

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

Instituto de Economia



129000865



TCC/UNICAMP M348p

**A POLÍTICA MONETÁRIA DO “MILAGRE” BRASILEIRO
(1967 - 1973)**

Euclides Nascimento Marques

Monografia apresentada ao Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, sob orientação do Prof. José Pedro Macarini, como requisito à conclusão do curso de graduação.

Campinas, dezembro de 1994

**TCC/UNICAMP
M348p
IE/865**

**CENTRO DE DOCUMENTAÇÃO
INSTITUTO DE ECONOMIA
UNICAMP**

As idéias de economistas e teóricos da política são mais poderosas do que se admite normalmente. Na verdade, o mundo é comandado por pouco mais do que elas. Homens práticos, que acreditam estar isentos de qualquer influência intelectual, são usualmente escravos de algum falecido economista.

J. M. Keynes

“The general theory of employment, interest and money”

La intermitencia del sueño nos permite sostener los días de trabajo.

P. Neruda

“Confieso que he vivido”

Valeu a pena? Tudo vale a pena
Se a alma não é pequena.

F. Pessoa

Mar português, in “Mensagem”

ÍNDICE

| | |
|---|----|
| AGRADECIMENTOS _____ | 1 |
| INTRODUÇÃO _____ | 3 |
| I - ANTECEDENTES GERAIS _____ | 7 |
| I.1. A conjuntura econômica pré-64 _____ | 7 |
| I.2. O PAEG e as reformas institucionais _____ | 14 |
| I.3. Resultados conjunturais do PAEG e inflexão da política econômica _____ | 22 |
| II - A POLÍTICA MONETÁRIA EM SEUS ASPECTOS TEÓRICOS E OPERACIONAIS _____ | 28 |
| II.1. A exclusividade do caso brasileiro _____ | 31 |
| II.2. Entraves do arranjo institucional _____ | 39 |
| II.3. A introdução do <i>open market</i> _____ | 43 |
| II.4. Particularidade institucional X <i>open market</i> _____ | 47 |
| II.5. Política de controle da taxa de juros X <i>open market</i> _____ | 50 |
| III - A EXECUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA _____ | 57 |
| III.1. O ascenso de 1967-68 _____ | 57 |
| III.2. A retomada da "austeridade" em 1969 _____ | 65 |
| III.3. Oscilação e reaceleração de 1970-71 _____ | 71 |
| III.4. O salto expansivo de 1972-73 _____ | 75 |
| CONCLUSÕES _____ | 79 |
| ANEXO ESTATÍSTICO _____ | 84 |
| BIBLIOGRAFIA _____ | 96 |

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, agradeço aos meus pais pela vida, educação, “grana”, e (o mais importante) pela ternura.

Em seguida, agradeço ao professor Macarini pela inabalável dedicação com que orientou este trabalho. Desde que cheguei nesta faculdade, no primeiro dia de aula, foi com ele que confrontei minhas angústias, temores e curiosidade em relação não apenas a um curso, mas a todo um saber e um mundo desconhecidos. Tive a sorte de aqui encontrar pessoas como esta, conhecedoras da verdadeira arte de ensinar e estimular a reflexão - talento que transcende o mérito da competência profissional, de professor de economia, para contribuir na formação de outros conhecimentos, do caráter e da própria vida. Posso dizer, seguramente e sem exageros, que tive um mestre!

Agradeço também ao professor Paulo Davidoff por dispor-se ao exame final da monografia.

Ao André, Bambino e Luís, *los tres amigos, inseparables* (que assim seja!), pelo companheirismo diário de todos estes anos; dividindo as aulas, os estudos, as “neuras” de véspera de prova, as festas, cervejadas, saraus, “suicídios” y *muchas cosas más* ...

Ao colega Maurício, da pós, pelos intensos bate-papos no “bandeirão”, pela leitura atenciosa do texto e importantes sugestões a minha pesquisa.

À Bia, pela paixão, natureza, intimidade, paz, sensibilidade, medos e todo o amor do mundo! E também a seu pessoal, pelo apoio moral, alimentar, computacional, habitacional, etc...

Ao pessoal do Centro de Documentação e do xerox, pelo carinho com que atenderam às minhas infundáveis amolações de “rato de biblioteca”.

Enfim, agradeço a todas as outras pessoas, com as quais minhas dívidas são imensas, por contribuírem de alguma forma nesta *via crucis*, odisséia, mas valiosa e inesquecível experiência de realização deste trabalho, de conclusão do curso e de vida!

INTRODUÇÃO

Os anos de 1967 a 73 corresponderam ao primeiro período em que, após uma profunda reformulação do sistema financeiro-monetário durante o triênio 1964-66, dispunha-se no Brasil de uma estrutura institucional minimamente organizada, sob inspiração dos modelos tradicionais dos países centrais, para o desenvolvimento da programação monetária. Tal fato apenas já seria suficiente para justificar estudos acerca da política monetária do período, independentemente de sua efetiva importância dentro do conjunto das políticas econômicas da época ou relativamente aos resultados macroeconômicos alcançados. Todavia, a partir do momento em que se consideram o excepcional desempenho da economia e o relativo sucesso no controle inflacionário de então, o objeto de estudo valoriza-se e, subjacentemente, aparece uma primeira questão - mais imediata e já amplamente debatida - relacionada ao real significado da política monetária delphiniana para a obtenção daquele comportamento dos níveis de preços e, em maior perspectiva, do próprio modo de evolução da conjuntura econômica durante o ascenso cíclico.

As ponderações no sentido de se precisar se a implementação da política monetária foi, de fato, essencial ao alcance dos resultados conjunturais, ou se as decisões das autoridades monetárias apenas ajustavam-se passivamente a demandas e determinações maiores da economia em crescimento, tal estudo ocupa espaço significativo na literatura econômica relacionada. O conjunto de abordagens é controverso, contendo argumentações que vão, por exemplo, no sentido de dar importância à inflexão para a “heterodoxia” da política monetária expansiva, no primeiro biênio de 1967-68, supostamente necessária à retomada do crescimento e com maior capacidade de percepção da realidade do capitalismo brasileiro e da natureza de seu processo inflacionário. Em outra linha de leitura estão os trabalhos que consideram a política econômica muito mais “acomodatícia” aos resultados da conjuntura que, deste modo, acham-se vinculados ao movimento de base mais amplo da economia como, por exemplo, o padrão de financiamento estabelecido durante o ciclo, intimamente relacionado à particular configuração do sistema financeiro internacional, favorecendo a entrada de capitais. O exame da política monetária em particular procura então reconstituir a trajetória segundo suas descontinuidades e inflexões; com a evidência de que a evolução dos agregados monetários apresenta comportamento irregular,

desviando-se das previsões orçamentárias, não obstante a razoavelmente prolongada estabilização dos níveis de inflação. Existem ainda as abordagens apologéticas, tão funcionais à ideologia do regime e à "mitificação delfinista", enfatizando o possível caráter de continuidade e coerência na condução da política, para comprovar assim sua eficácia ou o mérito pessoal dos *policy makers*.

O tratamento desta problemática envolve um largo exame de aspectos econômicos diversos - a política econômica geral, seus determinantes especificamente políticos, as implicações de ordem externa e demais variáveis no contexto do macromovimento global da conjuntura econômica, a caminho do "milagre". Ademais, o entendimento de que, como mencionado, a existência de vasto material acadêmico a respeito indica a superação deste nível de controvérsia e a sedimentação do tema, contribui na opção por não incluí-lo dentro dos objetivos centrais do presente trabalho.

A hipótese desta pesquisa supõe a possibilidade de um segundo nível de problematização (não tão amplo e nem recorrente quanto o anterior) que, sinteticamente, refere-se ao exame da execução concreta da política monetária a partir de outro enfoque: a tentativa de identificar-lhe as fundamentações teóricas *vis-à-vis* o ambiente especificamente técnico-institucional, recém-criado nas reformas precedentes e em modificação, ao longo dos anos, com o aperfeiçoamento de novos instrumentos. Este novo período, inaugurado nos marcos do PAEG e que se estende até 1973, de fato representou, ao nível de seu espaço institucional e dos instrumentos desenvolvidos, condições superiores para a execução da política monetária? A indagação procede à medida em que confrontamos estes sete anos de relativa estabilidade dos níveis de inflação com a retomada irreversível do processo inflacionário, na altura de 1974, e à revelia do presumível aprimoramento dos instrumentos "clássicos" da política monetária; além dos indícios de descontrole em relação à progressão do volume dos agregados monetários já nos últimos dois anos do período.

Tais desvios da programação monetária, estando ou não fundamentalmente vinculados ao âmbito operacional da política, não deixam de tornar o exame deste mais ou menos plausível. Ainda que o comportamento das variáveis monetárias em muito pouco se relacionasse especificamente com a execução da política monetária - e seus determinantes institucionais - o escopo da pesquisa continuaria pertinente. Nela, as preocupações maiores não consistem propriamente em ponderações acerca dos impactos últimos da política monetária, no contexto dos fatores determinantes do "milagre", mas sim o seu senso de

operacionalidade (posto que, neste período, já estava sendo deliberadamente realizada) e, ademais, dada a escassez de material acadêmico a respeito, relativamente às exaustivas incursões naquele primeiro aspecto. Logicamente, a pesquisa também lança mão do exame da condução da política monetária em suas imbricações com o conjunto amplo da política econômica delfiniana - condição *sine qua non* para a compreensão de seu movimento geral, ao longo destes anos - uma vez que se aceita a premissa de que a política monetária nunca é implementada "no vazio" (muito menos naquele período), como que desconectada dos objetivos e efeitos dos demais campos da política econômica.

Para o cumprimento dos citados propósitos, de exame da condução da política monetária, em termos de seus possíveis embasamentos e matiz teóricos, da operacionalidade desta política dentro de seu ambiente político-institucional e suas correlações com o conjunto da política econômica, o estudo abrangerá três níveis de aproximação:

No primeiro capítulo, realiza-se um esforço de contextualização geral do objeto de pesquisa, tendo em vista alguns aspectos da evolução conjuntural da economia, das políticas de estabilização e o quadro político-econômico emergente na crise da primeira metade dos anos sessenta, que antecede o movimento militar de 1964. Em seguida, analisa-se sumariamente as características mais relevantes do primeiro programa de estabilização militar, o PAEG, bem como as principais reformas institucionais então implementadas, concluindo com os resultados conjunturais de tal programa e a inflexão da política econômica para 1967-68, nos marcos do processo político do segundo governo.

A segunda parte abrange o âmbito teórico e operacional, por assim dizer, da política monetária. A partir de algumas considerações mínimas com respeito ao referencial teórico hegemônico, o modelo americano do pós-guerra, procura-se entender a adaptação do corpo teórico tradicional à realidade político-institucional brasileira - cujas peculiaridades vão desde aspectos conceituais até os mecanismos básicos de ação da política monetária. Analisa-se então as contradições internas do arranjo institucional para a execução da política em seus objetivos de controle monetário, segundo as determinações axiomáticas do modelo americano que pautaram o desenvolvimento de seu principal instrumento - o *open market*. Seguidamente às considerações relativas à introdução das operações de mercado aberto e de suas condições operacionais, focalizam-se os entraves colocados à mobilização do instrumento (e à execução da política monetária em geral) tanto pelos desvios institucionais

quanto pelo próprio sentido dado à condução da política - especificamente, as decorrências advindas do controle da taxa de juros.

O terceiro capítulo centra-se no acompanhamento mais detalhado das variáveis monetárias relevantes à identificação do movimento geral da política ao longo do período, bem como da interação de seus resultados com determinantes maiores da política econômica. Através da examinação de algumas séries estatísticas selecionadas, procura-se comprovação para hipóteses levantadas anteriormente como, por exemplo, os impactos monetários da política externa, da conformação híbrida do conjunto das Autoridades Monetárias ou do modo de condução da dívida pública quando da peculiar relação entre o Banco Central e o Tesouro Nacional.

O trabalho encerra-se com algumas considerações finais acerca do conteúdo de cada um dos capítulos, recuperando seus principais pontos com breve comentário crítico; porém, de todo livre de pretensões estritamente conclusivas.

I - ANTECEDENTES GERAIS

I.1. A conjuntura econômica pré-64

Ao se analisar a situação conjuntural da economia no início da década de 60, a primeira constatação que imediatamente nos salta aos olhos é o forte avanço dos níveis de inflação, a partir de 1961, seguido da queda das taxas de crescimento do produto, já no ano seguinte (ver Tabela 1 em anexo) - fenômenos que, por si mesmos, materializam a pior crise até então da economia brasileira desde o pós-guerra. O estudo aprofundado das causas desta crise, bem como das políticas econômicas então implementadas, obviamente foge aos objetivos deste trabalho; no entanto julgamos indispensável uma breve menção a alguns aspectos deste tema, através de uma descrição sumária de suas interpretações de maior notoriedade.

Valendo-se de uma tipologia sugerida por Sochaczewski, as diferentes interpretações existentes (e todas, segundo ele, carecendo de uma “visão integrada de todos os fatores envolvidos”) podem ser divididas em dois grupos básicos:

“Primeiro, aquelas que vêm na crise e recessão 1963/66 uma consequência lógica do modelo de crescimento da economia brasileira no pós-guerra, e em especial na forma de desenvolvimento a partir de 1955; e segundo, aquelas que entendem o que se passou como apenas fenômenos conjunturais sem nenhuma relação com o modelo de crescimento.”¹

O autor ainda adverte sobre a existência de diferenças marcantes impedindo consenso de opinião, em cada um dos grupos, e também menciona um terceiro grupo de interpretações “puramente descritivas e apologéticas, mas irrelevantes a nível teórico”, posteriormente importantes pelo fato de que seus autores se tornaram os gestores da política econômica após 1964.

¹ Sochaczewski, Antonio C. Desenvolvimento econômico e financeiro do Brasil 1952-1968. São Paulo. Trajetória Cultural. 1993. p. 187.

Podemos considerar, para efeito de síntese, os trabalhos de Maria da Conceição Tavares como representativos daquela vertente que está sustentada *latu sensu* na análise do modelo de crescimento ou padrão de acumulação, procurando identificar os elementos estruturais desta dinâmica de longo prazo do processo de desenvolvimento econômico.²

Após fazer a crítica (em co-autoria com José Serra) da tese clássica de Celso Furtado a respeito do esgotamento do processo de substituição de importações³, a idéia central a que se chegou é de que a crise e recessões da década de 60, embora associadas ao ocaso do modelo de substituição de importação, são consequência do término do impulso gerado pelo pacote de investimentos do ciclo expansivo anterior (Plano de Metas). Entre as causas básicas desta desaceleração encontra-se a superação da demanda corrente pela escala dos novos projetos de investimento durante a ocupação do mercado pré-existente, que alterou a estrutura produtiva sem modificar o perfil da demanda interna - não se omitindo, todavia, os efeitos da forte concentração de renda, no sentido de impedir a ampliação e diversificação do consumo potencialmente capaz de dinamizar a demanda sobre novos setores. Para a manutenção do crescimento (e este é o núcleo da tese geral), seria necessário um novo ciclo de investimentos nestes novos setores da economia, porém condicionado a uma etapa intermediária de rearranjo (basicamente institucional) para a reestruturação do sistema de financiamento público e privado - o que, nesta perspectiva, responde pelo próprio significado da crise.⁴ Nas palavras de José Serra:

"A desaceleração do crescimento decorreu em grande parte dos fatores de natureza cíclica, relacionados com a conclusão do volumoso 'pacote' de investimentos públicos e privados iniciados em 1956/57. As políticas de estabilização do início de

² Tavares, M. C. Acumulação de capital e industrialização no Brasil. Rio de Janeiro. Tese livre docência. Faculdade de economia e administração. UFRJ, 1975. ___ e Serra, J. Além da estagnação. in Tavares, M. C. Da substituição de importações ao capitalismo financeiro. Ensaio sobre economia brasileira. Rio de Janeiro. Zahar Editores. 1972.

