas fiscal e monetária adotadas durante a guerra geraram um aumento na inflação a partir de 1941, criando-se, em consequência, várias distorções na tentativa de reprimi-la.

Nãoobstante a queda dos preços mundiais das exportações brasileiras e a perda de reservas de ouro, que se acelerou após novembro de 1929, com a consequente redução da base monetária, o pânico de outubro deu lugar, em fins de 1929, a um leve retorno à confiança, durando até os primeiros meses do ano seguinte.

O governo federal havia suspenso a assistência aos produtores de café, mas o Estado de São Paulo, conseguiu, no entanto, dar-lhes certo apoio através do Instituto do Café, tomando emprestado no exterior,

inicialmente 2 milhões, e, mais tarde, em novembro de 1929 e abril de 1930, 20 milhões de libras esterlinas.

Alguma melhoria na indústria têxtil, uma boa colheita de cereais, o aumento no valor das exportações de algodão, carne e laranjas e até mesmo do volume físico das exportações de café, a diminuição do número de falências, etc. foram tomados por observadores contemporâneos como motivos para um moderado otimismo.

A situação era, naturalmente, bastante anormal. Em 1930, os preços mundiais do café continuaram a cair e as importações sofreram uma queda de quase 30% durante o primeiro semestre desse ano. Sob a política fiscal restritiva do Governo, que havia produzido superávits em 1928 e 1929, as cifras do Tesouro voltaram a indicar um superávit de receitas no primeiro semestre de 1930. Acontecimentos exógenos posteriores impediram que se atingisse aquele objetivo durante o ano como um todo, embora um superávit ex-ante de 2021 mil contos houvesse sido planejado pelas autoridades. O esforço perverso para atingir um superávit no meio da Depressão foi bastante grande, já que os direitos de importação, tradicionalmente uma fonte importante de receita, estavam se enfraquecendo devido à crise do comércio exterior.

Embora os Bancos comerciais fossem encorajados pela liderança do Banco do Brasil a emprestar ativamente ao setor cafeeiro, a atmosfera de incerteza ainda os levava a manter encaixes excepcionalmente elevados.

Além disso, a situação seria agravada, subseqüentemente, pelos problemas políticos. O descontentamento surgido com a eleição presidencial de março de 1930 foi transformado num movimento abertamente revolucionário após o assassinato do candidato da oposição a vice-Presidente. Os eventos que culminaram com a derrubada do Governo em 24 de outubro de 1930 "exerceram uma influência perturbadora sobre o comércio e a indústria (e) praticamente levaram à paralisação a marcha dos negócios financeiros e comerciais habituais". O declínio da atividade industrial (restrita a três ou quatro dias por semana em alguns setores), bem como o aumento do desemprego foram também registrados, embora aparentemente o grau de flexibilidade de preços e salários tenha sido substancialmente maior no Brasil do que nos países industrializados, evitando assim que a taxa de desemprego assumisse as proporções catastróficas observados no exterior.

A deterioração da situação e o aumento dos embarques de ouro para o exterior após julho de 1930

forçaram o Governo a adotar medidas de emergência pouco antes de sua derrubada.

Em 6 de outubro decretou-se feriado bancário, com restrição da retirada de depósitos bancários (Decretos 19352 e 19375, de 06/10/1930 e 20/10/1930), embora "a maioria dos bancos permanecessem abertos, realizassem suas transações normais e permitissem ao público a retirada de importâncias razoáveis durante todo o período de intranquilidade". Os decretos foram revogados, porém, pela nova junta do Governo e os Bancos reabriram para operações normais em 27 de outubro, no Rio, e em 3 de novembro, em outros Estados.

Autorizou-se uma emissão de emergência pelo Banco do Brasil (Decreto 19372, de 17/10/1930) e, 10 dias mais tarde, quando a autorização foirevogada, um total de 170.000 contos já havia sido emitido.

No início de outubro, o governo anterior havia decidido suspender a conversibilidade das notas da Caixa de Estabilização e as retiradas de ouro, enquanto que, no período de 20 de outubro a 22 de novembro, o Banco do Brasil assumia o monopólio das transações cambiais. Daí em diante, prevaleceu, até setembro de 1931, um mercado cambial relativamente livre, embora certo grau de persuasão moral fosse exercido pelo Inspetor Geral de Bancos não só para evitar a fuga de capitais, mas também para reduzir

importações não-essenciais e para impedir a especulação cambial. A Caixa de Estabilização foi oficialmente fechada em novembro (Decreto 1942, de 22.11.1930), interrompendo assim, o segundo experimento com o padrão-ouro, iniciada em 1926. O estoque de ouro remanescente foi transferido para o Banco do Brasil, que se viu forçado, subseqüentemente a embarcar o ouro par ao exterior em liquidação de dívidas do Governo.

A Carteira de Redesconto do Banco do Brasil foi reaberta em dezembro de 1930 (Decreto 19525, de 24.12.1930), reiniciando as operações conforme a Lei de 1920 que a havia inicialmente instituído. Fixaram-se uma taxa máxima de desconto de 6% e um vencimento máximo de quatro meses para os títulos descontáveis e, como veremos posteriormente, as solicitações de emissões do Tesouro pela Carteira de Redesconto, frequentemente ligadas ao financiamento da política cafeeira do Governo, iriam se tornar uma fonte importante para a expansão da base monetária durante o período 1930-45.

Durante os anos iniciais do período Vargas (até 1937, mas especialmente em 1930/31), a concepção ortodoxa da política econômica se revelava um tanto chocante, em vista das circunstâncias econômicas anormais, sendo tachada pelos historiadores de pouco compatível com a imagem de um regime que se declarava revolucionário.

Este ponto tem sido bastante discutido por autores como Carlos Peláez, que argumentam ser a ortodoxia, em parte, culpada pelo fraco desempenho da economia durante a década de 30. Há, de fato, abundância de fontes oficiais que, repetidamente, se manifestavam a favor do equilíbrio orçamentário ou que argumentavam num período de contração monetária, haver um excesso de moeda em circulação já que as necessidades dos negócios se haviam correlativamente reduzido, etc. É válido, pois, afirmar que o zelo ortodoxo impediu a adoção de medidas mais ousadas para evitar a Depressão. As contrações monetárias de 1929 e 1930, o superávit orçamentário de 1929 e os esforços ex-ante, para o equilíbrio orçamentário em 1930 e 1931 constituem evidência em favor dessa tese. Entretanto, a grande influência de circunstâncias exógenas tais como a forte queda das receitas governamentais, os gastos ligados à Revolução Constitucionalista e às secas nordestinas de 1932, e a necessidade de recursos para financiar a intervenção governamental no mercado cafeeiro levaram o Governo, a certa altura, a se afastar de sua trajetória ortodoxa, pelo menos num sentido ex-post (ver, por exemplo, as taxas médias de expansão monetária após 1931 ou mesmo o volume médio dos déficits orçamentários).

O período de 1932 a 1937 se caracterizou pela recuperação econômica ininterrupta, não obstante o

prosseguimento das dificuldades no comércio e nos pagamentos internacionais.

As exportações foram prejudicadas pelas más condições econômicas mundiais e, apesar do volume reduzido de importações, os superávits da balança comercial foram excepcionalmente baixos. Já que a entrada de capitais havia praticamente cessado, especialmente a partir de 1933, as dificuldades recorrentes de pagamentos forçaram o recurso a restrições intermitentes, com variado grau de intensidade no mercado cambial, envolvendo limitações das remessas comerciais e do serviço da dívida externa.

Mesmo após a introdução de controles de 1931, o mercado de câmbio em 1932 e 1933, ainda se encontrava em crise. Durante um breve interevalo, entre janeiro e abril de 1933, o Banco do Brasil admitiu uma taxa de câmbio cinzenta (uma média oficial das taxas e do mercado negro) para aliviar a pressão das remessa bloqueadas, mas se acumularam grandes atrasos comerciais em 1933/34, os quais tiveram que ser negociados até 1936, através de missões oficiais aos países interessados.

Em fevereiro de 1934 introduziu-se o chamado Plano Aranha para a retomada do serviço da dívida externa, compreendendo o período de abril de 1934 a março de 1938. Argumentado que as dificuldades do Brasil em saldar suas

dívidas se deviam à contração mundial e, especialmente às políticas imiserantes dos países estrangeiros, o esquema passou a sujeitar o serviço da dívida externa à situação corrente do balanço de pagamentos.

Em maio, junho e setembro de 1934 baixaram-se medidas de liberalização cambial, permitindo a livre disposição da receita cambial de todas as exportações, exceto a de café. Após uma breve rigidez dos controles no final do ano (principalmente devido à queda da receita de exportação de café), introduziu-se um novo sistema, em fevereiro de 1935, através do qual 35% da receita de exportação teria de ser vendido ao Banco do Brasil à taxa oficial (para fornecer recursos não só ao serviço da dívida externa, mas também à liquidação dos atrasos comerciais), permitindo-se a venda do restante no mercado livre. Este sistema permaneceria em vigor, até a introdução de novos controles cambiais com o golpe autoritário de Vargas, em novembro de 1937.

Um anova tarifa, modernizando e simplificando os procedimentos alfandegários, foi promulgada em junho, passando a vigorar em setembro de 1934. A nova estrutura tarifária era encarada não só como "mais protecionista que as anteriores" mas também como um sinal de que o Brasil se havia "definitivamente decidido pela industrialização".

Entretanto, prosseguiu a intervenção governamental no mercado cafeeiro com a destruição de estoques pelo Departamento Nacional do café, criado em fevereiro de 1933 com o objetivo de coordenar as políticas cafeeiras. A destruição dos estoques de café foi financiada por impostos em espécie cobrados aos produtores de café, por adiantamento do Banco do Brasil ao Departamento Nacional do Café e, em menor escala, pela criação de moeda.

Pouco antes do golpe de 1937, introduziu-se uma drástica mudança na chamada política de competição, após o fracasso das tentativas de negociar um cartel cafeeiro latino-americano no início do ano. A idéia subjacente à mudança de política era a de eliminar o excesso de produção estrutural e readquirir uma parcela apreciável do mercado mundial via cortes de preços, através da redução do imposto de exportação.

Esperava-se que a política de competição gerasse bons resultados depois de realizados os ajustes do mercado a médio prazo. O volume físico das exportações, de fato, aumentou em 1938 e 1939, ao passo que a participação do Brasil no mercado mundial aumentou de 48% em 1937, para 57,2% e 57,4% em 1938 e 1939 (a receita cambial, como se esperava, caiu devido à relativa inelasticidade da demanda externa). Infelizmente, o início da Segunda Guerra Mundial em 1939 reduziu fortemente as exportações brasileiras para os

mercados europeus, tendo a política de competição, em novembro de 1940, sido abandonada à medida que se criou um cartel sob a égide do Acordo Internacional do Café.

O ano de 1932 começou numa atmosfera de otimismo, com uma rápida expansão da atividade econômica até o início da Revolução Constitucionalista de São Paulo, em julho de 1932. Os combates entre as forças paulistas e federais continuaram até a rendição de São Paulo em 29 de setembro, e dada a proeminência econômica de São Paulo, o efeito econômico da Revolução foi bastante prejudicial. De acordo com uma fonte estrangeira "o embate político abalou a esfera comercial com tamanha força e surpresa que produziu praticamente a paralisia".

Os embarques pelo porto de Santos, que normalmente respondiam pela metade do comércio exportador nacional, foram suspensos durante a luta, produzindo uma perda de exportações estimada em 2 milhões de sacas de café. Ao mesmo tempo, porém, as hostilidades geraram uma espécie de estabilizador embutido, com um certo estímulo anticíclico. O Estado de São Paulo, por exemplo, emitiu aproximadamente 300 mil contos de apólices-moeda (parcialmente lastreadas por depósitos de café e por encaixes em moeda) que circularam com valor legal, enquanto o Governo federal abandonava sua busca do equilíbrio orçamentário e aumentava seus gastos militares, engajando cerca de 80 mil soldados contra São

Paulo,, e acarretando assim, um déficit orçamentário quase 300% maior do que em 1931. A medida tradicional de se declarar em moratórias emergência sobre as obrigações domésticas foi novamente aplicada por ambas as partes em luta. Além disso, promulgou-se, em julho de 1932, uma moratória sobre as obrigações com o exterior, sendo sucessivamente prorrogada por 10 semanas.

Logo após o término das hostilidades, o Governo federal demonstrou uma atitude conciliatória em relação a São Paulo, tomando uma série de medidas para anormalizar a situação, tais como, o decreto de feriado bancário em São Paulo, de 6 a 15 de outubro, e a absorção das emissões rebeldes de moeda pela circulação federal e o seu gradual recolhimento através da venda de títulos ao público (o que explica, de certa forma, a expansão da base monetária em 10,1% em 1932 e a subsequente contração de 6,2% em 1933, à medida que a parte do saldo da emissão de emergência era recolhido). Com a normalização das exportações e do comércio em geral em São Paulo e no restante do País, a economia novamente voltou a sua trajetória de recuperação da Depressão.

Um novo instrumento de política monetária, ou seja, a CAMOB, foi criado no Banco do Brasil em 09.06.1932, pouco antes da Revolução Constitucionalista. As autoridades haviam percebido que a capacidade de empréstimo do sistema

bancário havia sido comprometida pela grande proporção de reservas mantidas contra as exigibilidades em depósitos, e que eram atribuídas, tanto à incerteza resultante da Depressão mundial, quanto ao grande volume de depósitos ociosos de empresas que aguardavam a remessa para o exterior.

Decidiu-se, então, formar um pool de reservas pela imposição aos Bancos comerciais de obrigatoriedade de depositarem, junto ao Banco do Brasil toda a moeda manual que excedesse a 20% de seus depósitos; pela primeira vez, impuseram-se reservas compulsórias mínimas aos Bancos comerciais, correspondentes a 10% dos depósitos a prazo e 15% dos depósitos a curto prazo (depósito à vista e de aviso prévio até 90 dias).

O propósito ostensivo do pool de reservas era o de restituir fundos para alguns Bancos que possuíam uma grande percentagem de sua Carteira em ativos a longo prazo e de baixa liquidez, e cujos encaixes pudessem cair abaixo das reservas mínimas recém-estabelecidas (a CAMOB receberia parte de seus ativos congelados como garantia para empréstimos a longo prazo). Se o total de créditos concedidos pela CAMOB excedesse, a qualquer momento, os recursos do Banco do Brasil, ela poderia requisitar a emissão necessária do Tesouro.

Trabalhando paralelamente com a Carteira de Redescuento (reaberta em 1930), a CAMOB constituiu, efetivamente, mais um passo no sentido de dar ao Banco do Brasil algumas das características de prestador de última instância, e, embora o efeito seja de difícil mensuração, pode-se dizer que a CAMOB introduziu uma nova dimensão de estabilidade e confiança no sistema bancário, ao assegurá-lo contra retiradas de fundos inesperadamente elevadas.

Talvez o efeito mais importante da CAMOB, a curto prazo, tenha sido o de permitir ao Banco do Brasil muito maior flexibilidade no atendimento às necessidades do Tesouro e do departamento Nacional do Café. Tornou-se, de fato, mais eficaz e mais popular financiar o Governo através de um pool de reservas ociosas, do que recorrer a novas emissões de moeda tendo o sistema funcionado desta forma até 1934, pois somente em 1935 o Banco do Brasil começou a exercer seu direito de redescantar notas promissórias do Governo na Carteira de Redescuento.

As atividades da Carteira de Redescuento foram, por outro lado, desenvolvidas, não só pela ampliação, em junho de 1932, da elegibilidade do acesso de títulos de origem industrial, agrícola e pecuária (anteriormente se aceitavam apenas títulos oriundos de transações "comerciais"), mas também pela autorização, em dezembro, do redescuento de notas promissórias do Governo acima do limite estatutário das

operações da Carteira (esta foi uma permissão excepcional dada, em vista das excessivas despesas militares do ano, embora, posteriormente - como em 1935 - outras autorizações excepcionais fossem concedidas ao Tesouro pela Carteira).

A Carteira de Redesconto auxiliou, também, o financiamento da aquisição de estoque de café pelo Departamento Nacional do Café após seu acordo de dezembro de 1931, abrindo uma linha de crédito especial de 300 mil contos para títulos cafeeiros (em dezembro de 1935, os tetos de redesconto foram elevados a 300 mil contos, para os títulos do setor privado, e a 600 mil contos, para os títulos do Departamento Nacional do Café).

O papel da Caixa de Mobilização foi salientado a partir de 1934, quando se aprovou, em 19 de dezembro de 1933, a Lei do Reajustamento Econômico, reduzindo em 50% as dívidas dos fazendeiros e pecuaristas existentes, contraídas antes de 30 de junho de 1930 (desde que garantidas por penhor ou por garantias hipotecárias).

Já que os credores mais prováveis dos agricultores seriam os Bancos comerciais permite-se à CAMOB incluir as apólices do Reajustamento Econômico entre as suas operações, tomando-as como garantia, ao valor par, de empréstimo a longo prazo aos Bancos. O efeito líquido, portanto, foi o de racionalizar as dívidas agrícolas via criação de moeda (a

ser gradualmente recolhida à medida que fosse efetuado o repagamento dos empréstimos da CAMOB).

A avaliação do impacto do programa de Reajustamento Econômico tem sido ambígua. Villela e Suzigan, por exemplo, consideraram seu impacto como de magnitude desprezível, ao compararem o total de indenizações pagas durante o período 1934-45 (cerca de 0,92 milhões de contos) com o tamanho médio do produto agrícola (estimado em 10,2 milhões de contos em 1939).

Este enfoque, obviamente, tende a obscurecer o significado de toda a operação, parecendo-nos mais apropriado comparar o fluxo de indenizações com a renda daqueles setores ou regiões, particularmente afetados pela Depressão e não com o produto de todo o setor agrícola. Em 1942, por exemplo, foi elaborado o seguinte demonstrativo, por colheitas e regiões das indenizações acumuladas pagas até então.

Parece, portanto, que o programa de Reajustamento foi um dos elementos (embora não fosse provavelmente um dos mais importantes) responsáveis pela recuperação econômica do Brasil a partir de 1932 removendo, simultaneamente, do sistema bancário o ônus das insolvências que afetaram o setor agropecuário em consequência da Depressão.

O período 1938-45 compreende a fase autoritária do regime Vargas (que durou de 10 novembro de 1937 até a sua derrubada em 29 de outubro de 1945), bem como a Segunda Guerra Mundial, a qual, desde seu início em 1939, produziu efeitos perturbadores sobre a economia, embora o Brasil só tivesse aderido, formalmente, às hostilidades, em 1942. A ação se desenrola, principalmente, em torno dos ajustamentos forçados pelos entraves ao comércio internacional, envolvendo não só o redirecionamento do comércio para novos mercados, mas também a escassez de insumos básicos importados e, a partir de 1941, a acumulação substancial de reservas estrangeiras, com o seu conseqüente impacto inflacionário.

Simultaneamente, a acomodação do Governo e do setor privado à situação de guerra acarretaram não só uma acentuada expansão monetária a partir de 1941, mas também a ignição de um processo inflacionário e uma seqüela de controles e medidas de emergência para reprimir a inflação.

Da experiência de guerra surgiu, também, a percepção de que algum tipo de política monetária ativa e consciente - ao invés da resposta passiva do Banco do Brasil às circunstâncias - era imperiosa, resultando, assim, na criação em 1945, de um embrião do Banco central com o estabelecimento da SUMOC.

Logo após o golpe autoritário, a deterioração da balança comercial forçou as autoridades a suspenderem o serviço da dívida externa, em 27 de novembro de 1937, passando ao Banco do Brasil em dezembro, o monopólio das operações cambiais.

A queda dos preços mundiais das exportações e a balança comercial negativa prosseguiram em 1938, mas somente no início de 1939 a situação melhorou e em 8 de abril, os controles cambiais foram, em geral, atenuados.

Um novo choque abalou a economia com o início da Segunda Guerra Mundial em setembro de 1939: os aumentos especulativos das importações, bem como a perda da maior parte dos mercados de exportações brasileiros na Alemanha e nos países da área do Báltico e do Danúbio a ela ligados transformaram, em 1940, as balanças de comércio e de pagamentos em deficitárias.

O ajustamento às novas circunstâncias após 1941 tomou a forma de busca de novos mercados e, assim, parte do comércio exterior brasileiro foi redirecionado para a Ásia, o Mediterrâneo, a África do Sul e a América Latina.

Além disso, a partir de 1940, sob a política de boa vizinhança, de Roosevelt, concluíram-se acordos para compras americanas de café, algodão, borracha, cacau,

castanha, minério de ferro e de outros produtos primários brasileiros, e concederam-se créditos, a longo prazo, através de canais como o EXIMBANK (Banco de Exportação e Importação dos Estados Unidos) e o Programa Lend Lease (um empréstimo de 20 milhões de dólares do EXIMBANK, por exemplo, financiou a construção da Usina Siderúrgica de Volta Redonda). Simultaneamente, os Estados Unidos se prontificaram a abastecer o mercado brasileiro de combustíveis e bens de capital durante o restante da guerra.

Por conseguinte, de 1941 até 1946, houve superávits ininterruptos no balanço de pagamentos e acumulação de reservas estrangeiras, à medida que as exportações se recuperavam e as importações seguiam num ritmo mais lento.

O déficit orçamentário alarmantemente alto em 1942 induziu o Governo a buscar uma política fiscal restritiva a partir de 1943, sendo este déficit de fato, bastante reduzido em 1943 e 1944, devido principalmente ao aumento da receita. A arrecadação dos impostos de selo, consumo e renda aumentou fortemente, decretando-se em janeiro de 1944, um imposto sobre lucros excessivos das empresas.

Ao mesmo tempo, instituiu-se um sistema de certificados de equipamento no Banco do Brasil, com a dupla finalidade:

- Esterilizar parcialmente os efeitos monetários da acumulação de reservas estrangeiras; e

- Substituir os bens de capital depreciados durante a guerra assim que o retorno à paz permitisse a normalização das importações.

Através de uma reunião ministerial em dezembro de 1944, decidiu-se impor controles estritos sobre a despesa governamental, bem como paralisar todas as obras públicas não-essenciais, conclamando-se os estados e municípios a fazerem o mesmo; no entanto, o déficit orçamentário de 1945 subiu 1250% em relação ao do ano anterior.

Em 1944, o Brasil participou da Conferência Monetária e Financeira das Nações Unidas, em Bretton Woods, e concordou em se associar aos recém-criados FMI (Fundo Monetário Internacional) e Banco Mundial. Dentro desta atmosfera, decidiu-se em fevereiro de 1945, haver chegado o momento de criar a SUMOC, com o objetivo de não só coordenar a política monetária, mas também lançar as bases para a criação do Banco central. A medida foi, em grande parte, motivada pelo descontentamento com a intensidade da expansão monetária e da inflação desde o início da década de 40. É interessante lembrar que um dos motivos, de curto prazo, para a criação da SUMOC foi o receio de que, se o mecanismo semi-automático criado em 1942 operasse sem restrições, ele

podia ter um efeito deflacionário indesejável (no sentido de um decréscimo muito rápido da taxa de expansão monetária), à proporção que as Letras do Tesouro usadas como garantia dos empréstimos maciços da Carteira de Redesconto aos Bancos fossem sendo resgatadas produzindo, assim, um efeito contraditório sobre a base monetária.

CAPÍTULO III
DE 1945 A 1964

A SUMOC foi criada em 2 de fevereiro de 1945 (Decreto-lei 7293), sendo os responsáveis pela sua administração um Diretor-Executivo, um Conselho encabeçado pelo Ministro da Fazenda, o Presidente do Banco do Brasil, os diretores de suas carteiras de Câmbio e de Comércio Exterior, bem como o Diretor-Executivo da SUMOC.

Dentre as principais funções da SUMOC se destacavam:

- Decidir da necessidade de emissões de moeda e requisitá-las ao Tesouro;

- Servir como depositário das reservas legais dos Bancos comerciais, inicialmente fixadas em 8% sobre os depósitos à vista e 4% sobre os depósitos a prazo (estas reservas foram alteradas para 3% e 2%, respectivamente, sobre os depósitos à vista e a prazo, em 1946, sendo, subsequentemente, várias vezes modificadas);

- Regular as taxas de juros bancários e de desconto;

- Operar no mercado aberto com títulos do Governo;

- Supervisionar os empréstimos da Carteira de Redesconto e da CAMOB aos Bancos Comerciais, e

- Regular a indústria bancária em geral.

Uma das primeiras decisões da SUNOC foi a de destronar o ouro ressaltando ser apenas a quantidade de moeda, e não o seu lastro em ouro ou divisas, um elemento relevante da política monetária.

A venda compulsória da produção doméstica de ouro ao Banco do Brasil foi temporariamente suspensa, autorizando-se a venda de ouro ao público no mercado aberto, a qual atingiu, em 1945, o montante de 83.093 contos. Além disso, o ouro não ficaria somente restrito ao lastro da emissão, podendo, daí em diante, ser usado pelo Governo como um ativo ordinário de reserva internacional.

A taxa de expansão da base monetária, que havia sido de 31,7% em 1944, caiu para 21,2% em 1945, enquanto a taxa de aumento dos meios de pagamento se reduziu de 25,6% para 16,2%. Embora a inflação tivesse diminuído de 20,6% para 14,9%, á medida que a taxa de expansão monetária declinava, a taxa de crescimento do produto sofria uma queda em mais da metade, passando de 7,6% em 1944 para 3,2% em 1945.

A principal inovação da SUMOC foi a de que os agregados monetários passaram a ser, desde então, acompanhados de perto e a sua expansão sujeita a certo tipo de programação, embora imprecisa.

Uma extensa discussão das políticas da SUMOC reside fora do âmbito deste estudo, muito embora a impressão geral resultante de seu comportamento, no período 1945-64, seja a de um processo de aprendizagem, uma noção muitas vezes confusa de objetivos e uma utilização pouco habilidosa de instrumentos como os depósitos compulsórios, empréstimos da Carteira de Redesconto e da CAMOB, e de persuasão moral.