³ Furtado, C. Subdesenvolvimento e estagnação na América Latina. Rio de Janeiro. Civilização Brasileira. 1966; ___ Um projeto para o Brasil. Editora Saga, 1968. Em obras como estas, Furtado desenvolve, dentro da mesma linha de análise de longo prazo, um sofisticado e contundente esquema teórico no estudo do esgotamento do padrão de desenvolvimento; concluindo que a ampliação do mercado e dinamização de setores paralizados apenas seriam possíveis através de políticas e reformas impedoras do processo de concentração de renda intrínseco ao modelo de industrialização (que além de reduzir a eficiência dos investimentos gera tensões sociais que, por si mesmas, tornam o sistema insustentável). Tais conclusões representaram o alvo das referidas críticas e a antítese da própria trajetória econômica ao final da década.

⁴ Sochaczewski, A. C. op. cit., p. 188-189.

1963 e de 1965-1967 (primeiro trimestre) contribuíram para aprofundar essa desaceleração.”⁵

A verificação de que a expansão, durante o ciclo anterior, do setor de bens de consumo duráveis já havia absorvido toda a margem de demanda reprimida, ao longo da substituição de importações, tem como fundamento o exame do crescimento da formação bruta de capital fixo. O autor então procura mostrar que o declínio desta taxa inicia-se já na altura de 1962, relativizando a contribuição da política econômica do ano seguinte (Plano Trienal) ao descenso cíclico a partir de então.

Tal leitura se opõe a algumas interpretações que, dentro daquele segundo grupo que preconiza a análise conjuntural e de curto prazo, ganharam importância nas obras de autores como Leff, Morley e Wells.⁶

A tese central do primeiro autor consiste em atribuir a restrições e oferta insuficiente de importação a causa da queda do ritmo de crescimento. Com argumento empiricamente frágil e sem explicar como aconteciam as supostas restrições, o trabalho pouco acrescenta de elucidação sobre a crise. Já Morley baseia-se na idéia de que a recessão esteve restrita a alguns trimestres apenas, dando a falsa impressão de crise de longo prazo (valendo-se de um método desagregador bastante questionável), para identificar o ponto nevrálgico das dificuldades econômicas na restrição de crédito das políticas de estabilização a partir de 1963. Mais uma vez aqui, a precariedade de dados e, ademais, a carência de entendimento da peculiaridade do sistema monetário-financeiro brasileiro prejudicam a contribuição do trabalho.

Os estudos de Wells são os de maior importância não apenas pelo fato de terem sido dos mais completos sobre o período, mas devido, em boa medida, ao pragmatismo de sua

⁵ Serra, J. *Ciclos e mudanças estruturais na economia brasileira do pós-guerra*. in: Belluzzo, L. G. e Coutinho, R. (orgs.) Desenvolvimento capitalista no Brasil. Ensaio sobre a crise. São Paulo. Editora Brasiliense, 1982, p. 80.

⁶ Leff, N. Import constraints and development: causes of the recent decline in Brazilian economic growth. Review of Economic and Statistics, Novembro, 1967. Morley, S. Inflation and stagnation in Brazil. Economic Development and Cultural Change, Janeiro, 1971. Wells, J. R. Growth and fluctuations in Brazilian manufacturing. Thesis of PhD, Cambridge, 1977. As considerações e críticas a seguir baseiam-se em Sochaczewski, A. C. op. cit., p. 189-193.

análise (em geral, bem-vindo pela oficialidade intelectual de *policy makers* do regime, à época de sua publicação). Dentro da mesma perspectiva aberta por Morley, de inexistência de crise de longo prazo, mas sucessão de “mini-booms” e “mini-recessões”; Wells radicaliza o argumento apontando o ano de 1963 como o início preciso da recessão industrial - inteiramente decorrente da política de restrição de crédito (valendo-se de ampla evidência quantitativa) do Plano Trienal de Furtado-Dantas. Ao sobrevalorizar o papel da política econômica, repudia deliberadamente todas as demais interpretações de esgotamento do processo de substituição de importações, de ausência de novo surto de investimento, restrições à importação ou efeitos da crise política.

Entre os diversos pontos criticáveis dessa análise, os mais problemáticos consistem no fato de se sustentar que uma restrição de crédito de menos de um semestre tenha gerado uma crise de três anos. Da mesma forma (e o que é mais agravante do ponto de vista teórico) a constatação, segundo índices próprios e em discordância com as séries oficiais de formação bruta de capital fixo, da queda do investimento somente a partir de 1963 - para entendê-la como consequência das políticas deste ano, é obrigado a omitir (incorrendo em sério comprometimento metodológico) quaisquer defasagens temporais entre decisão de investir, realização e maturação do investimento.

Outras leituras, ainda que não passíveis de enquadramento na tipologia acima, são de importância significativa ao examinarem tanto o movimento cíclico mais amplo como também os resultados conjunturais de curto prazo da economia (combinando elementos característicos às diferentes interpretações). Nesta linha aparentemente “ecclética”, Adroaldo Moura da Silva enumera três níveis pelos quais ocorria o impasse no financiamento do desenvolvimento ao início da década: a política de preços, o mercado financeiro e o sistema tributário.⁷

Quanto ao primeiro, o controle seletivo de preços em determinados setores de infraestrutura (sobretudo os de utilidade pública, como transporte e eletricidade), impedindo que o reajuste das tarifas alcançasse a elevação dos custos, debilitava a geração de lucro, a ampliação da capacidade produtiva e o autofinanciamento - com o resultado de pesados déficits operacionais em tais setores. O mercado financeiro submetido à vigência da “Lei da

⁷ Moura da Silva, A. *Antecedentes e origens da presente organização. Intermediação Financeira no Brasil*. São Paulo, 1979. IPE/FEA, USP, mimeo.

Usura” e da “Cláusula Ouro” - a primeira fixando teto de 12% ao ano para as taxas de juros nominais e a segunda impondo obrigatoriedade de se escrever valores contratuais em moeda legal (o cruzeiro) - não oferecia chances para o desenvolvimento da intermediação financeira não-bancária, quase inexistente, e restringida a três organismos institucionais cujas taxas de juros mantinham-se sempre abaixo da inflação: o BNDE, vinculado ao financiamento da infra-estrutura industrial; as Caixas Econômicas Federais, responsáveis pelo setor habitacional e as Sociedades de Crédito e Financiamento, agências privadas operando com o crédito ao consumo de bens duráveis e ao capital de giro das empresas. É importante considerar que, com o recrudescimento inflacionário, os riscos de perdas patrimoniais para os detentores de títulos financeiros limitados ao juro máximo (com taxas reais negativas), juntamente à depreciação do valor real da dívida pública, não apenas desestimulavam a emissão de títulos de longo prazo como também corroíam gradativamente as já precárias bases deste sistema financeiro, numa economia ainda completamente desindexada.

Conjuntamente, o sistema de controle de preços descapitalizando importantes setores da economia, um mercado financeiro primitivo e desprovido de intermediação não-monetária, a total inadequação e baixa eficiência do sistema tributário, a escassez de “divisas fortes” e a impossibilidade de endividamento pela própria inexistência de um mercado de capitais organizado são fatores determinantes, conforme aponta este autor, da incapacidade do Tesouro em financiar seus déficits sem recorrer a expedientes de origem inflacionária (emissão de papel-moeda).

Um outro aspecto que, ao lado dos citados acima, também merece destaque são os problemas no setor externo associados ao tipo de políticas cambial e comercial que, se por um lado favoreceram a industrialização substituidora de importações, converteram-se também em forte desestímulo às exportações no desequilíbrio das contas externas. A aceleração inflacionária doméstica, num contexto internacional de câmbio fixo, beneficiava a importação em alguns setores industriais às custas de pesado ônus às atividades exportadoras. Como consequência desta queda da receita média das exportações, acrescida de igual ou mais precária situação da conta de capital, está a deterioração da capacidade de importar (receita de exportações, financiamentos e capital de risco). Sua fase crítica inicia-se em 1962, quando a proporção entre importações e PIB inferioriza-se relativamente à mesma taxa para as exportações - também resultante do próprio desaquecimento da demanda interna (Tabela 1).

Os efeitos desta problemática externa não consistem apenas na gradativa estagnação das possibilidades de financiamento do crescimento industrial por substituição de importações; além disso, constatação relevante realizada por André Lara Resende:

“Houve quatro tentativas de contenção da inflação no Brasil antes de 1964, todas pressionadas, ou motivadas, pela necessidade de ganhar credibilidade externa, tanto de agentes financeiros privados como de organizações oficiais, em especial do Fundo Monetário Internacional, diante das dificuldades enfrentadas pelo balanço de pagamentos. Muito provavelmente por este motivo, todas elas tiveram caráter bastante ortodoxo.”⁸

Isto pode ser observado desde 1954, quando da efêmera experiência de austeridade da política econômica (na gestão de Gudin, Bulhões e Mariani) diante da tendência deficitária do balanço de pagamentos, obrigando à recorrência de crédito de curto prazo junto ao *Federal Reserve Bank* e banqueiros privados americanos. Também em 1958, com o “Programa de Estabilização Monetária”, no esforço de saneamento das finanças internas para a contratação de empréstimos junto ao FMI e financiamento dos déficits do balanço de pagamentos que já se avolumavam ao longo do Plano de Metas.

Diante do desgaste político sofrido pelo governo frente às pressões internas, a impossibilidade de sustentação de uma política de contenção do crédito, como condicionante do sucesso nas negociações de empréstimos externos⁹, abrevia o abandono dessas tentativas de austeridade monetária. No primeiro caso, a renúncia dos gestores não tardou mais que um semestre; no segundo, a suspensão das negociações com o FMI pelo

⁸ Resende, A. L. *A política brasileira de estabilização: 1963-68. Pesquisa e Planejamento Econômico*. Rio de Janeiro, 12(3), dezembro, 1982, p. 758.

⁹ A este respeito, é importante não perder de vista a postura assumida pelo FMI que, no papel de avalista do sistema financeiro internacional, exige dos países que necessitam de financiamento externo a adoção de uma política econômica contencionista, voltada à melhoria das contas comerciais (como garantia de estarem gastando “adequadamente” tais empréstimos), e portanto condizente com o objetivo de reequilíbrio do balanço de pagamentos. A prescrição deste tipo de política deriva da concepção tida pelo FMI de que os problemas de balanço de pagamentos ocorrem porque o país está “gastando além de seus meios”. Este sentido dado à igualdade contábil entre renda interna menos gastos internos totais (poupança interna) e saldo comercial, do primeiro para o segundo termo, passa pela sofisticação do chamado “enfoque monetário do balanço de pagamentos”. Tais questões são examinadas de maneira pertinente por Bacha, E. *Prólogo para a terceira carta*. in Moura da Silva, A. et alii. *FMI X Brasil: A armadilha da recessão*. São Paulo, Fórum Gazeta Mercantil, 1983.

governo Kubitscheck e a renúncia do ministro Lucas Lopes em 1959 estimularam a acumulação de déficits, agudizando os problemas de balanço de pagamentos e a deterioração do perfil da dívida externa.

O terceiro programa desinflacionário, comandado por Clemente Mariani ao Ministério da Fazenda em 1961, embora exitoso na contratação de empréstimos externos (importantes ao superávit no balanço de pagamentos daquele ano), além das contestações do empresariado, enfrentava também o ceticismo do próprio presidente Quadros, num cenário político adverso e em nada promissor a sua perpetuação.

A última tentativa de estabilização econômica anterior a 1964 deu-se com a elaboração do “Plano Trienal de Desenvolvimento Econômico e Social”, em dezembro de 1962, durante o governo Goulart e sob a gestão do então ministro Celso Furtado. Não obstante o fato de ter como mentor um crítico expoente da ortodoxia e de contemplar um conjunto inusitado de “reformas de base” (que embora não levadas a cabo garantem sua peculiar autenticidade), este programa pouco se distanciou dos demais quanto aos instrumentos de política acionados e a urgência de tratamento e vulnerabilidade aos problemas externos. Sobre este aspecto são ilustrativos a preconização do combate ao déficit do Tesouro, como gerador de pressões inflacionárias, a política de “realismo cambial”, na tentativa de ajustar as importações à efetiva “capacidade de importar” (o cruzeiro sofreu desvalorização de 30,4% em abril e 93,3% em fevereiro de 1964) e a brutal redução da liquidez real pela restrição de crédito ao setor privado, em simultâneo à aceleração inflacionária - aquele com expansão nominal prevista em 35% para 1963, enquanto a inflação já alcançava, apenas no primeiro trimestre, cerca de 60% em termos anuais.

O entendimento deste intrincado panorama conjuntural talvez possa ser facilitado pela conjugação de fatores externos - a necessidade de acesso ao crédito internacional, como forma de reequilíbrio das contas externas, e suas conseqüências sobre o caráter da política econômica - juntamente a fatores internos derivados não apenas da trajetória econômica dos últimos anos, mas também da especial conjuntura política que se desenhava em 1963 - por exemplo, as pressões da crise social que resultavam em aumentos salariais ou a necessidade de realização de “inflações corretivas”, dificultando os propósitos de austeridade e contenção monetária.

Nesta perspectiva, pode-se entender o total descontrole sobre a progressão inflacionária e a desaceleração do crescimento, por parte da administração econômica (fragilizada nas sucessivas renúncias de Celso Furtado e Santiago Dantas ainda no primeiro semestre). Ao final do ano, após um último esforço frustrado de manutenção da política de estabilização com Carvalho Pinto na Fazenda, o governo abandona definitivamente as metas monetárias, expandindo o crédito, numa inflexão de política que nada mais fez além do fechamento das fontes externas de financiamento, interrupção dos escassos e já emergenciais fluxos de empréstimos, com a conseqüente queima de reservas em ouro e deterioração da situação externa. No âmbito interno as dificuldades não eram menores, com uma produção praticamente estagnada e uma inflação anual de 76% (que iniciava o ano de 1964 acima do patamar dos 100% anuais, no primeiro trimestre).