O estoque de moeda e a base monetária continuaram a aumentar em 1946 até que se atingiu a estabilização em 1947 e nos três primeiros trimestres de 1948. Havia duas autoridades monetárias naquela época: a Caixa de Mobilização Bancária (CAMOB) e a Superintendência da Moeda e Crédito (SUMOC). Ambas faziam parte do Banco do Brasil, mas a SUMOC estava mais estreitamente ligada ao Ministério da Fazenda. A política da CAMOB foi idealizada para reprimir a inflação de crédito. Assim, a CAMOB assistiria os bancos durante o período de crise. Ironicamente, converteu-se no instrumento de aumento de crédito inflacionário. Sua assistência limitava-se a fornecer liquidez para os títulos de médio e curto prazos que constavam do ativo dos bancos comerciais. A

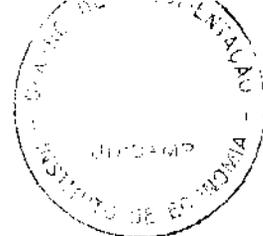
carteira de Redescontos (CARED) assistia o mercado com respeito aos papéis comerciais de curto prazo.

A SUMOC por sua vez tinha sido planejada como organismo para implementação da política monetária. Foi, em muitos aspectos, resultado do esforço do Departamento Econômico do Ministério da Fazenda (Seção de Estudos Econômicos e Financeiros). Tinha como objetivo fundamental operar de maneira semelhante a um banco central, devendo, no futuro, nele se converter. Sua principal política no começo do período de pós-guerra foi conter a inflação. Além disso, a SUMOC tinha grande número de amplas atribuições sobre o estabelecimento de bancos, fixação de seu capital mínimo, regulamentação dos negócios bancários, etc. Nas localidades onde não havia filial do Banco do Brasil, a SUMOC poderia fixar as reservas mínimas dos bancos. Controlava ainda a política financeira internacional como depositária dos recursos do Fundo Monetário Internacional. Suas regulamentações primeiras visavam o controle das reservas compulsórias dos bancos. Essas reservas foram reduzidas em 1946 a 3% e 2% para os depósitos à vista e a prazo, respectivamente.

Na sua luta contra a inflação, o Governo incluiu também medidas fiscais. A medida fundamental foi o equilíbrio orçamentário. Mas, esse objetivo global deveria estar coerente com a expansão econômica no pós-guerra e a

reforma tributária. O primeiro objetivo seria atingido através da eliminação dos controles sobre a produção e distribuição e também por meio do crédito bancário. A reforma tributária seria implementada no futuro para levar em consideração as consequências econômicas e sociais ao invés de somente os aspectos fiscais. O orçamento de 1947 foi programado para superávit.

O consumo de bens importados no Brasil tinha sido amplamente restringido durante a Grande Depressão dos anos de 30 e a II Guerra Mundial. A maior parte dos transportes brasileiros contava com equipamentos obsoletos. Observava-se grande necessidade de novos equipamentos também no setor industrial. A intenção do Governo era liberalizar o mercado cambial tão rápido quanto possível para permitir a importação de bens. Pelo Decreto de 27-02-46 estabeleceu-se um mercado de câmbio perfeitamente livre. Garantiu-se ao capital estrangeiro repatriação total dos lucros. O decreto também estipulou o livre uso de câmbio no Brasil assim como de fundos no exterior. A sobretaxa imposta às importações de bens foi abolida. Baseou-se a política na grande abundância de divisas em ouro acumuladas durante os anos de guerra, especialmente 1943 e 1944. Não somente limitaram-se as importações devido à escassez de bens no exterior e controle de exportação bélicos, mas também houve contínuo influxo de capital de origem européia. O estoque de ouro do Brasil



atingiu US\$ 386 milhões em 1946, contra os modestos US\$ 122 milhões de 1942.

A situação do mercado cafeeiro continuou nas mesmas linhas traçadas durante a guerra. O produto era vendido ao preço-teto de 13,4 centavos de dólar por libra-peso, o que representa 58% do preço prevalecente em 1928.

O Brasil já havia experimentado algum crescimento de seu setor bancário, mas há razões para acreditar que ainda permanecia relativamente atrasado e não adequado à rápida expansão da economia no período de pós-guerra. A Tabela VIII.2 mostra a estrutura do setor bancário em termos da distribuição percentual dos depósitos e empréstimos por grupos de bancos. O destacado tamanho relativo do Banco do Brasil é imediatamente óbvio. Aquela instituição controlava 1/3 dos negócios bancários brasileiros. Um grupo de 29 bancos "grandes" contribuía com aproximadamente 40%. O grupo restante de bancos "menores" e "casas bancárias" tinha uma parcela bem pequena do mercado. Houve algum aumento no número de bancos estabelecidos durante os anos da guerra. De 377 bancos em 1941 passou-se para 484 em 1946.

Os países encontravam-se em estado de pressão monetária depois da guerra. A Inglaterra congelou o pagamento de dívidas contraídas durante o conflito, causando perda de 52 milhões de libras esterlinas para o Brasil.

Situação semelhante desenvolveu-se em outros países europeus. A escassez de capital na Europa também contribuiu para uma fuga de divisas do Brasil. A esperança de uma entrada de capital estrangeiro como resultado das medidas sobre a repatriação de capital não chegou a se materializar. Assim, as abundantes reservas do País foram rapidamente perdidas ou gastas e em meados de 1947 uma situação de escassez de divisas começou a delinear. Esse foi o começo de um problema mundial conhecido como escassez do dólar (dollar shortage).

Estabeleceu-se então um sistema de licenciamento das importações através da autoridade do Banco do Brasil para o comércio exterior, a famosa e tão discutida CEXIM. A política global era a escolha das importações e pagamentos ao exterior por meio de licenças discricionárias. Haveria restrições drásticas nas transações não comerciais e unilaterais. O câmbio seria racionado visando a atender as importações "essenciais" e o serviço da dívida externa. Paralelamente a essas medidas houve fixação da paridade do cruzeiro em Cr\$ 18,36 (antigos) por dólar, de acordo com as estipulações do acordo do FMI. O Brasil somente poderia desvalorizar sua moeda quando existisse um desequilíbrio fundamental.

Isto, em parte, motivou os técnicos em política econômica a manterem a taxa de câmbio fixa para subsidiar as importações de equipamentos e "impedir" a inflação

resultante da desvalorização. Esse marco institucional prevaleceu até 1953. Nem mesmo durante a desvalorização da libra esterlina foi possível obter uma desvalorização do cruzeiro apesar da campanha feita na imprensa por renomados economistas brasileiros.

O programa de estabilização do período inicial de pós-guerra foi abandonado em 1948. Houve queixas de que as restrições do crédito ao setor privado pelo Banco do Brasil influenciaram negativamente o Produto Nacional. Houve aumento de papel-moeda de 1.297 mil cruzeiros (antigos) pelo Banco do Brasil, através, principalmente, da Carteira de Redescontos e da CAMOB. O Banco do Brasil, na medida em que continuava a propor a austeridade monetária, liberava na realidade o mercado. Houve substanciais aumentos de depósitos à vista e em papel-moeda em poder do público.

Registrou-se uma melhoria das condições econômicas em 1948. A renda real aumentou em mais de 7% naquele ano. Às safras agrícolas favoráveis e boas expectativas para a indústria foram fatores importantes de tal situação. Essas condições continuaram durante 1949. Apesar de a economia mundial encontrar-se em estado de contração, os preços do café experimentaram aumentos consideráveis. Experimentou-se o recorde de 29,8 centavos do dólar por libra-peso, cotação superior às que prevaleceram durante a valorização bem-sucedida dos anos de 1920. O impacto dos aumentos da base

monetária nos dois últimos meses de 1948 foi sentido sob forma de aumentos de preços em meados de 1949. O estoque de moeda continuou a aumentar rapidamente em 1949, enquanto o Governo abandonava totalmente o esforço de contenção dos preços. O estoque de M_1 médio aumentou em 13,9% em 1949 sobre o valor em 1948 e o de M_2 em 13%. O fator de expansão da base monetária eram as operações da CARED e da CAMOB. Parte do aumento de papel-moeda foi usado para as operações do Tesouro. Apesar da inflação, as safras agrícolas aumentaram em 13% enquanto a indústria continuou sua expansão, especialmente nos setores de cimento e aço. Os salários na indústria aumentaram em 15%. O déficit governamental também cresceu e foi parcialmente responsável pelo acréscimo das emissões. A economia encontrava-se em período de franca expansão. A renda real crescia a mais de 6% ao ano. Isto ainda permitia uma taxa de crescimento positiva para o produto per capita apesar das altas taxas de incremento demográfico. A velocidade monetária aumentou em 1948 e 1949 de forma semelhante ao comportamento cíclico observado para os Estados Unidos.

Apesar dos acréscimos das cotações internacionais do café, a situação cambial do Brasil continuava crítica. Parte do problema era, naturalmente, a supervalorização da taxa de câmbio. A primeira desvalorização da libra esterlina tinha ocorrido em 1948, e o Brasil havia experimentado substancial inflação. Mas as autoridades continuaram a

manter fixa a taxa de câmbio. De fato, parte da elevação dos preços do café foi resultado de expectativa de que eventualmente o Brasil ver-se-ia forçado a desvalorizar o cruzeiro. Assim, os importadores de café mantiveram suas compras.

Em 1952, o Governo começou a se preocupar seriamente com o problema da inflação e decidiu fixar linhas gerais para a política global. O Banco do Brasil aplicaria os mais rigorosos métodos de seleção de crédito de acordo com a importância relativa das atividades econômicas favorecidas. A produção agrícola seria assistida para se obter maior disponibilidade de bens e impedir pressões inflacionárias. O crédito industrial levaria em consideração a capacidade de economizar divisas da atividade favorecida. Os redescontos seriam usados somente como instrumento de política monetária compensatória.

A crise atingiu proporções dramáticas em 1952. O déficit em conta-corrente alcançou 707 milhões de dólares e o déficit total do balanço de pagamentos elevou-se a 615 milhões de dólares. A taxa de câmbio continuou a ser supervalorizada e deveu-se grande parte da crise aos acréscimos das importações. Elas se mantiveram em 934 milhões de dólares, passando para 1.703 milhões em 1951 e permanecendo em 1.702 milhões em 1952. Isto refletia o temor de que o País atravessasse escassez de importações durante a

guerra. Mas, refletia também as grandes necessidades de bens estrangeiros para o processo interno de industrialização. A situação cambial, entretanto, havia chegado a um estado de profunda crise e o movimento de reforma materializou-se no ano seguinte.

A crise cambial acentuou-se consideravelmente no começo de 1953. As exportações nos primeiros quatro meses foram de somente US\$ 341 milhões contra US\$ 421 milhões no mesmo período de 1952, acusando portanto redução de quase 20%. A capacidade de importar foi acentuadamente comprimida. A indústria começou a sentir os efeitos negativos da situação cambial. A redução das importações de bens semimanufaturados e matérias-primas influenciou severamente o setor. Uma escassez de energia elétrica complicou ainda mais a situação do setor industrial. O País enfrentava então a possibilidade de séria recessão industrial. Esses fatores, em conjugação com grande déficit do balanço de pagamentos (financiado na maior parte pela contratação de atrasados comerciais) forçou mudança drástica da política cambial.

A reforma fundamental veio através da Lei nº 1.807, de 4 de janeiro de 1953, que estabeleceu um sistema de taxas de câmbio múltiplas. Do lado da oferta, cinco taxas efetivas foram estipuladas. A taxa de paridade do FMI aplicar-se-ia a grande parte das exportações. Havia ainda três taxas flutuantes. Para os produtos "gravosos" por

exemplo, 30% das exportações seriam vendidos a taxa livre e o resto à taxa de paridade. Esses produtos "gravosos" estavam sofrendo grandes dificuldades nos mercados exteriores. Havia duas outras de acordo com a participação na taxa livre. Finalmente, havia a taxa livre do mercado que seria aplicada às transações financeiras com exceção de certos empréstimos estrangeiros. A SUMOC recebeu autorização de alterar as percentagens da taxa livre a ser aplicada para um dado produto de exportação. Do lado da demanda, havia duas taxas. A taxa de paridade aplicar-se-ia às importações e serviços relacionados às remessas de natureza pública, e, até o possível, ao pagamento de certos empréstimos e à repatriação de lucros de investimentos estrangeiros. As importações restantes seriam avaliadas a taxa livre. De novo, a SUMOC recebeu poderes discricionários para incluir produtos na lista de essenciais, alterar as participações na taxa livre, etc.

Diversos objetivos eram perseguidos com essa reforma. A taxa supervalorizada e certas limitações na repatriação de lucros do capital estrangeiro tinham limitado o influxo de capitais. A lei pretendia estimular o investimento estrangeiros. Além disso, alguns produtos de exportação não poderiam ser vendidos nos mercados estrangeiros a taxa supervalorizada. A legislação pretendia facilitar a venda dessas mercadorias exportáveis e tinha também como objetivo o equilíbrio do balanço de pagamentos

através da redução das importações. Mas os bens essenciais seriam subsidiados com a avaliação de suas importações à taxa de paridade.