É sobre este cenário conjuntural que irão atuar a política econômica e a “imaginação reformista” do primeiro governo militar no triênio 1964-66, que a seguir fazemos referência.

I.2. O PAEG e as reformas institucionais

O exame da política econômica deste período em particular, por mais breve que seja, parece alcançar um maior grau de compreensão se apreciativo, em igual amplitude, do processo de desmonte e reformulação da estrutura institucional da economia, então levados a cabo. Em maior nível de abstração, pode-se entender a importância deste desdobramento do movimento militar de 1964, na redefinição que provocou de todo “substrato” institucional para a ação tanto da política quanto dos agentes econômicos ao longo das duas décadas seguintes.

Diante do convulsivo quadro político-econômico, que se procurou delinear no item anterior, o primeiro governo militar que toma o poder em março de 1964, sob a presidência do Marechal Castello Branco, é rápido em apresentar seu “Programa de Ação Econômica do Governo” (PAEG). Já no segundo semestre do mesmo ano, o documento preparado pelo recém-criado Ministério do Planejamento e Coordenação Econômica explicitava a política econômica a ser implementada no triênio 1964-66, sob a gestão dos ministros Roberto Campos e Otávio Bulhões, respectivamente no Planejamento e na Fazenda.

Os objetivos gerais do programa consistiam na aceleração do ritmo de desenvolvimento econômico com a recuperação da taxa de crescimento de 6% ao ano, contenção progressiva do processo inflacionário do nível dos 100% anuais no início de 1964 para 25% em 1965 e 10% em 1966, redução dos desníveis setoriais, regionais e das tensões sociais, mediante melhoria das condições de vida; assegurar a criação mínima anual de 1,1 milhão de novos empregos produtivos à mão-de-obra desempregada, através da política de investimentos e, por fim, corrigir a tendência a déficits descontrolados do balanço de pagamentos que provocavam o estrangulamento periódico da capacidade de importar.

Dentre os instrumentos de política econômica específica merecedores de destaque, encontram-se a política monetária, condizente com a estabilização monetária progressiva (entretanto, não prejudicando a atividade produtiva ou a capacidade de poupança das empresas); a política bancária, voltada ao fortalecimento do sistema de crédito e ajustada ao combate à inflação e estímulo ao desenvolvimento. No âmbito internacional, a política cambial e de comércio exterior visava à diversificação das fontes de suprimento e ao incentivo às exportações, para absorção de capacidade ociosa com equilíbrio externo a longo prazo. A política de estímulo ao ingresso de capital estrangeiro, consolidação da dívida externa e recuperação do crédito do país no exterior procurava aliviar as pressões de curto prazo sobre o balanço de pagamentos, além de restabelecer a cooperação técnica e financeira com agências e governos internacionais (notadamente o sistema multilateral da “Aliança para o Progresso”), afim de acelerar o desenvolvimento econômico¹⁰.

O ponto central do conjunto de políticas do PAEG consistiu, todavia, no programa desinflacionário. Sobre este respeito o texto afirma:

“O processo inflacionário brasileiro tem resultado da inconsistência da política distributiva, concentrada em dois pontos principais:

- a) no dispêndio governamental superior à retirada de poder de compra do setor privado, sob a forma de impostos ou de empréstimos públicos;
- b) na incompatibilidade entre a propensão a consumir, decorrente da política salarial, e a propensão a investir, associada à política de expansão de crédito às empresas.

¹⁰ MPCE (Ministério do Planejamento e Coordenação Econômica). Programa de ação econômica do governo 1964 -1966. 2ª edição, Documentos EPEA - nº 1, maio, 1965, p. 15-35.

Dentro desse quadro encontram-se as três causas tradicionais da inflação brasileira: os déficits públicos, a expansão de crédito às empresas e as majorações institucionais de salários em proporção superior à do aumento de produtividade. Essas causas conduzem inevitavelmente à expansão dos meios de pagamento, gerando, destarte, o veículo monetário de propagação da inflação”¹¹.

As contribuições críticas acerca da peculiaridade deste diagnóstico inflacionário reservam-se ao item seguinte deste capítulo, assim como a analogia ao Plano Trienal e o balanço dos resultados obtidos ao final de sua execução - tendo em vista o caráter de essencialidade atribuído à estabilização monetária, como condição *sine qua non* à retomada do crescimento. Por ora, detemo-nos na implicação que tal programa desinflacionário acarretou em termos da necessidade de adoção de “normas básicas” que deveriam norteá-lo:

a) contenção dos déficits governamentais “... cortando despesas não prioritárias, corrigindo os déficits de autarquias e de sociedades de economia mista (a fim de liberar recursos para investimentos básicos), racionalizando o sistema tributário e sua arrecadação, e restaurando o prestígio dos títulos públicos”.

b) política de salários adaptada à política monetária, “a fim de que os custos não aumentem, proporcionalmente, mais do que a procura”. Os salários reais “só podem ser elevados pelo aumento da produtividade e aceleração do desenvolvimento”.

c) política de crédito às empresas “suficientemente controlada, para impedir os excessos da inflação de procura, mas suficientemente realista para adaptar-se à inflação de custos. Dentro desse princípio, os tetos globais de crédito às empresas deverão ser reajustados proporcionalmente (...) ao crescimento do total de meios de pagamentos. Esse critério destina-se, basicamente, a evitar os efeitos depressivos de uma contínua compressão real de crédito às empresas”¹².

A preconização de tais princípios, então considerados fundamentais ao programa de estabilização, condicionaram o advento de uma série de políticas e reformas que afetaram

¹¹ MPCE. op. cit., p. 28.

¹² MPCE. op. cit., p. 34.

profundamente não apenas a resultante conjuntural da economia no período; mais que isso, a conformação de uma nova institucionalidade que transcende à redefinição do próprio papel do Estado, inaugurando-lhe uma nova e involutiva etapa de sua recente história federativa.

A primeira daquelas três “normas básicas”, que respeita à contenção dos déficits governamentais, converteu-se na necessidade de reformulação da estrutura fiscal-tributária. O segundo ponto, referente aos salários, encerrou uma política salarial que desencadeou um processo de reconcentração de renda, acentuando as distorções da estrutura distributiva da sociedade. Quanto à política de crédito ao setor privado, foram implementadas no interior de um movimento maior de reestruturação do sistema monetário-financeiro e de reajuste de preços.

Em relação à reforma do sistema fiscal-tributário, cujas diretrizes básicas já constavam preliminarmente na Emenda Constitucional nº 18 (de outubro de 1965), sua consolidação observou-se quando da criação do Código Tributário Nacional, via Lei nº 5.172 de 1966, concluindo-se na Constituição de 1967. Em seu sentido mais amplo, a reforma significou a modernização do sistema fiscal-tributário diante da necessidade de superação dos mecanismos inflacionários de financiamento, acionados à exaustão durante o ciclo expansivo anterior, quando o Estado passava a assumir um novo papel no processo de acumulação de capital. Vendo exacerbada sua participação na atividade econômica e, mais importante, sua função de arbitragem do processo de desenvolvimento, os objetivos principais da reforma converteram-se na ampliação da carga tributária - garantindo ao Estado condições tanto para o desempenho de suas novas funções, como ao combate do déficit público, tido entre as fontes principais da inflação - e maximizar a eficiência do sistema tributário, transformando-o em instrumento fundamental ao processo de acumulação.¹³

Uma primeira medida de grande importância para o alcance de tais objetivos encerrou-se na transferência da competência de cobrança da maioria dos tributos para a União, nela centralizando as decisões sobre as aplicações dos recursos estaduais e municipais. A centralização é assim admitida como condicionante à racionalização e eficiência do sistema, uma vez que se fazia necessária a eliminação do campo residual da decretação de impostos não concorrentes, prevista na Constituição de 1946, também às esferas municipais e

¹³ Oliveira, F. A. A reforma tributária de 1966 e a acumulação de capital no Brasil. São Paulo. Brasil Debates. 1981, p. 39-85.

estaduais de governo - resultando, segundo a concepção reformista, na proliferação de uma infinidade de tributos geradores de distorções econômicas. A centralização foi também justificada como forma de se evitarem “guerras fiscais” entre os estados, vetando-lhes o poder de estabelecimento de alíquotas; em contrapartida, eliminou-se a capacidade e autonomia estadual para enfrentamento de dificuldades financeiras e a participação relativa de estados mais pobres na arrecadação global.

Mesmo com a criação do Fundo de Participação dos Estados e Municípios (FPEM), procurando solucionar os problemas mais imediatos da centralização (porém, posteriormente acionado como instrumento centralizador); a reforma que concedeu à União dez do quatorze impostos estabelecidos no Código Tributário Nacional - enquanto ficava cabendo dois à competência dos estados e mais dois aos municípios - é assim apreciada por Oliveira, no que respeita a este seu caráter centralizador:

“Para atingir os objetivos propostos a Reforma teria, portanto, de assestar, de imediato, golpes fatais na estrutura existente (...). A consequência mais imediata foi, indiscutivelmente, o desmoronamento do moribundo federalismo fiscal e o aprofundamento da dependência dos estados e dos municípios ao Poder Central. Com a Reforma, o frágil federalismo fiscal existente foi praticamente soterrado, abrindo-se a primeira das portas para a União exercer com maior eficiência seus propósitos de comandar o processo de acumulação e influir mais incisivamente em sua direção.”¹⁴

Outra modificação substancial, que na verdade representa um marco na história tributária brasileira, foi a introdução da tributação *ad valorem*, com a transformação do Imposto sobre Vendas e Consignações em Imposto sobre Circulação de Mercadorias (ICM), a nível estadual, e do Imposto sobre Consumo em Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI), na esfera federal. Tal substituição fazia-se imprescindível ao passo em que aqueles impostos anteriores, incidindo “em cascata” sobre o valor total do produto em todas as suas fases de comercialização, estimulavam as empresas à integração vertical, das etapas de produção e de comercialização, com o objetivo único de fuga da tributação e, portanto, à revelia de critérios de busca de maior eficiência e produtividade. Os novos impostos, gravando agora o valor adicionado e não mais o valor total da mercadoria, além de eliminarem as distorções econômicas que o caráter cumulativo dos primeiros acarretava

¹⁴ Oliveira, F. A. *op. cit.*, p. 46.

(reduzindo, por consequência, a necessidade das empresas de capital de giro para o financiamento da integração), aumentaram a eficiência da arrecadação para a depuração do sistema tributário.

A importância atribuída à suposta disparidade entre os salários vigentes e o “nível de produtividade”, apontada entre as principais causas de inflação, traduziu-se na adoção de uma política salarial que consistia em reajustar os salários mínimo e do setor público anualmente, recuperando o valor médio do salário real dos últimos 24 meses, acrescido de um diferencial correspondente a aumentos de produtividade e de uma estimativa para a taxa de inflação no ano seguinte. Pela fórmula, os salários não recuperam o valor real do último aumento, mas a média do período a partir daí, dada a necessidade de redução das pressões dos custos sobre os preços - e a política, por si própria, assim se justificava. O problema maior encontrou-se na subestimação da inflação futura (que durante o triênio do PAEG atingiu mais que o dobro das taxas programadas), já que se presumia estar num processo de estabilização e, conseqüentemente, o “resíduo inflacionário” era insuficiente para manter a média real dos salários nos próximos doze meses.

Resende sustenta que a política salarial correspondeu ao único aspecto de verdadeiro contraste, quanto à forma de condução da política econômica, entre o PAEG e o Plano Trienal, não obstante a discrepância entre os panoramas políticos de cada época. Enquanto este limitava-se a procurar moderação nos reajustes salariais dos trabalhadores de renda mais elevada, a tônica no segundo consistia na implementação de uma política bem definida, cujos resultados refletiram-se na queda do salário real de 1965 até 1974. Partilhando de conclusões semelhantes relativamente ao descenso do nível real de salários, porém emitindo crítica muito mais incisa à política do PAEG (que, neste enfoque, não possui qualquer termo de comparação com o programa anterior), estão as considerações de Fishlow, com base em pertinente análise da evolução da distribuição de renda, desde a década de 50 até os efeitos da política salarial do PAEG:

“Doze anos de crescimento econômico e uma renda per capita acrescida de mais de um terço de seu valor, resultaram em nada para os assalariados não qualificados. (...) Portanto, deve-se distinguir as vantagens que os empresários tiraram dos aumentos salariais, no sentido de defender e aumentar sua fração de renda, da influência causal que uma excessiva participação dos salários poderia ter sobre o nível de preços. (...) Essas conseqüências ao nível da distribuição de renda não podem ser ignoradas quando

se pretende avaliar as realizações econômicas depois de 1964. Ao invés de louvores por seus engenhosos princípios, a política salarial merece reservas em sua aplicação. O declínio dos salários reais urbanos durante a fase de estabilização dá uma medida precisa da incapacidade do governo no que diz respeito aos objetivos na luta contra a inflação. Isso tornou as coisas mais fáceis para o governo e, por outro lado, ajudou a conter a elevação dos preços. Mas o custo social dessa política e o caráter limitado de suas justificativas técnicas não podem ser ignorados, tanto mais que o declínio dos salários entre 1964 e 1967 não se acompanhou de maior absorção do desemprego e que o grau de absorção parece não ter se modificado nos anos subsequentes.¹⁰

Um último aspecto, merecedor de toda a atenção (sobretudo ao escopo do presente trabalho), está nas reformas implementadas nas áreas monetária e financeira, cujo amplo espectro de objetivos abrange desde a definição de uma infra-estrutura institucional, para sustentação das políticas monetária e creditícia (essenciais ao programa desinflacionário), até o desenvolvimento da intermediação financeira para além do âmbito bancário.

A situação até então prevalecente no setor monetário, apresentava a Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC) como embrião de um Banco Central, ao lado do Banco do Brasil, com o qual dividia as funções de autoridade monetária. O problema central desse arranjo institucional corresponde ao fato de que a SUMOC, por maior capacidade de elaboração de políticas de crédito ou de sugestão de medidas sobre a área monetária, não detinha qualquer poder executivo e de centralização sobre tais decisões - como supõe a organização tradicional dos Bancos Centrais. O Banco do Brasil, por outro lado, assumia um caráter de indefinição acerca de seu papel institucional (cujos dilemas permaneceram após as reformas de 1964), não podendo ser caracterizado como banco comercial típico, pois estava isento de recolhimento compulsório ou custos de redesconto e qualquer desequilíbrio de caixa poderia imediatamente ser superado por emissão de papel-moeda (principalmente por cumprir com as funções de agente financeiro do Tesouro Nacional, captando recursos de impostos e destinando-os também a aplicações de sua carteira de banco comercial). Entretanto, igualmente não podia esse banco ser associado ao papel de Autoridade Monetária, dado que não detinha poderes de execução da política monetária.

¹⁰ Fishlow, Albert. *Algumas reflexões sobre a política econômica brasileira após 1964*. Estudos CEBRAP. São Paulo, fev./mar. 1973. pp. 24-36.

Diante desse quadro, onde o “espedito inflacionário” era a regra na mobilização de recursos pelo Banco do Brasil frente a seus compromissos fiscais com o Tesouro e também com o setor privado na concessão de crédito; a reforma do governo militar optou por manter os atributos de agente financeiro da União daquele banco, englobando-o no conjunto das Autoridades Monetárias. As razões que pautaram a escolha por tal alternativa, que não destituiu definitivamente o Banco do Brasil de quaisquer prerrogativas atípicas aos demais bancos comerciais, remetem a um intenso debate, bastante recorrente à época, cuja componente política parece ter sido a determinante nas decisões tomadas a esse respeito; todavia, esta é outra questão. O fato é que a Lei 4595, de 1964 e que nucleou as principais medidas de transformação da institucionalidade monetária, estabeleceu a conversão da antiga SUMOC em Banco Central do Brasil, com todas as características comuns desta instituição, porém submetido a uma nova entidade (inovativa da organização brasileira) cuja concepção básica era, exatamente, a tentativa de compatibilizar e legitimar a persistência do Banco do Brasil enquanto banco comercial e autoridade monetária - cria-se assim o Conselho Monetário Nacional¹¹, a instância máxima de condução das políticas monetária e financeira que, dotada de um Orçamento Monetário ao qual estavam submetidas as operações ativas do Banco do Brasil, impunha uma restrição orçamentária às aplicações desse conjunto das Autoridades Monetárias e, portanto, à base monetária.

Ainda em 1964, outras importantes medidas foram tomadas com relação à institucionalização do mercado de capitais e de instrumentos para-fiscais de captação de poupanças voluntária e compulsória, sob o lema de amplo esforço ao desenvolvimento - como a implementação do Sistema Financeiro Habitacional, composto pelo Banco Nacional da Habitação e pelas Sociedades de Crédito Imobiliário (instituições privadas) que, mobilizando os recursos do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS), procuram dinamizar o setor de construção civil, dentro da política global de recuperação econômica. Todavia, este conjunto de reformas visando a recuperação da poupança interna só se fez possível devido à profunda reformulação do sistema de reajuste de preços, por muitos considerada a mais profícua do governo Castello Branco, no sentido geral de redefinir os critérios de reajuste (de preços, juros e câmbio) à luz de maior “realismo” *vis-à-vis* o

¹¹ O Conselho Monetário Nacional é presidido pelo ministro da Fazenda, seguido dos ministros do Planejamento e Coordenação Geral, da Indústria e Comércio - posteriormente, também, dos ministros da Agricultura e do Interior - e dos presidentes do Banco Central do Brasil (juntamente a quatro diretores), do Banco do Brasil S. A. e do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico. A forma de funcionamento e os problemas desta organização institucional serão tratados, mais detidamente, no capítulo seguinte.

processo inflacionário, para financiamento do aumento da capacidade de acumulação, principalmente dos setores “estratégicos”.

Até então, os reajustes não eram uniformes em relação à sua frequência ou à inflação e seus critérios não explicitados. São criadas, assim, as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN) no mercado de capitais, introduzindo o princípio de correção monetária *a posteriori* para a remuneração financeira, com o Tesouro comprometendo-se em pagar remuneração real, fixada conforme a inflação observada, e com reajuste mensal automático. Os efeitos da criação das ORTNs observam-se tanto na ótica da política fiscal - enquanto meio de recuperação do “crédito público” e saneamento dos déficits de caixa da União - quanto da política financeira - com os títulos representando haveres financeiros concorrentes na composição do *portfolio* de qualquer agente superavitário, deslocando a formação de poupança da esfera dos bens reais para o mercado financeiro - e também à condução da política monetária, enquanto instrumento de “neutralização” da expansão monetária de determinadas contas ativas do balancete das Autoridades Monetárias, moeda contratual legal para a preservação do valor real envolvido nas transações (instrumento de correção monetária) e, ademais, alternativa para composição das aplicações compulsórias dos bancos comerciais, com grande importância à política de controle da taxa de juros dos períodos posteriores (conforme será considerado em maior detalhe no capítulo seguinte).

1.3. Resultados conjunturais do PAEG e inflexão da política econômica

O aspecto central do programa de estabilização do triênio Campos-Bulhões, como visto acima (páginas 9 e 10), localizou-se no caráter de essencialidade que passou a assumir a reversão do processo inflacionário, balizada na tríade fiscal-salarial-monetária da política econômica. Neste sentido, tornaram-se objetivos principais o combate ao déficit fiscal, com a recuperação da capacidade de arrecadação possibilitada pelo amplo conjunto de reforma fiscal-tributária; a contenção dos aumentos “desproporcionais” dos salários relativamente ao nível de produtividade, através da adoção de uma regra rigidamente aplicada aos reajustes salariais (utilizando-se, inclusive, instrumentos de repressão do regime militar contra centrais sindicais oponentes a tal política), que acarretou efeitos marcantes na reconcentração de renda e sobrecarga aos níveis sociais mais baixos do ônus da

"estabilização" e, concluindo, a tentativa de execução de uma política monetária de austeridade no controle do crédito ao setor privado, compatível com as determinações quantitativistas de um nível desejado do produto e preços, supondo-se constante a velocidade de circulação da moeda.

O sentido de preconização do programa é claro: eliminação do processo inflacionário, em primeiro lugar, como condicionante para a retomada do crescimento econômico. Ainda que seja reivindicado o caráter "gradualista" da política de estabilização - no sentido de que a conversão do nível de inflação dos 100% para os pretendidos 10% estava programada para ser atingida em três anos (e não em um único ano, como recomenda o que tradicionalmente se entende por "tratamento de choque") - jamais era aventada a possibilidade de convivência entre níveis "suportáveis" de inflação e crescimento econômico, nos marcos do PAEG. Os fracassos sucessivos dos planos de estabilização anteriores eram objetivamente atribuídos à irresponsabilidade administrativa de suas gestões, permitindo políticas econômicas pusilânimes e pressionadas por vários interesses que remetem à própria precariedade da base de sustentação política de seus governos.

Contudo, se por um lado é amplamente aceita a importância desempenhada pelo processo de reestruturação institucional implementado pelo PAEG, também é praticamente simétrico o consenso acerca do fracasso do programa de estabilização (e os diagnósticos que fazia da inflação) ao final do triênio. Ainda que a política de gasto público tenha conseguido heróicamente reduzir o déficit de caixa do Tesouro de cerca de 4,2% do PIB, em 1963, para 3,2%, 1,6% e 1,1% do produto, ao longo do programa trienal, respectivamente (recordando-se que, em 1966, a totalidade do déficit fôra financiada pelo giro da dívida federal, com a colocação de ORTN junto ao público) e, igualmente, a política salarial tenha reduzido intensamente não apenas o salário mínimo, mas o nível médio dos salários reais pelo menos até 1968; não obstante, a política monetária apresentou-se de forma errática, com grandes oscilações da liquidez real, não alcançando as metas desejadas tanto para os níveis de inflação quanto de crescimento. As taxas de 56,8% e 38,0% de crescimento dos preços para os anos de 1965-66, distanciavam-se bastante das pretensões iniciais (25% e 10% para ambos os anos, respectivamente), embora com o advento de dois surtos sensíveis de recessão no primeiro trimestre de 1965 e a partir do terceiro trimestre de 1966 até meados de 1967.

A taxa de expansão monetária sofre variações significativas. O aperto na liquidez interna ao final de 1964 foi seguido de brutal elevação dos meios de pagamento em 1965 - com variação de 83,5% frente a previsão do PAEG de 30% para aquele ano - cujo descontrole apenas voltou a ter equivalente em 1973 (como será visto adiante), achando-se também relacionado ao mesmo fator de grande superávit no balanço de pagamentos, com impactos monetários internos que duplamente fugiram ao controle das Autoridades Monetárias. Contrariamente, o ano de 1966, foi marcado por uma verdadeira guinada nas políticas monetária e creditícia: ao que parece, num último esforço de se recuperar as metas de expansão global dos meios de pagamento para os três anos, a taxa de crescimento da oferta de moeda é mantida a todo custo ao nível de 35,4%, tornado negativo o índice de liquidez real a partir do terceiro trimestre (apesar do crescimento nos empréstimos do Banco do Brasil ao setor privado), dado a permanência do nível de inflação no patamar superior de aproximadamente 38%. Os sinais de recessão passam a ser visíveis, sobretudo no setor industrial¹². Desta forma, o processo de transição política que segue ao início de 1967, diante dos descontentamentos de vários lados implicará na revisão e inversão da política econômica do novo governo. Nas palavras de Macarini:

"O que é importante sublinhar, porém, é que o fracasso mesmo da política de estabilização induz à própria desagregação do pensamento oficial: se em 1964 a doutrina e a prática ortodoxas ganham foros de infalibilidade e amplo respaldo do conjunto das classes dominantes, um triênio de política "gradualista" vai progressivamente minando a hegemonia ortodoxa e retirando aquele suporte político essencial a sua continuidade, dessa forma criando o ambiente necessário à gestação de uma "nova" doutrina e prática político-econômica de corte heterodoxo."¹³

A "heterodoxia" que passa a predominar a partir de 1967 atribui a incapacidade de estabilização do período 1964-66, inteiramente ao manejo inadequado daquela política econômica. Assim, enfatiza-se a superior capacidade de percepção da realidade do capitalismo brasileiro, pela política econômica delphiniana, a partir do novo diagnóstico que fazia da inflação, destacando-se a imortância de seu caráter dual, de demanda e de custo, e cambiante ao longo do tempo. Segundo o próprio ministro da Fazenda:

¹² Dados extraídos de Resende, A. L. *op.cit.* pp. 780-796.

¹³ Macarini, J. P. Um estudo da política econômica do "milagre" brasileiro (1969 - 1973). Campinas. Dissertação de Mestrado, IFCH, UNICAMP, 1984. pp. 6-7.

"Uma análise mais cuidadosa mostra que a inflação brasileira recente, não pode ser explicada em termos de esquemas puros de inflação de demanda e de custos, mas que estas duas formas de tensões se alternam no tempo, sendo possível localizar-se fases em que predominam os estímulos da demanda ou o crescimento dos custos. Na verdade a inflação de custos estava latente na economia, porém oculta no crescimento da demanda, e somente emergiu quando foi feito o controle da demanda" (...) "O que se pode afirmar é que a existência de tensões de custos aliadas a um rígido controle da demanda tende a provocar reduções na produção e no emprego, sem que o nível geral de preços cesse de aumentar. (...) Mais ainda, algumas tensões de custos foram criadas pela própria forma de combate à inflação posta em prática pelo Governo anterior, o que ascentuou a inflexibilidade para baixo das taxas de inflação, forçando um ajustamento da produção, e não dos preços, em resposta ao controle da demanda."¹⁴

Assim, os erros da política econômica anterior são atribuídos não explicitamente à rigidez que se pretendia no PAEG - à "ortodoxia" - mas sim à falta de compreensão da verdadeira natureza do processo inflacionário e insistência em seu combate como se as causas continuassem sendo pressões de demanda, a despeito de uma conjuntura como a desenhada em 1965, quando a queda substantiva da liquidez real (simultaneamente ao controle salarial pela fórmula de reajuste posta em prática em março e forte redução do déficit público) recomendava uma maior folga na expansão monetária para aliviar as pressões de custo engendradas pela própria conjuntura recessiva e, ademais, o caráter oligopolizado do capitalismo brasileiro a se refletir na rigidez de preços dos principais mercados, onde a prática de transferência das variações dos custos unitários para o valor final do produto (*mark up*) dá a tônica do processo de formação de preços na estrutura empresarial nacional.

Todavia, conforme sustenta Macarini, a capacidade de percepção da nova gestão econômica não vai mais além da dicotomia simplista inflação-crescimento em que se limitava a política econômica anterior; ainda que esta tentativa de conferir ares de superioridade ao novo conjunto de *policy makers* possa ter servido para promoção da "mitologia delfinista", enquanto artifício da ideologia do regime, o movimento concreto da política econômica ao longo do biênio não confirma a possibilidade de existência de uma estratégia de longo prazo, claramente definida, como sugerem certas leituras que partem de um enfoque *ex-post*, para concluir que o "milagre" já estava embutido nas premissas da política econômica desde

¹⁴ Netto, Antônio Delfim. Citado em Macarini, J. P. *op.cit.* pp 11-12.

1967-68, materializando-se num processo contínuo de perseguição de tal meta. O movimento de inversão nos rumos da política econômica em 1969 comprova o equívoco (para não dizer falácia) deste tipo de interpretação. Na perspectiva de Macarini:

"Talvez o festejado caráter flexível, pragmático, da política delphiniana se constitua precisamente em um indicador dessa circunstância: a impossibilidade de continuidade da aplicação estrita do receituário ortodoxo (e de outro lado, obviamente, dada a permanência do padrão de acumulação e do pacto de poder, a impossibilidade estrutural de uma verdadeira inflexão, radical, na política econômica) fazendo com que o processo político-econômico se revista de um caráter *ad hoc*, buscando dissolver contingencialmente os obstáculos à sua execução à medida em que vão emergindo, mas sem obedecer a uma estratégia maior, claramente perfilizada e orientadora de seus vários desdobramentos. Aliás, convém observar, trata-se de uma estranha heterodoxia, que ao mesmo tempo sanciona e lamenta (revelando um pudor muito ortodoxo) a expansão monetária e creditícia e o alargamento do déficit público. E que, na primeira oportunidade que se apresenta (1969), não evita em converter sua heterodoxia em rediviva ortodoxia, na esteira de uma nova ofensiva contra o persistente inimigo inflacionário."¹⁵

A inflexão apresentada na condução da política econômica à altura de 1967, ao contrário de definir uma trajetória para todo o período do "milagre", serve, quando muito, para indicar o novo movimento do processo político-econômico do biênio 1967-68. A reinversão no sentido de execução da política em 1969, com a retomada da austeridade na justificativa de se desferir o golpe fatal ao processo inflacionário, revela a inexistência de perspectiva mais ampla dos gestores da política econômica. Tampouco o subperíodo seguinte mostrar-se-á de maneira homogênea, no sentido de unicidade e clareza dos objetivos da política econômica, e a análise detida da política monetária que aí se inicia confirma essa tendência de oscilações em sua condução.

A trajetória percorrida pela execução da política monetária é parte integrante desse movimento amplo de periódicas inflexões da política delphiniana, o que pode ser constatado desde sua problemática de consistência de um modelo teórico conjugado ao marco institucional brasileiro até a definição de um perfil de programação monetária que não se

¹⁵ Macarini, J. P. *op.cit.* pp. 8-9.

harmoniza àquele paradigma. São estes os estudos a serem realizados nos próximos capítulos.

II - A POLÍTICA MONETÁRIA EM SEUS ASPECTOS TEÓRICOS E OPERACIONAIS

O âmbito operacional da programação monetária, conforme concebido por seus dirigentes, parece resultar da conjunção entre o modelo teórico norte-americano, predominante ao longo das décadas de 50 e 60, e o particularismo do caso brasileiro.