Os atrasados comerciais constituíam um dos problemas críticos do balanço de pagamentos. Estes consistiam nos saldos cambiais devidos a exportadores norte-americanos e de outros países. Alguns já haviam vencido um ano atrás. As taxas de juros desses atrasados 300 milhões de dólares ao Brasil a ser pago em três anos, a baixas taxas de juros, para liquidação dos atrasados comerciais. A Argentina recebeu empréstimo semelhante de 125 milhões de dólares. Isto retirava certas pressões do balanço de pagamentos de ambos os países. Mas, havia ainda atrasados com a Inglaterra e outros países europeus para todos os países, excluído os Estados Unidos, era de 200 milhões de dólares. Os Banco do Brasil permitiram o pagamento de atrasados no montante de 398 milhões de dólares durante todo o ano de 1953.

O ano de 1953 foi sem dúvida um período de dificuldades. O estoque médio de M_1 cresceu de 18,4% e o de M_2 16,3%. Os preços aumentaram 15,3%. O acréscimo da renda real, pela primeira vez em longo período, foi muito reduzido: 2,5%. A população cresceu quase 3%. Em termos de renda per capita, a economia estagnou. O aumento do estoque de moeda foi sobretudo devido à assistência do Banco do Brasil ao Governo e também à inflação de crédito através da

CARED e CAMOB. Isto traduziu-se em declínio de V_1 (renda monetária/ M_1 médio) e em relação a taxa de aumento de V_2 (renda monetária/ M_2 médio).

Outros problemas fizeram-se presentes. A seca do Nordeste forçava despesas governamentais e aumentos do estoque de moeda. Além disso, aconteceram várias greves em diversos setores da economia. A recessão dos negócios ocorreu principalmente no primeiro semestre. Em agosto, já se observava alguma recuperação. Ao final do ano, a economia já experimentava fase de expansão.

O processo de aumento do estoque de moeda tomou forma no ano de 1953. Houve grandes aumentos das emissões de papel-moeda. A moeda em poder do público aumentou em 17,1%. Também aumentaram proporcionalmente os depósitos. Isto refletia os esforços dos bancos comerciais em atrair recursos a qualquer custo. Os registros contemporâneos mostram que o Banco do Brasil desempenhou papel primordial na expansão do estoque de moeda através de seus vários fundos. As emissões de papel-moeda para descontos foram de 5,3 bilhões de cruzeiros. Destes, a CARED do Banco do Brasil absorveu 4,8 bilhões enquanto o restante do setor bancário 0,5 milhão. Do aumento de crédito, o Banco do Brasil recebeu 68,6%, 17 bilhões para assistência ao Governo e três bilhões para o setor privado.

O que falta não era política monetária e sim reforma monetária. Infelizmente, o sistema político daquela época não permitia solução econômica do problema e com pouca exceções, descritas a seguir, soluções políticas imediatas foram dadas aos problemas fundamentalmente econômicos.

As políticas cafeeiras foram muito importantes em 1954. Por esta época o Brasil já tinha decidido reassumir a intervenção no mercado cafeeiro. No fim de 1953, as cotações do café eram muito favoráveis no mercado novaiorquino. Esperava-se que os suprimentos brasileiros fossem reduzidos devido aos efeitos da geada na safra de 1953/54. A redução da safra poderia chegar a ser de até 30%. Em muitos sentidos, os brasileiros aproveitaram-se com sucesso das expectativas sobre safras pequenas. No último trimestre de 1953 as exportações atingiram recordes. Os preços do café aumentaram da média de 55 centavos de dólar por libra-peso nos três anos anteriores para 65 centavos de dólares por libra-peso. Em 2 de abril de 1954 os preços do café chegaram a 95 centavos. Em 3 de junho o Governo fixou um preço mínimo de 87 centavos para o tipo de café Santos 4. O café brasileiro passou então a ser melhor cotado do que o colombiano. Os altos preços tiveram impacto negativo sobre as exportações. O preço mínimo baixou para 64 centavos pela instrução nº 99 da SUMOC em 14 de agosto de 1954. O ajuste no mercado cafeeiro, contudo, não foi efetuado até novembro.

O programa de controle inflacionário de Gudin-Mariani-Bulhões estendeu-se até abril de 1955. Em maio, já tinham renunciado todos os técnicos em política econômica, protestando contra a falta de decisão do Governo em continuar com o programa. Houve queixas, especialmente em São Paulo, segundo as quais o programa afetava negativamente a produção industrial. Os técnicos, além disso, arcaram com o ônus dentro do esquema de política econômica do programa de sustentação do café que conflitava seriamente com as políticas visando à contenção do crédito. As medidas básicas de controle inflacionário, porém, continuaram durante a administração de Gudin no Ministério da Fazenda. Seus críticos argumentaram que as políticas causariam severo choque negativo à economia brasileira. Mas, em retrospecto, as políticas foram bem pragmáticas refletindo o monetarismo eclético e gradualista de seus arquitetos. O Ministro da Fazenda já havia viajado aos Estados Unidos para obter o apoio indispensável do FMI e das autoridades monetárias internacionais no difícil e penoso esforços de reconstruir as finanças brasileiras.

Vale repetir, agora com maior detalhe, as mudanças básicas na estrutura da política monetária que foram implementadas como uma reforma preliminar. A primeira mudança foi a Instrução nº 105 da SUMOC. Foram fixados limites nos juros pagos por vários tipos de depósitos. Havia três objetivos por trás dessa instrução: preparar o caminho

para eliminação das taxas de juros nos depósitos à vista, eliminação dos juros nos depósitos como meio de concorrência bancária e compensação ao setor bancário pela Instrução nº 108 analisada mais abaixo.

A instrução nº 106 determinou aumento da taxa de redesconto. Essa era uma medida ampla que pretendia mostrar a intenção das autoridades monetárias de conter o mercado. O aumento foi acompanhado de medidas que tentavam tornar o crédito mais seletivo. Isto era indispensável no controle inflacionário devido à taxa negativa de juros.

A terceira medida foi a Instrução nº 108. Ela estipulou que os bancos comerciais teriam que manter a parcela máxima de depósitos - 14% para os depósitos à vista e 7% para os depósitos a prazo - à disposição da SUMOC. As taxas vigorantes antes dessa medida eram 4% e 3% respectivamente. As novas taxas seriam aplicadas gradualmente. Dos novos depósitos que afluíssem aos bancos do Sul do País, 50% seriam recolhidos à SUMOC até que as novas parcelas fossem preenchidas.

Parte da racionalidade do programa de controle de inflação residia na eliminação do papel do Banco do Brasil no processo de expansão monetária. O controle sobre a oferta da moeda era gradualmente transferido à SUMOC. Uma medida complementar do programa era a fixação de limites superiores

ao crédito de várias carteiras do Banco do Brasil que em muito contribuíram para a inflação. Os depósitos obrigatórios dos bancos comerciais foram, pela primeira vez, postos à disposição direta da SUMOC em lugar do Banco do Brasil para assim evitar seu uso na expansão ulterior do estoque de moeda. Conscientes das difíceis realidades políticas da época, os técnicos em política econômica tentavam atacar as raízes da inflação de forma indireta e gradual.

A situação do balanço de pagamentos em 1956 reduziu de certa forma a pressão sobre o mercado de câmbio. As exportações aumentaram de 4,5% e as importações caíram de 4,8%. A balança comercial apresentou novo saldo bem elevado chegando a 437 milhões de dólares. Contudo, o problema estrutural da conta de serviços somente permitiu saldo positivo de 18 milhões de dólares em conta-corrente. Houve transferências autônomas de capital de 201 milhões de dólares. Os donativos chegaram a 11 e os erros e omissões a 14 milhões, sendo o superávit do balanço de pagamentos da ordem de 194 milhões de dólares. Com exceção de 1961, superávits não seriam obtidos de novo até 1964.

Em 1957 o Governo continuou a acumular grandes déficits que, somados ao financiamento da retirada do café do mercado para a sustentação dos preços, constituíram-se nos principais fatores de expansão do estoque de moeda.

Ambas as fontes de aumento operaram através das medidas do Banco do Brasil.

O déficit de caixa do Tesouro em 1959, foi de Cr\$ 40,5 milhões, equivalendo a quatro vezes o previsto pelos técnicos do PNE (Cr\$ 10 milhões). As autoridades monetárias queixavam-se constantemente de que os únicos meios existentes para financiar o déficit era inflacionário. Numa conjuntura como a daquela época, o necessário não era política monetária e sim reforma monetária. E ampla!

Os principais fatores de expansão do estoque de moeda em 1959 foram os aumentos da base monetária e queda da relação moeda em poder do público/estoque de moeda, especialmente durante os dois últimos trimestres do ano. Os aumentos se processaram através dos mesmos canais já institucionalizados pelo Banco do Brasil. O saldo do papel-moeda emitido se elevou de Cr\$ 34,8 milhões (ou 29,1% sobre a emissão de 1958). Já existiam grandes pressões dos setores público e privado na disputa pelo crédito bancário. O setor governamental recebeu Cr\$ 42,9 milhões e o privado Cr\$ 95,6 milhões.

O aumento do papel-moeda continuou a se processar através do Banco do Brasil. Uma análise do balancete do banco mostra que o setor governamental absorveu Cr\$ 34,6 milhões. Deste total, Cr\$ 31,6 milhões foram destinados ao

Tesouro Nacional. O déficit de caixa requeria recursos da ordem de Cr\$ 41,0 milhões. Isto mostra quanto além do previsto pelo PNE foi a posição deficitária daquele ano. O Tesouro também obteve Cr\$ 8,9 milhões através da venda de títulos. O crédito ao setor privado, através das várias carteiras do banco, atingiu a cifra de Cr\$ 18,1 milhões. Devido à insuficiência de recursos, o banco foi forçado a obter Cr\$ 39,5 milhões na Carteira de Redescontos. Desse total, Cr\$ 34,8 milhões foram emissões diretas de papel-moeda e Cr\$ 4,7 milhões redução do crédito dos bancos privados e recursos próprios. Além disso, os depósitos do setor privado no banco aumentaram em Cr\$ 25,1 milhões e os do setor governo em Cr\$ 15,6 milhões. Não houve recursos provenientes dos ágios cambiais, posto que foram usados no programa de retirada do café do mercado. Esse programa também absorveu grande parte do crédito do banco, especialmente através da Carteira de Crédito Agrícola e Industrial. Em resumo, a expansão do papel-moeda foi devida a déficits governamentais, programa de defesa do café e crédito ao setor privado (especialmente a indústria), nessa ordem de importância.

A emissão de papel-moeda pelo governo voltava ao setor bancário na forma de depósitos e contribuía para a concessão desordenada de crédito dos bancos comerciais aos setores público e privado. Os empréstimos dos bancos comerciais aumentaram em Cr\$ 85,8 milhões, em contraste com

a expansão de Cr\$ 41,6 milhões em 1958. Os depósitos à vista se elevaram de Cr\$ 113,9 milhões contra aumento de Cr\$ 40,1 milhões em 1958. Como foi apontado anteriormente, houve declínio da relação moeda em poder do público/Estoque de moeda durante o segundo semestre, que contribuiu significativamente para a expansão do estoque de moeda.

Esse acréscimo de crédito teve diversas repercussões sobre as despesas do setor privado. O salário mínimo foi reajustado acentuadamente no começo de 1959, mas de certa forma somente compensou o rápido aumento do custo de vida. O setor privado, por seu turno queixou-se de acréscimos substanciais de custos que impediram a expansão dos investimentos a uma taxa ideal, observaram-se pressões para maiores créditos.

No segundo semestre, devido ao rápido aumento do estoque de moeda, a disponibilidade de crédito foi acentuadamente maior. Os lucros voltaram a seus níveis anteriores e as firmas continuaram a reinvestir. Esse mecanismo permitiu a continuação das altas taxas de crescimento do produto interno, apesar das elevadas taxas de aumento dos preços.

O balanço de pagamentos continuou em 1959 a ser afetado pelos mesmos problemas de anos anteriores. As exportações e importações foram mantidas relativamente

estáveis e o pequeno saldo positivo da balança comercial foi mais que superado pelo déficit da conta de serviços. Assim, em conta-corrente, o País enfrentou resultado negativo de US\$ 311 milhões. Isto foi parcialmente compensado pelos capitais autônomos da ordem de US\$ 182 milhões (sem incluir US\$ 34 milhões de reinvestimentos). Levando em consideração a saída de US\$ 10 milhões de donativos e erros e omissões negativos de US\$ 25 milhões, o déficit total chegou a ser de US\$ 154 milhões. O país não poderia continuar a depender de empréstimos do FMI. As negociações foram suspensas depois de abandono do PNE. A dívida a curto prazo com banqueiros estrangeiros aumentou em US\$ 59 milhões e as operações de swap forneceram outros US\$ 115 milhões.