Quanto ao primeiro, o postulado básico consiste em um dos pontos nevrálgicos do corpo teórico dos manuais de teoria econômica e monetária: a independência entre os determinantes das funções de demanda e oferta de moeda. Resumidamente, a primeira é atribuída, conforme este referencial teórico genericamente denominado neoclássico, a uma combinação do nível de renda e taxa de juros - demanda transacional e especulativa por moeda - enquanto a oferta monetária é determinada exogenamente pelo governo. Tal pressuposto é o ponto de partida para a concepção convencional da prática da política monetária, cujo sentido básico é a manipulação pelas Autoridades Monetárias de um dado estoque de papel-moeda emitido que, submetido ao público e aos bancos comerciais, apresenta uma taxa de expansão razoavelmente previsível (multiplicador monetário) convertendo-se no volume de moeda escritural e manual (meios de pagamento), dadas as propensões do público em realizar depósitos à vista nos bancos comerciais e destes em reter determinado volume total de reservas. Todavia, subjacente à operacionalidade convencional da política monetária está a concepção acerca dos mecanismos de transmissão dos efeitos da política para as variáveis finais que se objetiva atingir: níveis de renda, emprego ou preços, equilíbrio do balanço de pagamentos ou mais de uma simultaneamente.

O consenso a respeito da impossibilidade de total conhecimento do funcionamento do sistema econômico - as dificuldades de definição precisa dos agregados monetários sobre os quais atuará a política monetária, que permeia as distintas vertentes teóricas e linhas de atuação da política - faz resultar como procedimento pragmático a necessidade de se eleger indicadores monetários e variáveis (ou metas) operacionais, através dos quais se orienta a mobilização dos instrumentos de política monetária para a obtenção dos resultados desejados.

Conforme a tipologia convencional¹, predominam duas posturas gerais na escolha do indicador, entendido como a variável melhor capacitada para fornecer informações sobre a relação entre os resultados específicos da política monetária e as variáveis-objeto da economia (em outros termos, o meio de percepção do processo de transmissão monetária), quais sejam: a opção pelo controle da taxa de juros, como o “termômetro” mais adequado para a mensuração dos impactos da política monetária, ou o volume dos meios de pagamento, para a mesma finalidade. Admite-se a existência de defasagens temporais na verificação dos efeitos das variações do estoque monetário, ou da taxa de juros, sobre o nível de atividades; diferenciando-se dois tipos de *lags*, um deles relativo ao tempo decorrido entre a necessidade e a efetivação de acionamento dos instrumentos de política (*inside lag*) e o outro correspondendo ao intervalo entre a ação e a ocorrência dos efeitos plenos (*outside lag*). Deste último surge, mais concretamente, a necessidade de estabelecimento de variáveis operacionais, presumivelmente isentas de tais defasagens, e sobre as quais as Autoridades Monetárias irão atuar diretamente, via operações diárias no mercado monetário, visando o controle sobre os indicadores que, devido ao próprio fator temporal, apenas podem ser observados em períodos mais longos. Assim, o nível de reservas livres do sistema bancário comercial (que no modelo americano está associado às taxas prevalentes nas operações interbancárias de curto prazo - *federal funding rates*) é apontado como variável operacional lógica do tipo de atuação da política monetária pautada pelo indicador taxa de juros; enquanto a ação sobre a base monetária, ou também o volume de “reservas não emprestadas” dos bancos comerciais, está associada à política mais voltada ao controle dos meios de pagamento.

Não se pretende aqui um aprofundamento na questão da dificuldade de seleção entre os possíveis indicadores e metas operacionais (o que pode traduzir-se no tipo de política monetária adotada), dada a própria ausência de consenso ou completo conhecimento das relações entre variáveis reais da economia, o estoque de moeda ou a taxa de juros e o nível de reservas bancárias livres ou o comportamento da base monetária - ponto extremamente controverso que, na verdade, remete às disparidades entre as concepções

¹ Tais referências são encontradas em Silva, Peri Agostinho da. Técnicas de mercado aberto. Rio de Janeiro. IBMEC, 1983. pp. 69-82; e Fendt, Roberto. Mercado aberto e política monetária. Rio de Janeiro. IBMEC, 1977. pp. 25-46. Estes autores, por sua vez, têm suas análises baseadas em Burger, Albert E. The money supply process. Belmont. Calif. Wadsworth, 1971, 213p.

do mecanismo de transmissão da política monetária². Resta apenas considerar que, segundo a teoria tradicional, assumindo-se o inevitável *trade-off* colocado à política monetária entre os alvos taxa de juros e meios de pagamento (já que as Autoridades Monetárias são obrigadas a optar por combinações entre taxas de juros e oferta monetária, estabelecida a curva endógena de demanda por moeda); a política monetária que fixa metas para a oferta de moeda é mais adequada para atuar sobre os desequilíbrios originados de deslocamentos da curva IS - por exemplo, uma expansão autônoma da demanda agregada - que são mais facilmente compensados através da manutenção do controle monetário, com aumento equivalente da taxa de juros. A fixação dos juros apenas se justifica, como forma mais eficiente de atuação da política monetária, caso os desequilíbrios do modelo geral originem-se de alterações na demanda por moeda (deslocamentos da curva LM); neste caso a evolução dos agregados monetários não vislumbram a realidade concreta de uma situação recessiva, que exige um aumento de liquidez reativador do nível de atividades rumo ao desejado - o que é imediatamente sancionado pela política que visa a manutenção da taxa de juros (curva LM tendencialmente horizontal, reduzindo a faixa de variação da renda, em torno do equilíbrio inicial, por ocasião de alterações na demanda monetária). Logicamente, a experiência da operacionalidade da política monetária permite certo grau de combinação entre controle dos juros e dos agregados monetários, qualificando maior eficiência daquele no curto prazo, quando o *feeling* do indicador é mais apurado, em oposição à necessidade de controle do segundo em períodos maiores; constituindo um comportamento convencionalmente admitido.³

² Apreciação significativa desta questão é desenvolvida por Fendt, R. *Op.cit.* pp. 25-42.

³ Dornbusch, Rudger e Fischer, Stanley. *Macroeconomia*. São Paulo, Makron, McGraw-Hill, 1991. pp. 469-489. Como é atualmente sabido, esse referencial teórico foi intensamente alterado, a partir da segunda metade da década de 70, quando a hegemonia monetarista sobre a condução da política monetária nas economias centrais começa a tomar forma, e também posteriormente, com a incorporação de elementos da teoria "novo-clássica". Todavia, tais considerações são relevantes aos presentes propósitos, uma vez que a análise apresentada neste "livro-texto" está baseada em William Poole, *Optimal Choice if Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model*, *Quartely Journal of Economics*, mai./1970 que, igualmente à mencionada obra de Burger, constituíam importante base teórica à política econômica pensada nos centros acadêmicos dominantes.

II.1. A exclusividade do caso brasileiro

A adaptação da teoria tradicional à realidade institucional brasileira traz uma série de implicações, a partir da própria definição conceitual de base monetária e do multiplicador dos meios de pagamento até o perfil da política monetária, relativamente aos indicadores relevantes, instrumentos acionados e os objetivos desejados.

A começar pela problemática da definição da base monetária, como o total das exigibilidades monetárias líquidas das Autoridades Monetárias detidas pelo público não-bancário e pelos bancos comerciais, a base no Brasil é acrescida dos depósitos à vista do público junto ao Banco do Brasil. Este desvio conceitual pode causar, a princípio, certa confusão semântica posto que se entende tradicionalmente como base o papel-moeda em poder do público mais o total de reservas bancárias - o saldo do papel-moeda emitido que, somente após a conversão de determinada parcela em depósitos à vista (conforme decisão do público), irá compor o total dos meios de pagamento. Ou seja, as obrigações (e portanto, um passivo monetário) da estrutura patrimonial das Autoridades Monetárias, que contabilmente equivale ao crédito líquido total (recursos) para suas operações ativas (aplicações); mas que teoricamente - conforme a definição utilizada nos países avançados - não se confunde com depósitos à vista (como no caso brasileiro), pois é a "base" de sua criação. O fato é que a particularidade institucional brasileira começa a atuar já nos aspectos conceituais e segundo Pastore, um colaborador da gestão delphiniana:

"No caso brasileiro trata-se de um ponto de partida importantíssimo. pois algumas peculiaridades de nosso sistema bancário fazem com que as variáveis relevantes para a base monetária não sejam apenas as tradicionalmente encontradas nos livros-textos, e que a forma do multiplicador monetário difira bastante da anteriormente apresentada. (...) De forma diversa do que ocorre na maioria dos países, em que a criação de moeda através da expansão dos depósitos apenas pode ser realizada pelos bancos comerciais, no Brasil essa função é exercida simultaneamente, pelos bancos comerciais e pelas Autoridades Monetárias. Este fato deriva da forma peculiar como se organizou o conjunto das Autoridades Monetárias no País, composto pela superposição de duas instituições bancárias: o Banco do Brasil, que é, ao mesmo tempo, um banco comercial comum e agente financeiro das Autoridades Monetárias, e o Banco Central.

Como as Autoridades Monetárias recebem depósitos diretamente do público (no Banco do Brasil), as exigibilidades monetárias das Autoridades detidas pelo público devem ser acrescidas desse montante para constituir o que se convencionou denominar de 'base monetária'.⁴

As operações ativas do Banco do Brasil não são restringidas, como para o restante dos bancos comerciais, pela sua disponibilidade de caixa, ou retenção de reservas (já que esse banco também constitui autoridade monetária), mas fixadas pela legislação bancária, com teto estabelecido no Orçamento Monetário e suprimentos de caixa constituindo uma conta interna das Autoridades Monetárias ("Conta de Movimento do Banco Central no Banco do Brasil"). Nas palavras de um dos principais gestores da política monetária da época:

"Desta forma, desde que as contas aparecem no Orçamento Monetário sob a forma de estoques e de fluxos, as emissões (variações no estoque de moeda em poder do público e dos bancos comerciais) são iguais à variação no total da Base Monetária ("A") menos a variação nas reservas voluntárias e compulsórias (depositadas no Banco do Brasil) e nos depósitos do público no Banco do Brasil. Isto implica que a necessidade de emitir moeda pode derivar ou de expansão dos empréstimos das Autoridades Monetárias aos setores público e privado, ou de desequilíbrio nos fluxos entre os bancos e o público. As emissões aqui são consideradas líquidas da caixa do Banco do Brasil, que é considerada no modelo exógena ao sistema. Assim, o conceito do total das emissões não é de *papel-moeda emitido* e sim o de *papel-moeda em circulação fora das Autoridades Monetárias*."⁵

A inconsistência conceitual pode então ser desfeita, contudo não sem manter-se como um fator adicional de expansão da base monetária. Ainda conforme Pastore:

⁴ Pastore, Affonso C. *A oferta de moeda no Brasil - 1961/71. Pesquisa e Planejamento Econômico*. Rio de Janeiro, dez. 1973. 3(4), 993 a 1044, pp. 997-999.

⁵ Ferreira, Edésio F. *Administração da Dívida Pública e Política Monetária no Brasil*. Rio de Janeiro, IBMEC, ANDIMA, Banco Central do Brasil, 1974. 109 p. Apresentado no I Seminário Interamericano de Política Monetária e Administração da Dívida Pública, 1974, p. 356, grifo nosso. Esse autor ocupou, a partir de 1971, o cargo de chefe de Departamento Econômico do Banco Central do Brasil - unidade responsável pela elaboração do Orçamento Monetário e do Balanço de Pagamentos do País e pelos estudos com relação à influência do Conselho Monetário Nacional sobre a política monetária e suas repercussões na economia.

"O fato de o Banco do Brasil estar contido no bojo das Autoridades Monetárias faz com que a base possa expandir-se não apenas pelos canais usuais em outros países (operações de mercado aberto, compra de moeda estrangeira, *deficit* do Tesouro), mas também em função dos empréstimos do Banco do Brasil ao setor privado. A política de sustentação de preços mínimos também possui um impacto monetário direto, o mesmo ocorrendo com a política cafeeira."⁶

Neste artigo já clássico a respeito do tema, Pastore procura redefinir a fórmula do multiplicador monetário, além de esclarecer as complicações conceituais da base e apresentar o conceito de meios de pagamento, ajustando tais elementos operacionais como forma de responder aos desvios institucionais do sistema monetário brasileiro⁷. O sentido da leitura consiste em atribuir as possibilidades ou hipóteses de ausência de controle das Autoridades Monetárias sobre os agregados monetários à utilização do conceito convencional e simplificado de base e multiplicador, que não dá conta do particularismo institucional do caso brasileiro. O equívoco é apontado na agregação indevida do Banco do Brasil ao sistema bancário comercial, ignorando-se suas funções de autoridade monetária; e o resultado corresponderia à superestimação das variações atribuíveis ao multiplicador e a ilusão de que a base monetária nada teria de importante na determinação da oferta de moeda. Implícita à argumentação está a crítica à utilização da "definição imprópria" de base e multiplicador monetários e, conseqüentemente a operação sobre um "modelo errado" do sistema monetário; neste sentido, bastariam as sofisticadas adequadas em cada uma das fórmulas para que as possibilidades de descontrole monetário

⁶ Pastore, A. C. op. cit. p. 1003.

⁷ "A prática corrente no Banco Central do Brasil, é definir moeda como a soma do papel-moeda em circulação fora do sistema bancário e dos depósitos à vista, incluindo-se, entre estes últimos, os depósitos a prazo até 120 dias." (Pastore, A. C. op. cit. p. 1007). Além da definição de "M1" para as autoridades de então, observação importante é o fato de que a captação de depósitos pelo Banco do Brasil junto ao público "enfraquece" o multiplicador monetário pela sensibilidade deste a um novo coeficiente acrescentado a sua fórmula - a propensão do público em realizar depósitos no Banco do Brasil ou nos demais bancos comerciais: "É fácil perceber que um dos componentes da base, *Dbb*, deriva da *recaptura*, pelo Banco do Brasil, de moeda *multiplicada* no processo de geração de moeda escritural, por parte dos bancos comerciais. Esses recursos que fluem novamente para a caixa das Autoridades Monetárias, são utilizados para o financiamento de suas aplicações líquidas. A conseqüência intuitiva desse fato é que deveremos esperar para o "multiplicador" valores relativamente menores (constantes os demais coeficientes) do que os constatados nos demais países em que não ocorre essa *recaptura*." (Pastore, A. C. op. cit. p. 1008). Esta consideração também é encontrada em Ferreira, E. F. op. cit. p. 370; fazendo-se referência à "influência contracionista" sobre o multiplicador representada pelo aumento da preferência do público em realizar depósitos no Banco do Brasil.

das Autoridades, advindas da peculiar posição do Banco do Brasil, desmerecessem maior atenção.

Por outro lado, enfatiza-se a importância do desenvolvimento de instrumentos eficazes no controle das Autoridades Monetárias sobre o total de suas aplicações. Diante da peculiaridade de seu balanço patrimonial, com um conjunto de contas ativas espelhando as pressões de várias políticas setoriais no sentido de expansão da base superior à desejada, a habilidade dos *policy makers* consiste em manipular, via instrumentos eficientes de política monetária, a composição de suas aplicações, contraindo compensatoriamente determinadas contas para manter intacto o valor total do ativo, que corresponde à base monetária.

A argumentação então orienta-se na justificativa da importância que assumiu a concentração de todas as decisões de política (até mesmo excedendo o campo monetário) no Conselho Monetário Nacional - o que irá configurar-se no superdimensionamento do Orçamento Monetário e as implicações políticas daí resultantes. Apesar dos efeitos da atuação do Banco do Brasil como agente financeiro do Tesouro e responsável por algumas políticas setoriais particulares (produzindo impacto monetário, porém sob a fiscalização do Banco Central), tal fato converte-se, no enfoque do autor, em comprovação da eficiência do peculiar aparelho operacional:

"Fixados os objetivos, pode-se calcular qual o impacto monetário resultante do conjunto das políticas, e julgar a consistência de todo o programa do ponto de vista da expansão monetária resultante. Isto mostra que o Conselho Monetário possui atribuições muito mais gerais do que os Conselhos de Política Monetária dos Bancos Centrais dos demais países, julgando toda a consistência da política econômica mais amplamente concebida.

Claramente, esse fato torna a política de manipulação muito mais complexa, mas é também, no meu entender, o fato que trouxe um grau muito maior de coordenação à política econômica do Governo, minimizando substancialmente os conflitos setoriais."⁸

⁸ Pastore, A. C. *op. cit.*, p. 1006. Ferreira também compartilha de tal posicionamento, comprovando o caráter centralizador de poder de decisão da política no Conselho: "No atual estágio da evolução brasileira, entretanto, o Conselho Monetário Nacional não é um colegiado com âmbito de ações restritas apenas ao campo monetário. Ele tem hoje funções muito mais amplas que o transformam em um verdadeiro *Conselho Econômico Nacional*, decidindo sobre política monetária, cambial, de investimentos.

O que mais chama a atenção neste ponto, é que ao examinar as causas do crescimento da base monetária no período - sempre valorizando o recurso das Autoridades Monetárias a instrumentos eficientes para a neutralização de expansões indesejadas ou imprevisíveis de alguns itens do ativo e manutenção da base - é constatado que as contas que exerceram maior impacto monetário foram os "Empréstimos do Banco do Brasil ao Setor Privado" e "Reservas Estrangeiras Líquidas" (esta sobretudo a partir de 1968, resultando da política de captação de crédito externo e da política cambial). Isto significa que, apesar da defesa ao papel do Conselho Monetário Nacional, de concentração do poder de política econômica e controle legislativo sobre as operações do Banco do Brasil, e de todo o esforço para uma formulação adequada dos conceitos de multiplicador e base monetária (como necessário ao descarte da hipótese de descontrole dos agregados por parte das Autoridades), admite-se em oposição que as pressões mais relevantes para a expansão da base corresponderam exatamente àquelas contas, intensificando-se a partir de 1965.

Grande parte do ensaio de Pastore é dedicado ao estudo de coeficientes adicionais na fórmula do multiplicador. Um deles corresponde à razão entre depósitos do público no Banco do Brasil e nos bancos comerciais - que reduz a intensidade do multiplicador à medida em que seu valor aumenta - podendo permitir, conforme admitido por Pastore e Ferreira, um maior grau de controle sobre a criação de moeda escritural, bastando para isso uma política que torne o Banco do Brasil mais competitivo e ganhe mercado sobre os demais (o que parece ter ocorrido entre os anos de 1964-66, quando se observa um visível aumento da relação). Não obstante, como está claramente evidenciado no próprio trabalho de Pastore, a elasticidade do multiplicador às variações deste coeficiente são inexpressivas ao longo da década, superando apenas a de um outro coeficiente também especial da fórmula do multiplicador no caso brasileiro. Este segundo, resultante da preferência dos bancos comerciais em manter parte de suas reservas compulsórias sob a forma de títulos do governo (ORTN), que podem render-lhes juros, também amplia o potencial de intervenção exógena no multiplicador - este é reduzido juntamente à queda da proporção de reservas em títulos. Entretanto, a ação inversa que produz na base monetária (compostas também dessas reservas deduzidas de títulos) é suficiente para neutralizar o resultado final, mantendo praticamente inócua a tentativa de ação das Autoridades monetárias sobre os meios de pagamento por esta via. A conclusão que se extrai é de que

de capitais estrangeiros e de comércio exterior, procurando conciliar todo este complexo de decisões com a política fiscal e salarial." Ferreira, E. F. *op.cit.* pp. 350-351.

tais particularidades institucionais, aparentemente importantes o bastante a ponto de criarem dois coeficientes adicionais exclusivos do multiplicador monetário brasileiro, apresentam efeitos finais insignificantes do ponto de vista de maior controle sobre o multiplicador e, conseqüentemente, os meios de pagamento.

Ainda assim, o enfoque principal é dirigido à capacidade dos gestores de mobilizarem alguns mecanismos de neutralização, considerados de grande importância para compensar impactos monetários, como a operação fiscal com a dívida pública no financiamento do déficit do Tesouro. A este respeito, um enfoque distinto também relativo à evolução das colocações de títulos junto ao público (representando quase três vezes o valor do déficit de caixa em 1965 e também visivelmente significativas a partir de 1968) como fator de redução da base, consiste na identificação de uma mudança substancial na gestão da dívida mobiliária federal entre estes dois períodos de intensificação de seu uso. No primeiro, quando a operação com a dívida confunde-se com a própria implementação das reformas, tal instrumento é acionado tendo-se em vista unicamente o financiamento fiscal. Já a partir dos anos finais da década, a gestão da dívida mobiliária assume dimensões muito maiores, de instrumento de política monetária e financeira, com um amplo espectro de vínculos que decorre desta própria transformação em sua administração e interação com o sistema de intermediação financeira em desenvolvimento, ou seja, os próprios mecanismos institucionais de financiamento, aprimorados ao longo do período: Sistema Financeiro de Habitação, Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento (as "Financeiras"), Bancos de Investimento, etc.⁹

Pastore observa que os empréstimos do Banco do Brasil ao setor privado - englobando o total de recursos de duas carteiras, a de Crédito Geral (CREGE) e a de Crédito Agrícola e Industrial (CREAI), e os empréstimos a Autarquias - nunca declinaram

⁹ Essa linha de análise é desenvolvida por Santos, João C. Araújo. A gestão da dívida mobiliária federal: observações sobre a sua origem e a sua evolução. Dissertação de Mestrado. UNICAMP, Instituto de Economia, Campinas, jun. 1994. Partindo da criação das ORTN, com subscrição voluntária e compulsória para a consolidação do objetivo de "recuperação do crédito público" e financiamento não inflacionário do déficit fiscal (conforme os diagnósticos e prognósticos do PAEG), a tese procura mostrar a evolução da dívida mobiliária federal a partir de seu vínculo com as reformas financeiras do período e na peculiaridade de sua gestão, principalmente ao longo da década de 70, quando o distanciamento administrativo do espaço orçamentário tradicional (e aqui a referência é feita à deformação institucional sofrida pelo Orçamento Monetário, remetendo, uma vez mais, à dimensão executiva do Conselho Monetário Nacional) resultará na "intensa e demasiada" utilização da dívida pública como instrumento de política econômica e segundo sua relação com a dinâmica interna do sistema financeiro.

efetivamente e, ao lado das entradas de reservas estrangeiras líquidas, respondem por praticamente a totalidade da expansão monetária pós-1968. Todavia, não deixa claro se as denominadas operações de “neutralização” da conta “Colocação de Títulos Junto ao Público” foram suficientes para compensar os aumentos da base - pois não se faz referência às previsões orçamentárias e os valores das contas são nominais (não deflacionados ao longo dos anos) e absolutos, dificultando a comparação de suas progressões.

Um exame minucioso é dedicado ao multiplicador, a respeito dos coeficientes passíveis de controle por parte das Autoridades e aqueles que dependem efetivamente do comportamento do público e dos bancos comerciais, a sensibilidade do multiplicador a cada um dos coeficientes e a relativização da possibilidade de interferência exógena sobre certos aspectos autônomos do multiplicador. Embora seja de grande pertinência a análise sobre estes aspectos, fica evidenciado que as variações da base foram as mais relevantes para a expansão monetária, permanecendo o multiplicador com importância secundária para a determinação daquele movimento, dado que suas variações apresentaram-se de forma pouco pronunciada ao longo da década (com leve redução durante 1964-66 e aumento em 1970-71). Num tipo de análise inteligente, são checados os fatores que determinam o valor dos coeficientes institucionais endógenos do sistema - a taxa de reservas voluntárias dos bancos comerciais e a proporção de caixa da população - para a mensuração da elasticidade da oferta monetária em relação à taxa de juros.¹⁰

Embora seja feita menção ao tipo de argumentação que enfatiza os aspectos endógenos da oferta de moeda, como os estudos acerca do comportamento da velocidade-renda da moeda e da elasticidade do sistema bancário à taxa de juros (equalizando sua carteira de ativos conforme essa variável, em detrimento do controle compulsório sobre suas reservas), as possibilidades de ausência de controle exógeno da oferta monetária são atribuídas, genericamente, a fatores intrínsecos do multiplicador ou de pressão sobre a base monetária. Também em Ferreira esta tendência se verifica:

¹⁰ “Os resultados desta seção mostram que não existem razões para rejeitar a hipótese de que a oferta de moeda apresenta alguma elasticidade com relação à taxa de juros. Entretanto, não existem razões para supor que essa elasticidade seja alta.” Pastore, A. C. *op. cit.* p. 1033.

“Conquanto as Autoridades Monetárias dispõem dos instrumentos para compatibilizar a evolução do total de suas operações ativas com as metas de expansão monetária definidas no Orçamento Monetário, alguns itens da programação a curto prazo podem sofrer oscilações de tal modo a comprometer a execução daquelas metas, levando assim à necessidade de revisões periódicas da própria programação. Tais itens dependem menos de decisão direta das Autoridades Monetárias do que fatores conjunturais ligados ao comércio internacional, como é o caso do impacto monetário oriundo dos resultados do balanço de pagamentos e dos recursos líquidos não monetários derivados das operações financeiras ligadas à política do café.”¹¹

Nenhuma consideração é realizada relativamente a fatores não-monetários, como a influência de inovações financeiras no sistema interno de crédito (ainda que naquele período pudessem não ser relevantes, vindo a assumir maior importância a partir de meados da década de 70), ou mesmo a problemas decorrentes da dificuldade de classificação dos meios de pagamentos, que concretamente são relevantes no sistema financeiro. Apenas em Simonsen, autor também identificado ao círculo de gestores das políticas da época, é concedida alguma atenção:

“(…) há um problema de maior profundidade: nos sistemas financeiros modernos torna-se cada vez mais difícil precisar a distinção entre os ativos realmente disponíveis e os indisponíveis a qualquer instante. Tomemos, por exemplo, os depósitos bancários a prazo. Em princípio eles não deveriam ser considerados de liquidez imediata, já que os seus titulares não possuem o direito de exigir o seu vencimento antecipado aos bancos. Contudo, se tais depósitos forem representados por certificados transferíveis, e se houver um amplo mercado de revenda desses certificados, torna-se plausível atribuir-lhes, para todos efeitos práticos, uma liquidez virtualmente equivalente à dos depósitos à vista. O mesmo se pode dizer a propósito das Letras do Tesouro Nacional de curto prazo, e que são utilizadas nas operações de open market, e até mesmo de certas ações amplamente negociadas na Bolsa.”¹²

¹¹ Ferreira, E. F. *op. cit.* p. 365.

¹² Simonsen, Mário H. *Macroeconomia (vol. I)*. 7 ed., APEC Editora S.A., Rio de Janeiro, 1979, p. 25. grifo nosso.

Em seguida a essa oportuna observação de um impasse que, como admite, não pode ser resolvido sem certo grau de arbitrariedade (exemplificando-se com a necessidade de publicação de duas séries de meios de pagamento nos EUA, uma excluindo e outra incluindo os depósitos a prazo), Simonsen parece apoiar-se no pragmatismo da teoria monetária:

“Toda política monetária se baseia na presunção de que exista alguma relação entre a liquidez e a despesa do sistema econômico. Assim, a manipulação da liquidez se considera essencial, quer na política de ativação da produção, quer na de combate à inflação. (...) A política monetária, em linhas básicas, consiste na manipulação de uma das variáveis dessas relações: o volume de meios de pagamento.”¹³

O ponto crucial aqui seria a mensuração da relação entre liquidez e despesa, afirmando-se que, embora já não se possa aceitar deliberadamente o preceito quantitativista de proporcionalidade - pois a experiência moderna é dotada de maior complexidade - “a teoria econômica, todavia, não evoluiu o bastante” para dar resposta a esta controvérsia (num posicionamento epistemológico claramente popperiano, de “superação falcificacionista”), restando como alternativa a consideração de que a política monetária não é o único, mas apenas um dos instrumentos de controle sobre o nível de gastos da economia, complementada pela política fiscal e “o adequado controle das instituições financeiras não-monetárias”.

II.2. Entraves do arranjo institucional

Os efeitos do marco institucional do sistema monetário, bem como a problemática conceitual resultante, podem ser abordados de forma distinta das referidas acima, levando a conclusões igualmente divergentes, como a análise realizada por Fendt¹⁴. Aqui, a origem

¹³ Simonsen, M. H. *op. cit.* p. 25.

¹⁴ Fendt, R. *op. cit.* p. 17-21.

da peculiaridade institucional do sistema monetário brasileiro - e, a partir desta, grande parte das dificuldades de condução da política e mobilização de seus instrumentos - encontram-se na superposição de um Banco Central inspirado no *Federal Reserve System* americano sobre uma base institucional pré-existente semelhante ao sistema do Banco da Inglaterra (o que representou a manutenção do duplo papel do Banco do Brasil enquanto banco comercial e agente financeiro do Tesouro, após a criação do Banco Central). Uma das características apontada como distintiva entre os sistemas inglês e americano consiste na forma de utilização das operações de mercado aberto, sustentando-se que, no primeiro caso, este instrumento é concebido mais como recurso complementar das autoridades para execução da política monetária - “um elemento neutralizador das alterações na taxa de reservas compulsórias do sistema bancário, já que no modelo inglês esta taxa é alterada com muito maior frequência que no modelo americano”. Para os americanos, a variação na taxa de reservas compulsórias é menos freqüente consistindo, ademais, em instrumento de sinalização ao mercado de grandes alterações no rumo da política monetária; enquanto o *open market* é concebido como instrumento independente e de maior eficiência para a execução da política no curto prazo. As conseqüências do perfil institucional brasileiro, resultante de uma espécie de fusão entre os dois modelos, a começar por problemas de definição da base monetária (que embora aparentemente solucionados na adaptação da fórmula do multiplicador, geram inconsistência na execução da política monetária), fazem-se sentir principalmente nas restrições ao emprego de instrumentos de controle monetário da tradição americana - concretamente, o *open market*.