Houve em 1959 esforço no sentido de retirar os obstáculos cambiais à venda de manufaturados brasileiros no exterior. Isto foi em parte o resultado da lei das tarifas e do esforço para unificar a taxa de câmbio. Em janeiro, a Instrução 174 da SUMOC elevou as bonificações às exportações. Além disso, o câmbio de custo foi aumentado. Diversas instruções incluíram vários produtos exportados no mercado livre. No último dia do ano, a Instrução 192 colocou todas as exportações no mercado livre, com exceção do café, cacau e alguns produtos menores. Houve esforços para impedir que o processo inflacionário eliminasse o poder de concorrência das exportações brasileiras.

O Plano Trienal indicava que a inflação já tinha ultrapassado os mais elevados níveis permissíveis. O ponto de vista fundamental foi de que a taxa de crescimento real deveria ser mantida a níveis altos, apesar das deficiências do padrão de desenvolvimento e da contínua inflação. A meta consiste numa redução da taxa de aumentos dos preços para 10% em 1965. Ao mesmo tempo, o país manteria taxas de crescimento real de aproximadamente 7%. Muitas reformas estruturais para a promoção do crescimento económico foram propostas no plano educacional, agrário e administrativo. Em retrospecto, um dos problemas daquele programa consistia em tentar alcançar objetivos demasiadamente ambiciosos, em período curto e pontilhado de crises.

Notocante ao café, uma importante medida foi tomada pela SUMOC para a safra de 1961/62. Foi estabelecida uma quota de contribuição de modo a permitir boa remuneração aos exportadores. A intenção dessa medida era manter o mais estável possível a taxa de câmbio. Outra importante medida interna da política cafeeira foi o estabelecimento de uma instituição visando racionalizar a produção do café no Brasil. Na Organização Internacional do Café, o Brasil tentou orientar da mesma forma outros países produtores que poderiam assim alcançar razoável diversificação em suas estruturas produtivas.

Não obstante, durante as três safras de 1961/64 a política brasileira foi de impedir declínios nas cotações interacionais do café, retirando consideráveis quantidades do mercado. Somente a Colômbia seguiu essa política e de foram limitada. No plano doméstico, o Governo tentou em 1961 e 1962 evitar incentivos à produção. Os excedentes foram comprados a preços baixos com a esperança de desestimular novo plantio. Havia um processo, porém, que contornava os desestimulos: a equalização da safras. Dado que o financiamento para as safras cafeeiras foi sempre abundante, os cafeicultores podiam obter financiamento e estocar o produto até poder vendê-lo em situação mais favorável. Esse processo impediu tornar mais racionais o plantio e a exportação de café no Brasil.

As condições económicas internas agravaram-se severamente devido à situação do balanço de pagamentos. As exportações declinaram em 13,5% enquanto as importações aumentaram em 1%. A balança comercial foi deficitária em US\$ 89 milhões. Devido à conta de serviço o déficit em conta-corrente chegou a US\$ 496 milhões. Os capitais autonômos forneceram US\$ 255 milhões. Levando em consideração donativos de US\$ 98 milhões e erros negativos de US\$ 140 milhões, o déficit foi de US\$ 343 milhões. Os itens maiores do financiamento compensatório foram créditos do EXIMBANK e UASID e atrasados comerciais. Um problema importante da conta de capital foi a nova lei sobre remessa de lucros de

capital estrangeiro que estava sendo formulada. A perda de investimento estrangeiro resultante dessa expectativa foi da ordem de US\$ 233 milhões.

Um dos fatores importantes do déficit do balanço de pagamentos foi o abandono do programa de liberalização cambial de 1961. A nova política fixava a taxa de câmbio em níveis relativamente estáveis, fazendo-se todos os esforços para evitar oscilações. Assim, vários produtos menos expressivos da pauta de exportação perderam sua posição de concorrência nos mercados estrangeiros devido aos aumentos crescentes dos custos. Essa foi uma das distorções na economia brasileira introduzidas pela taxa de câmbio fixa durante período de rápida aceleração do processo inflacionário. Outro importante problema, sentido durante períodos de crise do balanço de pagamentos e inflação rápida, foi o forte peso das compras de petróleo e trigo no total das importações. Chegaram a corresponder a 1/3 das importações. Devido à alta participação do pão e de transportes no custo de vida e da dependência desses itens nas importações de petróleo e trigo, muitos governos tinham evitado aumentos desses bens por meio dos subsídios às importações. Em virtude das altas taxas de inflação, o problema de eliminação dos subsídios às importações de trigo e petróleo converte-se num assunto crítico na formulação de toda a política do Governo. Provavelmente, não houve outro período na história do Brasil em que um governo tenha sido

sufocado com tantas perspectivas adversas nos assuntos econômicos: taxa de crescimento real per capita, altíssima e crescente taxa de inflação, tensão social-política, elevado e crescente déficit no balanço de pagamentos.

Embora o Plano Trienal tivesse tentado resolver e/ou evitar muitos dos problemas, não existia base institucional para implementar um plano daquele tipo. Além disso, a conjuntura política foi totalmente desfavorável. Foi tentada a colaboração dos Estados Unidos (através da USAID) e do FMI. Infelizmente, não foi conseguida a cooperação total necessária. Embora um empréstimo tenha sido obtido junto ao governo americano, a liberação do total foi condicionada à implementação do programa antiinflacionário. Além disso, havia intensa oposição política ao programa no Brasil. O fator decisivo do abandono da estabilização foi o reajustamento salarial demandado pelos empregados públicos e militares no meio do ano. O Governo abandonou o programa por causa do ônus político.

Os registros históricos que as autoridades monetárias tentaram combater a inflação sem sucesso. O plano foi seguido tanto na área de inflação quanto em relação à participação do setor público no PIB. Além disso, não ocorreram maiores emissões de papel-moeda durante os primeiros meses do ano, quando os técnicos lutavam por suas reformas. O crédito bancário foi parcialmente controlado pelo

aumento dos depósitos compulsórios nas autoridades monetárias. Houve até algum sintoma de "crise de estabilização" na forma de escassez de crédito para o setor privado. O financiamento do déficit, não obstante, continuou a ser um fator de difícil controle.

O balanço de pagamento apresentou-se novamente deficitário. Verificou-se recuperação razoável nas exportações: + 15,7%. As importações caíram em 1%. O saldo positivo da balança comercial foi de US\$ 112 milhões. O déficit em conta-corrente foi de US\$ 221 milhões.

Entretanto, os capitais autonômos quase que desapareceram situando-se em US\$ 23 milhões. O déficit total foi novamente elevado: US\$ 279 milhões.

Em 1963, fatores políticos adversos impediram a obtenção do equilíbrio externo. Havia profunda desconfiança, da parte dos investidores estrangeiros sobre o futuro da América Latina durante esse período, como resultado da Revolução Cubana. Além disso, o Brasil não regulou a Lei de Remessa de Lucros, contribuindo assim para a desconfiança. Se a entrada de capitais de 1962 tivesse sido mantida e o déficit pequeno, haveria possibilidade de financiá-lo com as reservas cambiais do País.

As autoridades brasileiras continuaram seu esforço para conseguir equilíbrio comercial por meio de controles seletivos das importações embora dessecuidando-se da promoção das exportações. Essa foi uma política típica do período de pós-guerra aqui analisado. Em maio houve desvalorização da taxa de câmbio da ordem de 30%. Obviamente, isto foi insuficiente em vista das altas taxa de inflação. A falta de desvalorização maior e de condições para as exportações além de café e cacau causaram substancial pressão na balança comercial ou, pelo menos, a perda de uma oportunidade para retirar a pressão. Os dados do período permitem essa conclusão. Em 1961, quando a taxa de câmbio acompanhou razoavelmente a inflação, as receitas de exportação dos produtos menores chegaram a ser de US\$ 144 milhões. Quando a taxa foi estabilizada em 1962 as exportações caíram para US\$ 113 milhões. Em 1963, as receitas da exportação caíram para US\$ 80 milhões. Dado que os produtos de exportação mais importantes mostram comportamento rígido, as oportunidades de receita foram perdidas à falta de uma solução do problema de câmbio.

CAPÍTULO IV

DE 1964 A 1988

O novo Chefe de Estado do Brasil em 1964 foi assessorado por técnicos de alto nível sobre as reformas a serem implementadas na estrutura econômica brasileira. O Governo pretendia então efetuar reformas básicas que reduzissem a inflação a curto prazo, resultante em desenvolvimento com estabilidade de preços a longo prazo.

Através dos anos, os economistas brasileiros tinham desenvolvido um enfoque pragmático sobre a estabilização monetária. Havia quase que acordo unânime de que a política econômica deveria atacar a inflação gradualmente. Essa filosofia havia sido elaborada nos documentos básicos do FNE e do Plano Trienal (mesmo levando em conta as diferenças entre ambos os planos). A política de gradualismo contrastava em muitas formas com o tratamento de choque defendido por alguns funcionários de instituições financeiras internacionais. Por trás de tal política havia esforço evidente para impedir as crises de estabilização causada pelos programas antiinflacionárias violentos. De fato, a nova política havia sido enunciada claramente em trabalhos dos técnicos em política econômica.

A política de gradualismo foi justificada em termos de fatores múltiplos. Primeiro, a inflação brasileira

originou-se de déficits orçamentários do Governo Federal financiados por criação de moeda. A política de inflação corretiva permitia ganhar mais tempo para se encontrar novas fontes de receita e outras medidas tendentes a equilibrar o orçamento. Sem reduzir investimentos públicos socialmente produtivos, isto somente poderia ser feito dentro do enfoque gradualista.

Segundo, a inflação distorce a alocação de recursos efetuada através do sistema de preços, permitindo a existência de atividades econômicas que não existiriam numa conjuntura de crescimento com estabilidade de preços. Um tratamento de choque poderia eliminar essas atividades abruptamente com prováveis efeitos adversos através de toda a economia. Além disso, os preços não são tão flexíveis para baixo. A política de choque causaria muitos reajustes nas estruturas de produção, consumo e aumento de preços em alguns setores. Devido ao insucesso de criar empregos realmente produtivos durante os anos de 1962/63, a estabilização através do desemprego não era socialmente desejável.

Terceiro, a justificativa original da política de inflação corretiva era o congelamento de muitos preços (como aluguéis) e taxas (como as dos serviços públicos) durante o processo inflacionário. O congelamento desses valores tinha causado distorções e subinvestimento em alguns setores

básicos da economia. Assim, durante as fases iniciais do programa gradualista de ataque à inflação, haveria reajustes para cima dos valores congelados, num esforço de restaurar as relações de preços básicos. Como resultado líquido das políticas, esperava-se que os efeitos adversos da inflação corretiva residual causados por reajustes seletivos de preços e taxas congeladas seriam compensadas pelos efeitos favoráveis sobre a estrutura produtiva originados da restauração dos preços relativos que teriam prevalecido se não tivesse havido o congelamento.

Quarto, o tratamento de choque requeria o congelamento de todos os salários. Isto foi considerado como socialmente injusto naquela época, devido ao fato de alguns salários terem sido reajustado recentemente e outros não.

Um aspecto fundamental do gradualismo brasileiro foi a ênfase num plano amplo de ataque à inflação. Uma redução abrupta da taxa de crescimento monetário não era consistente com os princípios de inflação corretiva. Assim, muitas das medidas complementares (não monetárias) eram também necessárias para reduzir a taxa de inflação. O gradualismo implicava na necessidade de medidas antiinflacionárias de caráter monetário, fiscal e salarial.

A política de inflação corretiva foi elaborada num plano governamental: Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG). O documento incluía a filosofia do gradualismo junto

com especificações quantitativas para 1964 e 1965 sobre os déficits orçamentários, taxa de crescimento do estoque de moeda e natureza dos reajustes salariais. As especificações quantitativas implicavam redução da taxa inflacionária para 70% em 1964 e aproximadamente 25% em 1965. Conquanto não tivessem sido formuladas especificações para 1966, esperava-se que a inflação fosse reduzida para 15%. O PAEG, conseqüentemente, foi elaborado dentro do que se chamaria de "gradualismo rápido".

O objetivo da política fiscal era a redução gradual do déficit orçamentário considerado como o fator primário de inflação. Isto seria conseguido com economias nas despesas de empresas governamentais e autarquias, ao mesmo tempo que as despesas federais se fariam mais produtivas. A reforma tributária seria implementada de forma a tornar o sistema da dívida pública para assim financiar as despesas governamentais com recursos não inflacionários. Isto levou depois à outra forma de gradualismo, a correção monetária (na verdade a definição mais adequada seria reajustes de valores).