O argumento deste autor centra-se numa impossibilidade institucional de compatibilização entre as atuações independentes das duas instituições que encerram as Autoridades Monetárias (Banco Central e Banco do Brasil). Embora reunidas no Conselho Monetário Nacional, o instrumento de compatibilização do funcionamento destas instituições (Orçamento Monetário) é burlado por operações extra-orçamentárias do Banco do Brasil - políticas de preços mínimos, financiamentos às exportações e outras - que extravazam os tetos estabelecidos no orçamento. A atuação do Banco Central permanece então limitada às reservas do sistema bancário privado, com as operações de mercado aberto exercendo controle apenas parcial sobre os agregados monetários, já que os empréstimos do Banco do Brasil fogem ao controle orçamentário:

“Esta incapacidade estrutural do Banco Central de controlar eficientemente o comportamento do Banco do Brasil se reflete de forma muito especial no desempenho do mercado aberto. Conforme sabemos, o Banco do Brasil não possui reservas

compulsórias e, como agente do Tesouro Nacional, tem caixa infinita por seu papel de instrumento de colocação de novas emissões. Desta forma, o *locus* de atuação do mercado aberto - as reservas do sistema bancário - não abarca o Banco do Brasil, e com frequência a eficiência do instrumento fica limitada pela característica estrutural da organização do sistema monetário brasileiro.”¹⁵

Outra consideração importante realizada por este autor diz respeito ao arranjo institucional consolidado em 1971 com a edição da Lei Complementar n. 12, pela qual foi transferida ao Banco Central a gestão da dívida mobiliária federal:

“No sistema americano, o Banco Central (o Sistema da Reserva Federal) e o Tesouro são dois órgãos efetivamente independentes enquanto executores da política monetária e da dívida pública. No Brasil, por delegação do Tesouro Nacional, o Banco Central, através da GEDIP, é o executor de fato da política de dívida pública. Desta forma, operações com a carteira própria de títulos do Banco Central - que, como caracterizamos acima, constituem o cerne das operações de mercado aberto - e a colocação líquida de novos títulos se confundem em um único organismo e em um único instrumento, tendo como consequência a impossibilidade de dissociação entre o objetivo desejado de expansão do mercado de títulos federais (e da própria dívida pública) e o objetivo de controle das reservas do sistema bancário.”¹⁶

A forma específica de relacionamento observada a partir de então entre o Banco Central e o Tesouro Nacional teve consequências fundamentais tanto para a execução da política monetária, nas operações de mercado aberto com títulos federais, e gestão da dívida pública quanto para o desenvolvimento de um esquema particular de financiamento

¹⁵ Fendt, R. *op.cit.* p. 20.

¹⁶ Fendt, R. *op.cit.* p. 20. Em Ferreira, E. F. *op.cit.* pp. 286,288, ratifica-se a constatação: “Em virtude da separação temporária de poderes entre o Tesouro dos Estados Unidos e o Sistema Federal de Reserva, os economistas do Tesouro têm a liberdade de divergir sobre a forma mais apropriada de administrar a dívida pública federal (...) o Brasil inicia, a partir de 1964, uma nova era da administração de sua dívida pública interna, mesclando o ajustamento da experiência daqueles países, onde o instrumento tem sido mais plenamente utilizado com um próprio pragmatismo, que abrange desde a concentração no Banco Central de todas as operações com títulos do Tesouro de longo prazo (ORTN) e curto prazo (LTN - mercado aberto), até a introdução da correção monetária nos títulos de longo prazo (ORTN).”

dessas duas entidades. Conforme aponta Cypriano¹⁷, o Banco Central emitia, resgatava e saldava os encargos da dívida mobiliária interna federal, consistindo a primeira operação como importante mecanismo de financiamento do Banco Central e não do Tesouro - o que era possibilitado pela estrutura de contabilidade dos balancetes das Autoridades Monetárias e do Tesouro Nacional, onde as emissões de títulos apareciam contabilizadas no balancete deste último. Desta forma, o Banco Central fazia frente a seus compromissos de caráter fiscal com recursos originados da colocação de títulos públicos, desonerando assim o Tesouro Nacional. O fato de se apresentar os títulos federais como passivo do Tesouro Nacional, não obstante o Banco Central ser o responsável na prática pela emissão e resgate desta dívida, representou o que o autor denomina de “véu da contabilidade”, ocultando a forma de operação do Banco Central do Brasil com emissão de títulos do Tesouro e saldando parte dos gastos fiscais do Estado - o que era facilitado por operações com o Banco do Brasil, via Orçamento Monetário, por meio de todos os processos internos de possibilidade de expansão da base monetária através das aplicações deste banco. Para o verdadeiro entendimento desse mecanismo é necessária a correção contábil de alocação dos títulos da dívida pública no passivo do Banco Central, quando emitidos para captação de recursos junto ao público, e nas operações ativas quando constitutivos de sua carteira própria.

Este esquema de gestão da dívida pública mostrou-se funcional até a crise cambial, dos juros e da dívida externa, ao final da década de 70, quando o crescimento das despesas financeiras do Tesouro, debitadas em sua conta no Banco Central (e cujo saldo passou a negativo, explicitando a deficiência do financiamento público), começou a gerar um desequilíbrio patrimonial no Banco Central e no próprio Orçamento Monetário. Todavia, os efeitos lançados sobre a execução da política monetária fizeram-se sentir desde o início da década, especificamente nos problemas de introdução e operacionalização do *open market*.

¹⁷ Cypriano, Marcelo Petersen. Relações entre o Banco Central do Brasil e o Tesouro Nacional. Campinas. Dissertação de Mestrado. Instituto de Economia, UNICAMP. 1994, pp. 1-21.

II.3. A introdução do *open market*

O mercado financeiro no Brasil, cuja expansão está mais associada ao desenvolvimento iniciado com a implantação das Letras do Tesouro Nacional (LTN), a partir de 1970, não pode porém ser desvinculado das possibilidades abertas pelo advento do mecanismo da correção monetária, ainda em 1964, via Lei 4.357. Cria-se então as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN) como moeda referencial legal - representando o início da indexação do mercado, posteriormente estendida a todos os ativos financeiros de médio e longo prazo - e também denominação do título federal que, superando os obstáculos colocados pela 'Lei da Usura', de fixação do teto da taxa nominal de juros de 12% ao ano (pois a correção monetária não era considerada juros), foi fundamental para a reformulação das normas do mercado de capitais. Além de constituir o instrumento central da política fiscal do PAEG - de 'recuperação de crédito público' para financiamento não inflacionário do déficit fiscal, o que foi obtido com êxito - as ORTNs representavam a forma mais apropriada para contrato financeiro indexado, possibilitando ademais a opção pelo uso do dólar como indexador (ORTN cambial), o que apenas era obtido com dois outros contratos privados, associados a empréstimos estrangeiros pela Lei 4131 e Resolução 63, também indexados formalmente ao valor, em moeda nacional, de uma moeda estrangeira. Tal possibilidade, conjugada à política cambial (que permitia um constante diferencial entre correções monetária e cambial em favor da primeira), gerava vantagens de custo na captação externa, o que consistiu em importante componente da política de endividamento externo¹⁸. O oferecimento de taxas de juros positivas para operações com papéis de renda fixa, juntamente ao estímulo à subscrição com incentivos fiscais, tanto para formação de poupança voluntária como formação de 'reservas bancárias de segunda linha', exerceram forte impulso à expansão da dívida pública, ainda na segunda metade da década de 1960, e inversão na composição de haveres financeiros do público (como será visto, em números, no capítulo seguinte).

Contudo, a partir de 1968, uma série de medidas sinaliza certa mudança no caráter da administração da dívida mobiliária federal, sob a justificativa de que, apesar de toda a atratividade à subscrição das ORTNs, o mercado de tais títulos ainda era insuficiente para uma expansão auto-sustentável da dívida, financiamento eficiente do déficit do Tesouro

¹⁸ Mendonça de Barros, Luiz Carlos. *A moeda indexada: uma experiência brasileira*. Economia e Sociedade. Campinas, IE/UNICAMP, ago. 1993, n. 2, 3 a 24. pp. 4-5.

ou, muito menos, para atender a objetivos de curto prazo da política monetária. Ainda ao final de 1968, sob as previsões de que o giro da dívida interna seria altamente deficitário naquele ano, instituiu-se a ORTN com prazo decorrido de emissão - títulos com prazo de um ano, mas efetivamente passíveis de resgate com 15, 30 ou 40 dias, já que os papéis com um, dois e cinco anos de prazo não encontravam compradores finais - o que ampliou a possibilidade de colocação e revenda dos títulos, obtendo-se saldo positivo no exercício de 1968 e, sobretudo, em 1969. Outro resultado importante foi o salto impressionante do número de instituições de compra e venda dos títulos, passando de quatro, em 1968, para mais de 40 empresas ao final de 1973¹⁹. Entretanto alegava-se ainda a necessidade de medidas no mercado de títulos federais que atingissem também objetivos de política monetária, para intervenção na liquidez do sistema e não apenas suprir déficits do giro da dívida ou financiar investimentos públicos e desequilíbrios orçamentários; o que exigia a criação de títulos de curto prazo de fácil colocação e resgate - requisitos não preenchidos pela ORTN, de prazos maiores e cálculo de rentabilidade complexo, incidindo sobre o diferencial que excedia a correção monetária, dificultando sua rápida operacionalização no curtíssimo prazo.

Realiza-se então em agosto de 1970 a primeira operação de *open market*, com Letras do Tesouro Nacional e adequadas a objetivos deliberados de política monetária, a exemplo do funcionamento do sistema americano²⁰. Apesar de não representar parcela significativa do total da dívida pública, ou grande importância como instrumento de política monetária nos cinco meses de existência em 1970 e durante 1971, nos dois anos seguintes a expansão do mercado de LTN é sensível (veja-se Tabela 10 em anexo) -

¹⁹ Ferreira, E. F. *op.cit.* p. 388. Segundo Carlos Brandão, que assumiu a Gerência da Dívida Pública em 1969 e durante os anos seguintes foi um dos principais responsáveis pela introdução das operações de mercado aberto. "A bem da verdade, não existia um mercado de títulos da dívida pública, apesar de todo o atrativo daquelas Obrigações (ORTN) (...) Tínhamos, ainda, em 1968, as Letras do Tesouro Nacional, mas com outra finalidade: venda ao BACEM para cobrir os déficits do Tesouro Nacional, de 1965 a 1968, pois a colocação de Obrigações do Tesouro, até 1968, não gerava receitas líquidas suficientes para atender aos citados déficits." Brandão, C. *Mercado Aberto*. Palestra proferida em sessão de 22.05.78 da Comissão Consultiva Bancária. Dívida Pública e Mercado Aberto no Brasil. Rio de Janeiro. Coleção Mercado Aberto ANDIMA. n.3. s.d.

²⁰ Em fevereiro de 1970 foi criado o "Comité de Mercado Aberto", inspirado na estrutura do *Federal Open Market Committee (FOMC)*, após os trabalhos de análise de viabilidade de introdução do instrumento, realizados desde 1966 e 1969 por dois consultores do *Federal Reserve* junto a empresários nacionais. Na verdade, desde 1968 já vinham sendo realizadas operações de caráter experimental com ORTNs de prazo decorrido. Vide Silva, P. A. *Op.cit.* pp. 15-17.

devido ao menor custo de colocação relativamente à ORTN e maior atratividade ao comprador, com antecipação do valor de resgate (que também pode ser realizado pelo serviço de compensação), liquidez e incentivo fiscal²¹. Despontava-se assim sua importância como mecanismo de neutralização dos impactos monetários advindos do fluxo excessivo de moedas estrangeiras nestes anos. Como afirma Brandão, as dificuldades iniciais de implementação das operações de mercado aberto vinham do próprio mercado financeiro que, a princípio, temiam concorrência das LTNs com títulos privados (CDBs e Letras de Câmbio)²², em virtude da compreensão de que o objetivo da política era expandir o mercado de títulos federais para consolidação não apenas do mercado de capitais como base de atuação do open market, mas também todo o sistema financeiro, em especial o mercado secundário de títulos.

Para tanto, contava-se com a introdução de algumas importantes medidas, como a eliminação do limite de emissão e colocação de Letras do Tesouro Nacional pelo Banco Central, inserida nas determinações da Lei Complementar n. 12, de 08.11.1971, transferindo ao Conselho Monetário Nacional a prerrogativa de estabelecimento desse teto que acarretava uma "rigidez desnecessária" às necessidades da política monetária. Outro ponto consistiu na introdução do sistema de leilões de taxas dos títulos no mercado primário (operações entre o Banco Central e instituições monetárias ou financeiras autorizadas), a partir de 1972; procurando ampliar a competitividade do mercado ao permitir a determinação das taxas de desconto dos títulos por concorrência entre seus compradores. Paralelamente, observa-se a dinamização do mercado primário, que já vinha ocorrendo desde 1969, como mencionado acima, com o estímulo ao credenciamento governamental das instituições financeiras à condição de "dealers credenciados": corretores de títulos federais que atuam como intermediários para seus clientes e o Banco Central e também por conta própria na composição do *portfólio* de suas empresas. O credenciamento é pautado no "aprimoramento operacional e ético das instituições" e decorre da capacidade de concorrência da instituição no mercado, de seus padrões técnicos de operação e do volume que mantém investido em LTN; devendo ademais serem

²¹ Conforme Ferreira, E. F. *Op.cit.* p. 314. "O rendimento das letras é representado pelo valor em cruzeiros, da aplicação da taxa de desconto sob o valor de face (ou de resgate). Este rendimento está isento de imposto de renda, tanto para pessoas físicas, quanto jurídicas".

²² Brandão, C. *Op.cit.* p. 17-19.

os *dealers* co-responsáveis das Autoridades Monetárias em “dar liquidez ao mercado mantendo bom nível de negociabilidade”, correndo os riscos próprios das operações na atuação tanto como intermediários ou aplicadores.²³

Um dos grandes objetivos da gestão monetária para a afirmação das operações de mercado aberto, cujas conseqüências interferiram enormemente na forma de funcionamento do sistema financeiro ao longo de toda a década, corresponderam à tentativa de eliminação do que se denominavam as “ilhas financeiras no País”. O ponto de partida foi a organização da custódia de títulos públicos no Banco Central, pela emissão da Carta-Circular n. 51, em 1971, (cuja importância é bem maior do que aparenta), através da qual o Banco Central oferecia o serviço gratuito, para os bancos comerciais, de movimentação da custódia das Letras do Tesouro Nacional transacionadas no mercado em quaisquer dependências da GEDIP, localizadas nos principais centros financeiros do país, evitando o transporte desses títulos e permitindo transferência entre instituições de praças diferentes, com maior eficiência (segurança, simplicidade e facilidade das transações). Esse mecanismo, complementado pela centralização do controle de caixa dos conglomerados financeiros, num eixo financeiro Rio-São Paulo, criou o sistema de liquidez interpraça, integrando as citadas regiões através da instituição do mercado de reservas bancárias - as operações interbancárias.