O aspecto mais significativo do PAEG sob o ângulo da política monetária foi o esforço de garantir crédito ao setor privado. Sem dúvida, esse era também um fator importante do crescimento monetário. Não obstante, os técnicos em política econômica acreditavam que o setor

privado não havia sido provido do crédito necessário para poder funcionar com flexibilidade. O critério adotado foi a manutenção do crédito ao setor privado nas mesmas proporções do que o aumento nominal do PIB. Esses dados, entretanto, não são disponíveis para formulação de política no momento de tomar-se a decisão. Baseados em prováveis relações estáveis entre o crescimento monetário e o PIB nominal, os técnicos decidiram manter o crédito ao setor privado em proporções estrita ao crescimento do estoque de moeda que se converteu em variável proxy (indicadora) para a renda monetária. Esse procedimento estava de acordo com a experiência histórica de muitos países, incluindo o Brasil. A justificativa para essa política foi, de novo, o princípio de inflação corretiva.

A política salarial do PAEG foi outra inovação em política macroeconômica, provavelmente a mais original do plano. O objetivo fundamental era quebrar a espiral inflacionária de custos. No passado, os reajustes salariais tinham tomado como base o picos salariais anteriores. O PAEG selecionou a média do salário real nos 24 meses anteriores ao reajuste. O salário mínimo real que prevalecia nos 12 meses seguintes seria computado pela soma do salário médio real dos 24 meses anteriores mais o aumento de produtividade realizada. Do ponto de vista social, o reajustes seria feito a nível mais alto do que a média. Sob o ângulo da política macroeconômica, as flutuações reduzir-se-iam a um ponto médio inferior que prevaleceria se os picos fossem usados

como base. Isto deveria ser esperado pela redução do ritmo inflacionário causado pelas outras medidas complementares - fiscais e monetária - de controle, inflacionário. Assim, o objetivo fundamental de romper-se a espiral inflacionária de salário-custos seria atingido.

As políticas foram alteradas ligeiramente depois do primeiro trimestre de 1967, mas o comportamento par o ano todo ainda mostrou alguns dos efeitos do programa de estabilização.

As metas quantitativas do PAEG não foram atingidas na prática. Em 1966 a taxa de inflação era mais que duas vezes superior à estipulada no Plano. Parte do insucesso parece ter derivado da inabilidade em reduzir a taxa de crescimento monetária em 1965, quando houve certa moratória no controle da inflação. Isto foi devido a fatores fora do controle das autoridades monetárias, como analisado mais abaixo. No cômputo total, não obstante, houve significativa redução da taxa de crescimento dos preços. Entretanto, o programa foi caracterizado por duas severas crises de estabilização, principalmente no setor industrial, durante os dois trimestres intermediários de 1965 e no final de 1966 e primeiro trimestre de 1967. Isto está bem refletido nos dados anuais para produção industrial de 1965 e 1967. O comportamento da produção agrícola, um fator muito mais exógeno, foi de importância crucial no esforço de controle

inflacionário. Em 1965, safras abundantes permitiram a redução da alta de preços apesar da recessão industrial e uma taxa de crescimento monetário maior do que a prevista. Uma situação diversa foi observada em 1966 quando o declínio da produção na agricultura impediu maior redução do ritmo inflacionário. E, em 1967, safras agrícolas relativamente mais abundantes permitiram declínio da taxa de aumento dos preços. O PIB real, tanto em termos globais como per capita, recuperou-se no fim da fase de estagnação experimentada desde 1961. Completa recuperação foi obtida posteriormente. Para avaliar cuidadosamente a implementação do PAEG, seus insucessos e méritos, é necessário considerar, com algum detalhe, as políticas e acontecimentos que caracterizaram individualmente os diferentes anos.

O programa de estabilização começou em 1964 com sucesso limitado. Para o ano como um todo, o insucesso em reduzir a taxa de aumento dos preços foi devido à continuação das políticas inflacionárias no primeiro trimestre do ano (que atuaram nas variáveis agregadas com certa defasagem) as colheitas não abundantes, a natureza gradualista do programa de estabilização e, com grande influência, os efeitos defasados de um longo período de rápida inflação. Contudo, é bastante claro que a taxa de aumento dos preços teria sido maior na ausência do programa de estabilização. E grande parte da alta de preços consistia

de inflação corretiva com efeitos positivos sobre a estrutura econômica.

A política fiscal do programa de estabilização apresentou-se satisfatória. Foi inadequado o grande aumento dos salários do funcionalismo público em meados de 1964. Isto resultou em despesas de aproximadamente Cr\$ 600 milhões. Apesar desse problema inicial, o orçamento programado para aquele período foi executado com precisão. Do lado das receitas, houve mudanças nos impostos mais importantes (selo, renda e consumo), antecipação do recolhimento do imposto de renda para 1964, uniformização das taxas dos empréstimos compulsórios e reformulação do imposto único sobre combustíveis entre relação ao aumento dos custos cambiais. O déficit programado era de Cr\$ 753,3 milhões, enquanto o realizado atingiu Cr\$ 748,2 milhões.

A taxa de aumento do estoque monetário para 1964 prevista no PAEG era de 70%. O estoque médio de M_1 aumentou em 82% sobre os níveis de 1963 e o M_2 em 81,3%. Assim, a execução da política monetária obteve menos sucesso do que a política fiscal.

A natureza da política monetária pode ser analisada com base nas operações das autoridades monetárias. A aplicação de fundos consistia em três categorias principais: empréstimos ao Tesouro Nacional, empréstimos em

cruzeiros relacionados a operações de swap e empréstimos do Banco do Brasil ao setor não bancário da economia e aos bancos comerciais (sob a forma de redescontos). Três eram as principais fontes de recursos: os resultantes da expansão monetária (tais como os depósitos à vista do público no Banco do Brasil e os depósitos compulsórios e voluntários dos bancos comerciais) os não monetários que se originavam em várias transações externas (operações de câmbio, controle de importações, vendas do PL 480 e as operações líquidas da conta café) e, finalmente, variações do papel-moeda fora das autoridades monetárias (papel-moeda em circulação).

Houve substancial aumento da taxa de expansão das aplicações de fundos pelas autoridades monetárias em 1964 sobre os níveis de 1963: de 68,1% para 83,7%. Como em 1963, os recursos monetários representaram a maior fonte de fundos: o restante foi fornecido pelos recursos derivados do controle das importações (depósitos antecipados para operações de câmbio) e depósitos em cruzeiros relacionados ao PL 480. Não obstante, a taxa de crescimento de recursos monetários passou de 68,1% em 1963 para 100,5% em 1964, enquanto que a dos recursos não monetários evoluiu dos 38,4% para 69,3% respectivamente. O resultado foi uma redução da taxa de aumento do papel-moeda em circulação de 71,9% em 1963 para 69% em 1964. Assim, as autoridades monetárias conseguiram obter recursos não monetários mais abundantes e sua participação no financiamento total cresceu.

É conveniente analisar a evolução das atividades monetárias em períodos trimestrais para assim poder identificar possíveis mudanças da política. A taxa de crescimento das aplicações era maior no segundo e terceiro trimestres (19,3% e 17,4% respectivamente) do que no primeiro e quarto (14,8% e 14,3% respectivamente). No segundo e terceiro trimestres houve também maior taxa de crescimento de recursos monetários.

No primeiro trimestre, as aplicações foram financiadas substancialmente pelo aumento do papel-moeda em circulação. A maior aplicação consistiu de financiamento ao Tesouro Nacional e empréstimos aos bancos comerciais (17,5% e 28,4 respectivamente). Os depósitos referentes a operações cambiais foram, por seu turno significativa fonte de recursos.

No segundo trimestre, observou-se declínio da taxa de aumento dos recursos não monetários. Contudo, as aplicações aumentaram substancialmente (19,3%). Em geral, houve algum incremento de recursos obtidos do superávit da conta café, dos recursos em cruzeiros fornecidos pelas operações cambiais., PL 486 e outras fontes externas. Parte significativa dos recursos proveio da majoração dos depósitos à vista do público. O resultado global foi

declínio da taxa de crescimento do papel-moeda em circulação de 11,5% para 10,8%.

A característica do terceiro trimestre, foi a queda da taxa de crescimento das aplicações, de 19,3% para 17,4% devido principalmente ao declínio da taxa de aumento dos empréstimos do Banco do Brasil (de 20,4% para 14,6%) e dos empréstimos relacionados como as operações de swap (de 29,1% para 5%). Como contrapartida, observou-se aumento das operações com o Tesouro (de 17,5% para 20,7%). A taxa de crescimento do papel-moeda em circulação declinou de novo de 10,8% para 9,1%.

Houve queda das aplicações no último trimestre do ano. Mas, ocorreu também declínio da absorção de recursos oriundos dos depósitos para remessa de cambiais (resultante da Instrução nº 275), das operações da PL 480 e, especialmente das operações de cambiais.

As variações percentuais, por trimestre, do estoque de moeda em 1964. Houve substancial progresso na redução da taxa de aumento no terceiro trimestre; a situação inverteu-se no quarto trimestre. A política do programa de estabilização consistiu, em parte, no esforço de aumentar as fontes não monetárias de financiamento das operações ativas. Desta forma, houve eliminação dos subsídios às importações de trigo e petróleo e aumento das quotas de contribuição do

café. Mas as operações relacionadas com comércio exterior exerceram efeito inflacionário devido aos vultuosos fundos (Cr\$509 milhões) requeridos para o pagamento da diferença entre as taxas de compra e venda de câmbio e a renovação de swaps a taxas mais elevadas. Os recursos obtidos dos importadores através da compra compulsória de letras do Banco do Brasil e a contribuição da quota de café não foram suficientes para compensar o diferencial das taxas, posto que forneceram somente Cr\$ 219,7 milhões e Cr\$ 180,4 milhões, respectivamente.

Importante reforma do mercado monetário brasileiro foi levada a efeito no último dia de 1964. A Lei nº 4595 de 31 de dezembro alterou consideravelmente a estrutura financeira do País. Criou o "sistema financeiro nacional" composto do Conselho Monetário Nacional (CMN), Banco do Brasil, Banco Central, BNDE e restantes instituições financeiras públicas e privadas. As duas novas instituições criadas pela lei foram o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central. A filosofia fundamental do documento, com o qual se originou no Brasil o famoso debate entre estruturalistas e monetaristas era que o país deveria desenvolver autoridades monetárias que pudessem permitir crescimento econômico com estabilidade de preços. Essa filosofia foi incorporada na legislação brasileira de forma bem ampla.

A legislação aboliu o conselho da SUMOC substituindo-o pelo CMN. O novo conselho deveria formular a política monetária e creditícia e promover o progresso social e econômico. Os objetivos da política do CMN eram bem amplo: regular o estoque de moeda para assim atender as verdadeiras necessidades da economia e do processo de desenvolvimento; controle da inflação ou deflação; regular a taxa de câmbio e o equilíbrio do balanço de pagamentos; supervisão da solvência das instituições financeiras; coordenação das políticas monetárias, fiscal, orçamentária e creditícia, bem como da dívida interna e externa. Um novo banco a ser estabelecido, o Banco Nacional de Habitação (BNH), deveria converter-se no maior instrumento da política habitacional do Governo Federal, constituindo também parte do sistema financeiro nacional. A supervisão e coordenação das atividades do BNH foi outorgada ao Conselho. Este seria presidido pelo Ministro da Fazenda, e composto dos presidentes do Banco do Brasil e do BNDE, seis membros nomeados pelo Presidente da república para períodos de seis anos e a serem aprovados pelo Senado Federal, o presidente do Banco Central e os ministros da Indústria e Comércio e do Planejamento. Várias comissões foram organizadas para formular a política sobre diversos setores do mercado monetário.

O terceiro capítulo da legislação aboliu a SUMOC, substituindo-a pelo Banco Central. A nova instituição deveria implementar as normas sugeridas pelo Conselho

Monetário Nacional. O Banco Central emitiria o dinheiro brasileiro, tomaria conta dos serviços requeridos pelo estoque de moeda, receberia os depósitos compulsórios dos bancos privados, executaria as operações de redesconto e empréstimos com os bancos e instituições financeiras, controlaria o crédito e o capital estrangeiro, receberia os depósitos de cambiais e ouro e supervisionaria as instituições financeiras. Poderia também comprar e vender títulos do Governo Federal como instrumento de política monetária. Muitas outras funções típicas de um banco central foram dadas à nova instituição: operaria exclusivamente com instituições financeiras públicas e privadas, sendo explicitamente proibidas as operações bancárias de qualquer outro tipo. A diretoria consistiria em quatro membros, incluindo um presidente a ser escolhido pelo Conselho Monetário Nacional.

Houve redução substancial da taxa inflacionária em 1965 em relação aos níveis de 1964. A taxa de crescimento do custo de vida na Guanabara passou dos 86,6% de 1964 para 45,5% em 1965; o índice geral de preços de 91,9% para 34,5% e o deflator implícito de 87,8% para 55,4%. Deveria levar-se em conta que parte desses aumentos de preços representavam "inflação corretiva" que tentava eliminar os efeitos nocivos de anos de inflação reprimida. A performance do setor real da economia, contudo, foi muito fraca. O produto interno bruto cresceu, em termos reais, de somente 2,7%. Assim, o

poder per capita caiu de 0,1%. Se tivesse havido, colheita agrícola menos abundante, o Brasil teria sofrido severo declínio do produto real. O centro industrial brasileiro sofreu forte recessão nos dois trimestres intermediários do ano. Para o ano como um todo, a produção industrial declinou de 4,7%. Essa foi a primeira "crise de estabilização" do programa de controle inflacionário.

O programa continuou a mostrar sucesso significativo da política fiscal, orçamentária e salarial, mas com falhas na política monetária. As receitas orçamentárias foram de Cr\$ 3140 milhões e as despesas de Cr\$ 3728 milhões; daí o déficit de Cr\$ 588 milhões. Pela primeira vez num grande número de anos, as receitas foram maiores que as planejadas e as despesas e o déficit inferiores ao previsto. A lei orçamentária tinha previsto Cr\$ 3000 milhões de receita, Cr\$ 3775 milhões de despesas e déficit de Cr\$ 775 milhões. O bom resultado obtido deveu-se à aplicação de fortes medidas de controle que reduziram a despesa. Contudo o fato mais significativo foi a maior parte do déficit (55%) ter sido financiado pela venda de ORTN, em vez de por recursos monetários.

A política salarial foi melhor em 1965 que no ano anterior. O reajuste do salário mínimo em fevereiro foi feito de acordo com a política de controle inflacionário, posto que previa aumento menor do que o pico passado. Os

funcionários públicos não receberam reajustes durante o ano. Em julho, a Lei nº 4725 estendeu ao setor privado o critério de reajustes salariais. A famosa fórmula salarial do PAEG foi também estendida às negociações de contratos coletivos.

O insucesso do PAEG em 1965 foi de novo no campo da política monetária. O plano havia estipulado taxa de crescimento do estoque de moeda de 30%. Na prática, o estoque medido de M_1 aumentou em 75,6% sobre os níveis 1964 e o M_2 em 74,8%. Quais foram as causas desse insucesso? O PAEG tinha previsto que os empréstimos das autoridades monetárias do Governo federal chegariam a Cr\$ 698,0 milhões. O crédito ao setor privado seria considerado como "variável induzida" para assim evitar as crises de liquidez com efeitos negativos no nível de atividade industrial. O plano também estimulou que os recursos não inflacionários derivados das operações externas seriam da ordem de Cr\$ 168,3 milhões com base na hipótese de pequeno déficit do balanço de pagamentos e safra normal de café que fornecesse alguns recursos não monetários às autoridades monetárias. Além disso, o plano baseava-se na suposição de quase completa estabilidade das relações moeda em poder do público/estoque de moeda e encaixe dos bancos/depósitos.

Os resultados diferiram bastante das expectativas. Os empréstimos das autoridades monetárias ao Tesouro atingiram apenas Cr\$ 264,6 milhões. Mas isto foi compensado pela perda de recursos em operações com o setor extremo;

Instrução nº 289, da SUMOC, operações da CACEX e o grande superávit do balanço de pagamentos. As operações internas - defesa do café e política de preços mínimos - também absorverem recursos das autoridades como era previsto. O PAEG havia projetado aumento da moeda em circulação de Cr\$ 415,5 milhões. O aumento real foi de Cr\$ 685,2 milhões. Os diversos fatores que impediram a execução das metas quantitativas do plano são analisados a seguir.

Parte do aumento inesperado do estoque de moeda em 1965 deveu-se às operações resultantes da Instrução nº 289, da SUMOC de 14-01-656. A Carteira de Câmbio do Banco do Brasil foi autorizada a comprar moeda estrangeira garantindo ao revendedor o direito de retornar à sua posição original. O vendedor de câmbio poderia adquirir a mesma quantia no futuro, na mesma moeda, ou em outras, para entrega imediata ou a termo, através dos bancos autorizados a operar no mercado cambial. Do ponto de vista de política monetária, a medida foi tomada para diminuir a pressão sobre as instituições creditícias pelas empresas que precisavam de capital de giro. Desta forma, tentava-se impedir aumentos da taxa de juros. Assim, as empresas puderam obter financiamento no estrangeiro a taxas de juros entre 6 e 7%, isto é, muito mais baixas que as vigentes no mercado nacional.

A influência do setor externo fez-se sentir também através da perda de Cr\$ 106,1 milhões pelas autoridades monetárias, através da CACEX, e o superávit inesperado do balanço de pagamentos que forçou as autoridades a comprar Cr\$ 955 milhões em cambiais.

A crise de estabilização em fins de 1996 aprofundou-se no início de 1967. O novo Governo decidiu mudar sensivelmente alguns aspectos da política econômica. Os novos técnicos estavam convencidos de que a inflação brasileira era predominantemente de custos e de que as medidas destinadas a regular a demanda não seriam bem-sucedidas no objetivo de reduzir a taxa inflacionária e promover o pleno emprego.

Assim, as políticas antiinflacionárias foram reformuladas para controlar os focos de pressão de custos. De acordo com os novos técnicos, importante fator de pressão de custo era a política de inflação corretiva em si mesma. A estratégia eliminou, em diversos aspectos, a inflação corretiva. Na realidade, já se dera tempo suficiente para que os efeitos nocivos da inflação reprimida fossem corrigidos. A correção monetária foi mantida, mas passou-se a dar ênfase aos controles de preços, especialmente através da CONEP (depois CIP). devido ao diagnóstico de inflação de custos, a fórmula salarial do PAEG foi mantida

substancialmente. Outra fonte de pressão de custos, do ponto de vista dos técnicos em política econômica, era a taxa de juros. As firmas brasileiras acostumaram-se a trabalhar com taxas reais de juros negativos e como essa taxas nominais declinaram menos rapidamente do que o nível de preços, elas tiveram que enfrentar, de uma hora para outra, taxas reais de juros positivas. A nova política pretendia amortizar o impacto dessas taxas como fonte potencial de pressão de custos. Finalmente, as políticas monetárias e fiscal foram alteradas em face da nova ênfase do programa de controle inflacionário. Numa situação em que predominava a pressão de custos, a regulagem da demanda provavelmente causaria contração econômica sem efeitos sensíveis no nível de preço. Assim, as políticas fiscal e monetária deveriam impedir as crises de estabilização.

Dois novos importantes ingredientes foram introduzidos na política econômica: 1. a inclusão de altas taxas de crescimento econômico e 2. abundância cambial. Baseado num horizonte de planejamento mais longo, o PAEG tinha-se concentrado na redução da taxa de crescimento dos preços, na eliminação das distorções na economia causadas pela inflação passada e na reforma dos mercados monetários e de capitais. Os rendimentos em termos de crescimento econômico real do PAEG deveriam ser obtidos no futuro. A maior parte dos técnicos em política econômica do PAEG enfatizava os efeitos a longo prazo das reformas: plantava-

se para colher mais tarde. A política econômica iniciada em 1967 introduziu horizonte de planejamento no qual o gradualismo deveria ser compatível com altas taxas de crescimento econômico a curto prazo e abundância cambial. Inicialmente, a meta de alcançar cada taxa de aumento dos preços foi abandonada em favor de uma fórmula mais geral que estipulasse somente um declínio da taxa de inflação. É interessante analisar em detalhes a implementação dessa segunda estratégia de política econômica.

Houve realmente mudança de política agregada durante 1967. O estoque médio de M_1 aumentou em 37,2% sobre os níveis de 1966 e o de M_2 em 38,9%. O aumento de M_1 de dezembro de 1966 a dezembro de 1967 foi de 43%, muito mais alto, portanto, que os 17% registrados em 1966. A taxa de inflação foi a mais baixa obtida desde 1950, situando-se em 25%. A redução do ritmo inflacionário, apesar do maior crescimento econômico, explica-se por diversos fatores: declínio da velocidade-renda da moeda devido à crise de estabilização, recuperação do setor real, baixos níveis de liquidez herdados de 1966 e atuando com defasagem, redução da inflação corretiva e safras abundantes. A taxa de crescimento do PIB real foi ainda moderada, mas mesmo assim suficiente para gerar a modesta taxa de crescimento econômico real per capita de 2,0%. A produção agrícola compensou parcialmente a relativa estagnação da indústria.

Houve parcial abrandamento da política fiscal em 1967. O déficit orçamentário atingiu Cr\$ 1224,7 milhões contra Cr\$ 587 milhões de 1966. Assim, a relação percentual entre o déficit e o PIB nominal passou de 1,1% em 1966 para 1,7% em 1967. Além disso, Cr\$ 699,0 milhões foram financiados pelas autoridades monetárias (o Banco do Brasil e o Banco Central) enquanto somente Cr\$ 525,7 milhões (42,9%) foram fornecidos pelo público. Num sentido limitado, houve volta temporária às políticas anteriores. Mas o objetivo era tirar o País da forte recessão. A política salarial, contudo, foi mantida num esforço de conter a pressão de custos. A única mudança foi um reajuste de perspectiva de inflação a ser incorporada na fórmula salarial.

A política monetária também tornou-se mais liberal como mostram as taxas de crescimento do estoque de moeda. O papel-moeda em circulação aumentou, em 1967, de 26,1% e as aplicações liquidas das autoridades monetárias em 32,0%. Para financiar essas aplicações (22,7%) e dos depósitos compulsórios dos bancos comerciais (51,0%). O crédito ao setor privado, exclusive café e política de preços mínimos, expandiu substancialmente (38,4%) através de duas carteiras especializadas do Banco do Brasil, CREGE e CREAL. O crédito ao setor público para o financiamento do déficit também foi substancial como salientado anteriormente.

Em 1967, o Banco Central continuou no seu esforço de usar a política de redescontos como instrumento de controle monetário. Três objetivos básicos tinham sido especificados para essa política: eliminação dos desequilíbrios das reservas do sistema bancário, regulação da liquidez geral da economia e escolha da direção e montante dos fluxos creditícios. O total dos redescontos concedidos em 1967 foi de Cr\$ 282,3 milhões.

O déficit nominal em 1968 foi quase igual ao de 1967. Isto implicava declínio real de mais de 20%. Mas o financiamento pelas autoridades monetárias passou dos Cr\$ 699,0 milhões de 1967 para os Cr\$ 1078,9 milhões em 1968. Dado que o déficit no último ano havia sido de Cr\$ 1226,7 milhões, o financiamento inflacionário constituía-se em 87,9% do déficit. Isto contrasta fortemente com os 57% de 1967 e os 13,6% de 1966. Contudo, o déficit como percentagem do PIB declinou para 1,2%. A política fiscal foi formulada para atingir outros objetivos além da redução da taxa inflacionária. Nos primeiros meses do ano, o Governo Federal tentou estimular a atividade econômica, uma vez que a demanda privada se afigurava insuficiente. Quase 71,8% do déficit federal concentrou-se no primeiro semestre do ano num esforço de manter a demanda agregada a níveis elevados.

A política orçamentária federal foi mais bem-sucedida no controle da inflação em 1969. O déficit do Governo Federal declinou em termos nominais de Cr\$ 1226,7

milhões em 1968 para Cr\$ 755,8 milhões em 1969. desta forma, a percentagem do déficit em relação ao PIB declinou de 1,2% para 0,57%, sendo a mais baixa da década. Mas a natureza não inflacionária do financiamento do déficit é que foi de importância significativa. Pela primeira vez, o financiamento forneceu recursos líquidos às autoridades monetárias.

A política do banco Central em 1969 foi formulada para captar recursos para o tesouro e organizar eficientemente o mercado de títulos governamentais. Houve quatro eventos importantes: alto volume de venda de ORTN (Cr\$ 1173 milhões em contraste com Cr\$ 132 milhões em 1968), o início das operações de open market pelo Banco Central unificação da dívida pública federal pela sua conversão em ORTN e o começo do controle, pelo Banco Central, da emissão de títulos pelos Estados e municípios. O Banco fez grandes esforços para estabelecer um mercado com grande variedade de títulos governamentais a curto prazo. Isto ofereceu nova oportunidade, às empresas, de emprego de encaixes ociosos. O déficit orçamentário federal foi definitivamente eliminado como fator de crescimento monetário e inflação.

A política agregada do Brasil em 1969 tentou conciliar três objetivos básicos: redução gradual, mas continuidade, da inflação, ajustamento da liquidez para manter, ou até superar, se possível a alta taxa de

crescimento econômico real de 1968 e fortalecimento da posição cambial do País por meio de promoção das exportações. A redução da taxa inflacionária, como salientado anteriormente, foi limitada pela escassez de safras agrícolas. Mas o objetivo conjunto de alta taxa de crescimento econômico real e entrada de divisas foi atingido. Neste sentido, as políticas das autoridades monetárias foram significativas.

As exportações brasileiras expandiram de 10,5% em 1970 enquanto as importações aumentaram em 25,8%. O resultado foi um declínio do saldo da balança comercial de US\$ 318 milhões em 1969 para 232 milhões em 1970. A entrada líquida de capital foi de US\$ 1015 milhões. O superávit foi de US\$ 545 milhões. O mercado cambial continuou a ser regulado pelo sistema de minidesvalorização, sendo o cruzeiro depreciado em 13,8% durante o ano. Para chegar a essa percentagem, as autoridades monetárias levaram em consideração aumentos de produtividade e mudanças de preços no estrangeiro.

A economia brasileira continuou a se expandir a taxas elevadas de crescimento em 1971. A expansão econômica real foi de 11,3% em termos globais e de 8,2% em termos per capita. Tanto a produção agrícola como a indústria aumentaram em mais de 11%. Ao mesmo tempo, houve pelo terceiro ano consecutivo, elevado superávit no balanço de

pagamentos. Mas, a taxa de crescimento monetário foi maior que em 1970. Além disso, não se observou grandes progresso na redução da taxa de inflação, com a execução do índice do custo de vida que declinou de aproximadamente 3%.

A política orçamentaria federal em 1971 foi também antiinflacionária. A lei orçamentária previa despesas de Cr\$ 23100 milhões e receita de Cr\$ 22310 milhões e déficit resultante de Cr\$ 790 milhões. O déficit realizado atingiu Cr\$ 672,3 milhões, com redução nominal de 9% sobre o nível de 1970. Como percentagem do PIB, o déficit em 1971 declinou para 0,3%. A venda de títulos governamentais montou a Cr\$ 3891 milhões. Essas vendas mais os depósitos dos contribuintes forneceram um total de Cr\$ 4036,1 milhões para o financiamento do déficit. Como resultado, as autoridades monetárias absorveram o total de Cr\$ 3363,8 milhões do Governo Federal.

O efeito contracionista do financiamento do déficit no crescimento monetário foi compensado pelo efeito expansionista das operações de câmbio em valor aproximado. A conta café, que por vários anos, vinha representando fonte de recursos passou a exigir aplicações devido à safra abundante que requereu a compra de excedentes.

Assim, enquanto em 1970 a conta café tinha fornecido às autoridades recursos não monetários no valor de

Cr\$ 919 milhões, o setor cafeeiro absorveu Cr\$ 425,0 milhões em 1971. O mais importante fator de expansão monetária foram os empréstimos do Banco do Brasil ao setor privado. Isto estava de acordo com a política creditícia liberal que tentava maximizar a taxa de crescimento econômico condicionada à redução da taxa inflacionária.

As exportações brasileiras elevaram-se em 5,2% em 1971 em relação aos níveis de 1970. Em parte, isto foi devido às pequenas receitas da venda de café ao estrangeiro que declinavam de US\$ 160 milhões. Não obstante, as exportações de semimanufaturados em 24%. As importações expandiram-se de 29,4% e o país experimentou saldo negativo na balança comercial de US\$ 363 milhões, em contraste com o resultado superavitário de US\$ 232 milhões de 1970. Em conta-corrente, o déficit evoluiu de US\$ 562 milhões para US\$ 1307 milhões. Mas a entrada de capitais cresceu de 81,9% atingindo US\$ 1846 milhões. O superávit total foi de US\$ 530 milhões. A política de minidesvalorizações continuou a ser implementada com eficiência. Para o ano como um todo, o cruzeiro foi desvalorizado de 13,8%. Além disso, os incentivos à exportação foram ampliados.

O ano de 1972 caracterizou-se pelas mesmas tendências institucionalizadas desde 1968. Foi o quinto ano consecutivo de rápido crescimento econômico. Levando-se em conta que normalmente, dentro da experiência histórica de

numerosos países, ocorrem recessões cíclicas (de caráter endógeno ao processo econômico e fora do controle de política econômica) em espaços de mais ou menos quatro anos, a fase de rápido crescimento econômico também se caracterizou pela sua duração. O PIB real cresceu à taxa de 10,4% e sua expansão teria sido ainda maior não fosse o atraso do setor agrícola, posto que a indústria expandiu-se de 13,8%. Isto permitiu crescimento econômico real per capita de 7,3%, essa taxa permitiria dobrar a renda real num período de sete a oito anos. Houve redução no crescimento monetário e também declínio apreciável do ritmo inflacionário: o aumento do custo de vida passou dos 18,1% em 1971 par 14,0% em 1972 segundo dados oficiais. Ao mesmo tempo, o País conseguiu superávit cambial extraordinário e sem paralelo: US\$ 2439 milhões.

As exportações brasileiras aumentaram em 38,3% em 1972 enquanto as importações cresceram de 30,2%. O saldo negativo da balança comercial evoluiu dos US\$ 363 milhões de 1971 para US\$ 237 milhões. Em conta-corrente, o déficit foi de US\$ 1460 milhões. Houve elevado incremento na entrada de capitais da ordem de 92,9% (o valor absoluto foi US\$ 3562 milhões). Assim se conseguiu o superávit de US\$ 2439 milhões. A política brasileira continuou orientando-se no sentido de promover as exportações de forma agressiva. Também teve continuidade a política das minidesvalorizações. O País dava, nessa época, um considerável avanço no sentido

de inverter a tendência histórica de sua participação no comércio internacional.



CONCLUSÕES

Tem havido ultimamente interesse em dar mais autonomia aos bancos centrais na formulação das políticas econômicas. Em 1969, o Chile e a Nova Zelândia adotaram leis nesse sentido, e diversos países da América Latina e do Leste europeu vêm estudando propostas que visam ao mesmo objetivo. Também em vários dos principais países industrializados o governo estuda a possibilidade de ampliar a autonomia do banco central. As medidas no sentido da unificação monetária européia trouxeram novas propostas de um sistema independente e supranacional de bancos centrais; segundo alguns membros do Sistema Monetário Europeu (SME), seria preciso primeiro dar autonomia aos bancos centrais nacionais.

Tudo isso, naturalmente, levanta questões importantes acerca da relação que se deseja estabelecer entre os bancos centrais e o governo. Nos últimos anos, um número cada vez maior de livros e artigos sugere que, se os bancos centrais tivessem autonomia, os preços seriam estáveis. As sugestões são conceptuais, e, em menor medida, empíricas. Mas a opinião está longe de ser consensual. E, por outro lado, se dá pouca atenção a questões ligadas à aplicação prática de tal autonomia. São essas as questões abordadas no presente artigo, que se baseia no exame mais detalhado do que foi feito no Chile, França, Alemanha,

Japão, Nova Zelândia, Países Baixos, Suíça, Reino Unido e EUA.

Em favor da autonomia do Banco Central, argumenta-se que as políticas monetárias teriam mais credibilidade - e portanto mais condições de estabilizar os preços e mantê-los estáveis a longo prazo, com custos econômicos reais mínimos - desde que sua formulação ficasse a cargo de não-políticos, capazes de adotar perspectivas de prazo mais longo. Tal opinião baseia-se no conceito, formalizado há relativamente pouco tempo, da questão da "incoerência de tempo" nas políticas monetárias. É fácil demonstrar que quando as autoridades eleitas têm como objetivo baixar a inflação e aumentar o emprego e a produção, podem querer ganhos de produção a curto prazo, abandonando as políticas monetárias antiinflacionárias antes anunciadas. Surgem os mesmos problemas se as autoridades querem relaxar as políticas monetárias devido a questão de distribuição de renda ou receita. Na hipótese de o público perceber essa intenção de relaxamento, e de as autoridades não tomarem providências dignas de crédito com relação às políticas antiinflacionárias, as taxas nominais de juros subirão e o declínio das expectativas inflacionárias será relativamente lento (ou nem haverá declínio). Serve de comparação o caso de o público perceber que a estabilidade dos preços é o único objetivo das autoridades.

Há como solucionar o problema da incoerência de tempo: são medidas essenciais para convencer a opinião pública de que as autoridades continuam empenhadas em ter políticas monetárias estáveis e antiinflacionárias. Certos economistas são favoráveis a regras fixas para as políticas monetárias. O padrão-ouro tem sido, historicamente, uma regra monetária fixa. Outros economistas são contrários a regras fixas, em seu entender inconvenientes, porque as políticas monetárias requerem flexibilidade ("arbítrio") para reagir a imprevistos como choques de oferta e mudanças na demanda de dinheiro.

Mas existem muitas possibilidades entre os extremos de regras monetárias obrigatórias e políticas monetárias arbitrarias tem sido acordos que limitem, até certo ponto, seu próprio arbítrio. Por exemplo: anunciar metas monetárias ou vincular a taxa cambial a uma moeda de inflação baixa, como forma de restrição externa. Tais acordos, porém, não são plenamente obrigatórios e por isso não resolvem o problema da credibilidade. Se, por exemplo, adotar-se o regime cambial fixo, torna-se fundamental a vinculação escolhida, e portanto tornam-se significativas as mesmas questões de políticas que surgem quando se adota um sistema cambial flexível - especialmente políticas de administração da demanda.

Pode-se considerar, contudo, que acordo como os aqui citados permitem um certo arbítrio nas políticas monetárias, dando-lhes mais credibilidade por torná-las mais "transparentes", ou seja, mostrando com mais clareza ao público as metas específicas das políticas monetárias. A transparência das políticas monetárias pode valer a pena, pois costuma ser difícil monitorar e avaliar o desempenho dessas políticas. Ainda não se conhecem bem as relações monetárias subjacentes, que não funcionam de modo mecânico, mudam com o tempo (talvez bruscamente) e tendem a defasagens extensas e mutáveis entre as alterações das políticas e os resultados finais. Isso pode tornar difícil, entre outras coisas saber até que ponto os fatos refletem alterações nos objetivos finais das autoridades.

Nesse contexto, muitos economistas consideram válido haver uma autoridade monetária independente, que de certa forma conseguiria mais credibilidade ao arbitrar as políticas monetárias. Mas muita gente não pensa assim. Há quem considere contrários aos princípios democráticos o fato dos dirigentes do banco central, que não são eleitos, terem em mãos o elemento mais importante da política econômica. Mas assim, ao que parece, não se leva em conta que os bancos centrais jamais são completamente independentes do governo. Há sempre canais formais e informais que permitem ao governo influir nas políticas monetárias; em casos extremos, os governos podem até alterar os estatutos do banco central.

Objeta-se vez por outra que possivelmente sairão caros os conflitos entre políticas monetárias independentes e outras áreas de políticas, especialmente a fiscal e a cambial.

No entanto, convém que as políticas monetárias sejam independentes exatamente porque assim se percebem melhor os efeitos negativos de políticas inadequadas nessas outras áreas.

É talvez mais válido questionar a independência dos bancos centrais tendo em vista que na verdade não diminuem a inflação a longo prazo. Por terem seus próprios objetivos e motivações, os bancos centrais podem conflitar com a manutenção das políticas antiinflacionárias. Vários estudos sugeriram, por exemplo, que é bem possível os bancos centrais procurarem evitar choques entre os grupos capazes de influir em seus status, e quererem manter a própria autonomia e sua própria esfera de arbítrio. Esse tipo de atividade é um bom lembrete das realidades políticas, e sugere que, se não houver outras proteções, há o risco de a atuação do banco central diminuir a credibilidade das políticas monetárias e influir na inflação, quase como o faria uma autoridade eleita.

Alguns estudos empíricos sustentam que havendo bancos centrais autônomos a inflação é menor, mas as provas não são conclusivas. Além disso, há casos "anômalos" de a

inflação ter baixado apesar de o banco central não ter, estatutariamente, grande autonomia. Japão e França são bons exemplos. Ao que parece, as políticas monetárias japonesas foram, na prática, mais independentes politicamente do que a legislação do Banco do Japão leva a crer. Na França, os acordos do SME foram sem dúvida uma importante fonte externa de disciplina e um indício parcial do empenho em relação à restrição financeira. Nos países onde os bancos centrais gozam de grande autonomia, ainda não se resolveu uma questão básica: será mesmo a arraigada preferência social por inflação baixa a causa de maior disciplina financeira e de um desempenho melhor da inflação? E, no caso de ser, a autonomia do banco central ajuda a conseguir estabilidade de preços?

É preciso reconhecer também que os acordos legislativos formais, em que geralmente baseiam as medidas de autonomia apresentadas nos estudos empíricos, nem sempre constituem um bom indicador da autonomia. Como já se fez ver, a liderança política costuma dispor de uma série de métodos - e também do incentivo - para influir, sejam quais forem os mecanismos formais. Por isso, talvez se considere que os resultados das políticas monetárias dependem basicamente das personalidades que exercem o poder.

Mesmo que as provas empíricas ainda não sejam convincentes, pode-se afirmar, com base em conceitos, que a

autonomia do banco central beneficia a longo prazo o desempenho da inflação. É preciso enfatizar principalmente, porém, que a estrutura institucional é talvez um dos maiores determinantes do quanto a autonomia formal do banco central pode fazer, na prática, pela estabilidade de preços e até mesmo pela manutenção dessa autonomia formal. Isso depende, em grande parte, dos acordos informais, tanto institucionais como políticos, e dos incentivos à atuação dos políticos e das autoridades do banco central. A estrutura a ser regulamentada precisará, portanto, dar muita atenção aos aspectos menos formais da relação entre o governo e os bancos centrais. Isso se fará, entre outras coisas, mediante acordos adequados de fixação dos objetivos e metas das políticas monetárias, e de maximização da transparência das políticas monetárias. Isto é da maior importância nos países que tentam conseguir credibilidade para suas políticas, apesar de antecedentes históricos de restrição monetária variável e em geral insuficiente.