Ao nível técnico, a transferência de recursos interbancários viabilizava-se na realização das denominadas operações com “cheques BB”. Assim, um banco com carência de reservas poderia vender LTN a outro com maior disponibilidade de recursos, recebendo cheque a ser sacado contra o Banco do Brasil; ao mesmo tempo, o primeiro recompra os títulos com cheque sacado contra sua própria conta. Na realidade a operação consiste de troca de cheques de igual valor, em que a instituição deficitária recebe “cheque BB ou BACEN” - que significam recursos imediatamente disponíveis, pois não transitam

²³ Ferreira, E. F. *Op.cit.* p. 323-325. É interessante observar nas declarações deste autor com respeito ao funcionamento dos leilões de LTN, sob a organização da Gerência da Dívida Pública, com os *dealers* credenciados que, no afã de colaboração para o equilíbrio da liquidez geral do sistema, conferia-se ao componente ético do mecanismo um peso surpreendente (e, portanto, dificultando supervisão externa): “Ainda relacionado com a forma de funcionamento da Sala de Operações da GEDIP, vale destacar: a) a preocupação de orientar suas operações de forma impessoal; b) a preservação de elevada ética na sua condução, uma vez que essas operações envolvendo cifras elevadas e taxas flutuantes, são levadas a efeito via telefone, onde a palavra vale como contrato.” Ferreira, E. F. *Aspectos operacionais da dívida pública*. *Op.cit.* p. 337; capítulo elaborado com a colaboração de Carlos Brandão, gerente da GEDIP.

pela compensação - emitindo outro contra sua própria conta, a ser compensado apenas no dia seguinte, para a recompra das LTNs vendidas *over-night*²⁴. A vantagem da utilização desse acordo de recompra por um dia, legalmente permitido e estimulado, está não apenas na segurança da operação contra a possibilidade de alteração do preço de mercado das LTNs de um dia para outro, mas também na progressiva independência dos bancos relativamente à assistência financeira do Banco Central (redescontos de liquidez, conforme pode ser visto ao Gráfico 1 em anexo); além de criar um novo elemento de avaliação da liquidez do mercado - a taxa cobrada para o ajuste de um dia nas operações com “cheques BB” cujo montante tende a variar inversamente à demanda por recursos de desconto.

II.4. Particularidade institucional X *open market*

Cabe agora retomar a discussão com respeito à problemática maior colocada por esta montagem do plano técnico-institucional à gestão da dívida pública para os objetivos da política monetária; ou o equivalente, os obstáculos intrínsecos desta estrutura à plena utilização dos atributos das operações de mercado aberto, conforme o paradigma americano de maximização da eficiência deste instrumento. O *open market* constituiu o instrumento central de atuação das Autoridades Monetárias desde a implantação da LTN no endividamento público interno, causando modificações na forma de recurso aos demais instrumentos. O recolhimento compulsório passou a apresentar taxas menores e mais estáveis (vide Gráficos 4 e 5 ao Anexo Estatístico), tornando-se menos oneroso à rede bancária, com a eliminação dos inconvenientes de seu constante acionamento que afeta todos os bancos, independentemente da situação de reservas de cada um em particular; por outro lado, a assistência financeira do Banco Central também perde a importância que detinha em períodos anteriores, como mencionado acima, em função do desenvolvimento do mercado de reservas interbancárias, pela compra e venda simultânea de LTN no mercado secundário.

‘No caso brasileiro, desde que foram introduzidas as operações com títulos do Tesouro de curto prazo (LTN) nas operações de mercado aberto, as Autoridades Monetárias não têm se utilizado dos instrumentos tradicionais de política monetária -

²⁴ Ferreira, E. F. *Op.cit.* p. 316; em suas palavras: “A negociação de cheques *BACEN e BB*, portanto, constitui a troca, com lastro na compra e venda simultânea de Letras do Tesouro Nacional, de cheque imediatamente disponível por outro disponível somente após decorridas 24 horas”.

taxa de redesconto e encaixe compulsório dos bancos - como principais instrumento de controle da oferta monetária. Tais mecanismos têm sido mais intensamente acionados como instrumento de crédito seletivo e de redução das taxas de juros para aplicações em setores prioritários, bem como instrumento de política de remanejamento de agências bancárias. Assim, a ênfase da política monetária se deslocou da manipulação do multiplicador para o mais direto controle da Base Monetária, via administração da dívida pública, principalmente das operações no mercado aberto.”²⁵

Ainda que o *open market* tenha proporcionado maior flexibilidade para a ação direta sobre a liquidez do sistema, isento das inconveniências e defasagens dos efeitos dos outros instrumentos, seus impactos inversos sobre o multiplicador e a base monetária também são admitidos. A substituição de parte das reservas compulsórias dos bancos por ORTN, valendo-se da possibilidade concedida pelo Banco Central de remuneração sob tais encaixes (com a contrapartida de comprometimento, por esse bancos, com as recomendações sobre taxas de juros favorecidas a setores selecionados da economia), tem o efeito de aumentar o multiplicador. Da mesma forma, a expansão da dívida pública em LTN, como resultado do aprimoramento do *open market*, estimulou a formação de “reservas de segunda linha”, por parte dos bancos, para sua intermediação por curtíssimo prazo (*over-night*) através das operações com “cheques BB” - o que era obtido pela redução do volume de reservas voluntárias em moeda (para a compra de LTN), mantidas para cobertura das posições diárias dos bancos na compensação de cheques no Banco do Brasil, com resultado também expansivo sobre o multiplicador. Logicamente, em oposição aos efeitos sobre o multiplicador está a redução da base monetária a partir da queda das reservas compulsórias e voluntárias e, conforme argumenta Ferreira, a compressão da base não apenas compensa o aumento do multiplicador como este último efeito tende a ser nulo ao passo em que se aproxima da proporção máxima permitida de títulos como reserva compulsória e do volume mínimo de recursos para a compensação.

Aceitando-se portanto a manutenção da eficiência do *open market*, não obstante os efeitos contrários que, até certa medida, podem refletir-se no multiplicador, decorre a importância primordial da mobilização desse instrumento:

²⁵ Ferreira, E. F. *Op.cit.* p. 377-378. grifo nosso.

“Assim, a variável estratégica utilizada pelas Autoridades Monetárias no sentido de obter, a cada período, o valor programado da *Base Monetária* consiste em ajustar o item *Tesouro Nacional - Financiamento pelas Autoridades Monetárias*, através da política de dívida pública, de modo que se tenha sempre: aplicação total menos passivo não-monetário igual a passivo monetário programado.”²⁶

Entretanto, o primeiro problema de consolidação das operações de mercado aberto na política monetária consistiu, na verdade, na impossibilidade de definição de metas e indicadores para a operação de tal instrumento, dada a incompatibilidade entre a configuração de um “perfil ótimo” (americano) de eficiência para o *open market* e os desvios institucionais do caso brasileiro. Este ponto, de natureza estritamente institucional, refere-se à composição híbrida das Autoridades Monetárias, cujas consequências remetem não apenas à possibilidade de descontrole sobre as operações de caixa do Banco do Brasil (e portanto, não atuando o Banco Central sobre a totalidade de reservas do sistema bancário - objetivo do *open market*), conforme as argumentações de Fendt, apontadas acima. Ainda que se aceite a eficácia do controle via Orçamento Monetário, esse fator institucional compromete a operacionalidade de indicadores para o instrumento, como vislumbrado em Ferreira, de forma reveladora:

“Além disso, a utilização dos cheques BB nas operações de trocas de reservas interbancárias, sem a intervenção direta do Banco Central, retira deste parte da *sensibilidade* necessária sobre as condições de mercado, cujo diagnóstico poderia ser mais direto e instantâneo, caso as reservas bancárias estivessem depositadas no Banco Central.”²⁷

²⁶ Ferreira, *Op.cit.* p. 381. A partir da declaração, pode-se confirmar a importância do arranjo contábil e institucional entre Banco Central e Tesouro para a sobre-utilização desta conta: “A relação entre o Banco Central e o Tesouro Nacional no que tange aos recursos captados com a dívida pública interna surgiu com a Lei Complementar n.12, em 1971, que permitiu ao Banco Central emitir títulos em nome do Tesouro Nacional para praticar política monetária e financiar-se. Na prática, a emissão pelo Banco Central tornou-se um mecanismo de levantar recursos fiscais fora do Orçamento Geral da União para gastos de competência do Poder Executivo alocados no orçamento monetário”. Cypriano, M. P. *Op.cit.* nota n.4, p. 6.

²⁷ Ferreira, E. F. *Op.cit.* p. 390.

II.5. Política de controle da taxa de juros X *open market*

Um segundo aspecto, de muito maior importância, refere-se ao problema da liberdade às variações na taxa de juros, que uma vez mais remonta ao funcionamento paradigmático do *open market* americano para o caso brasileiro. Enquanto o *Federal Open Market Committee* trabalha sobre o estoque de moeda, permitindo certa margem de variação para a taxa de juros - portanto, tanto meios de pagamento quanto taxa de juros podem, na prática, funcionar como indicadores para a política monetária, conforme as prescrições sobre as necessidades da conjuntura econômica - as operações de mercado aberto no Brasil balizam-se em preconizações distintas. Segundo Ferreira:

"No caso brasileiro, porém, dado a realidade institucional do sistema financeiro, em que a estrutura da taxa de juros tem sido objeto, a partir de 1967, não de oscilações provocadas pelas livres forças do mercado, mas de *compartimentalização* através da política de controle por parte das Autoridades Monetárias, a administração da dívida pública, principalmente nas operações no mercado aberto, tem sido conduzida com ênfase maior na preservação do equilíbrio da liquidez do sistema econômico, ora injetando ora retirando reservas do sistema bancário, sem entretanto ter sido possível a manipulação, a não ser em faixa estreita de variação, do mecanismo de taxa de curto prazo com propósitos de política monetária."²⁸

Ferreira atribui a administração da taxa de juros, através da edição de uma série de Resoluções baixadas pelo Conselho Monetário Nacional a partir de 1967 (sobretudo em 1969), ao novo diagnóstico inflacionário elaborado pela gestão Delfin Netto naquele ano - onde é enfatizado o "duplo caráter" da inflação brasileira, não mais apenas de demanda mas também com componente derivado de pressões de custo (como já visto em capítulo anterior). Eis a justificativa da política discricionária sobre os juros que, a partir de 1964, vinham aumentando, como consequência das reformas financeiras e do próprio programa desinflacionário, convertendo-se em pressões do custo financeiro das empresas.

Diante desta conjugação de fatores, tornam-se mais visíveis as considerações realizadas por Fendt de que grande parte dos problemas do sistema monetário-financeiro

²⁸ Ferreira, E. F. *Op.cit.* p. 391-392.

brasileiro resultam da junção de um modelo de inspiração americana a uma base pré-existente mais semelhante ao sistema inglês. Não resulta daí que o emprego do *open market* no Brasil esteja vinculado a um papel de neutralização das variações resultantes da manipulação preferencial do redesconto, como acontece no caso inglês. A impossibilidade de utilização das operações de mercado aberto como instrumento independente de política monetária, a exemplo do modelo americano, acha-se fundamentada nas contradições advindas da inspiração neste modelo, quando da introdução do instrumento em um ambiente institucional permissivo de expansão monetária não convencional (no mínimo dificultando o controle exógeno), com uma política monetária essencialmente discricionária de juros em virtude dos objetivos de combate à inflação e urgência de um padrão de financiamento compatível com altas taxas de crescimento econômico. Nas considerações de Ferreira:

“Assim é que, a par da complexidade que envolve as operações da dívida pública, tem-se que conciliar o exercício do sistema de taxas livres trazidas pelo mercado aberto com uma estrutura de taxas administradas atuantes num conjunto institucional não preparado para absorver, com plenitude e eficiência, aquele sistema livre. As limitações operacionais existentes neste conjunto institucional, decorrente de sua estrutura de taxas, conduzem-no a uma posição de relativo conflito com os recém-formados mercado e centro financeiros, ambos notoriamente reconhecidos como decorrentes do *open-market*.”²⁹

Grande parte das atividades na Sala de Operações da GEDIP, resume-se então a um exercício de compatibilização de aspectos contraditórios do sistema: se, por um lado, faz-se necessária a introdução, a partir de 1972, do mecanismo de leilão de LTN, com taxas a serem livremente estabelecidas no mercado (abandonando-se a fixação da taxa de desconto dos títulos, para ampliar a concorrência entre os compradores), por outro lado está a obrigatoriedade de conciliação desta decisão com as metas do governo para as taxas de juros compartimentalizadas entre as diversas instituições financeiras. A eventual necessidade de contenção monetária não deve chocar-se com a manutenção de certa inflexibilidade do nível de taxas prevalescentes para a LTN. Ainda que o estímulo governamental ao mercado interbancário de reservas constitua ponto central para consolidação da eficiência do *open market*, é inevitável o enfrentamento de problemas daí surgidos como a “perda de sensibilidade” pelo Banco Central das “condições de mercado”

²⁹ Ferreira, E. F. *Op.cit.* p. 395-397.

(equivalentes à impossibilidade de definição de variáveis operacionais), com a transação por meio dos “cheques BB” fundamentando o interbancário, via transferência de recursos por um dia com a compra e venda simultânea de LTN. A esta dificuldade de consolidação da primazia do *open market* sobre os demais instrumentos, como no modelo americano, soma-se os problemas de controle monetário resultantes do esforço de redução e estabilização do recolhimento compulsório e manutenção da taxa de redesconto de liquidez acima da oferecida pelas operações *over-night* com títulos, para maior independência do sistema bancário à assistência financeira do Banco Central; paripasso ao crescente escoamento de reservas livres convertidas em “reservas de segunda linha” em LTN (e seus efeitos sobre o multiplicador), como fenômeno intrínseco da própria formação do interbancário, estimulado para a superação das “ilhas financeiras no País”.

Claramente, Ferreira aponta os principais pontos de tensão da institucionalidade do sistema monetário brasileiro - centrados no fato do Banco do Brasil ser o depositário das reservas bancárias comerciais, o agente financeiro do Banco Central para uma série de operações (que se tornaram “típicas” do Banco do Brasil), além de agente financeiro exclusivo da União. Apreciação conscienciosa também é realizada a respeito das implicações da alteração na política econômica a partir de 1967, sobre a possibilidade de desenvolvimento dos instrumentos da política monetária. Contudo, o autor pondera que modificações em tais aspectos controversos demandariam um “estudo cauteloso e detalhado” a respeito do âmbito maior de toda a estrutura institucional; enquanto que, com relação ao perfil da política monetária:

“Tendo-se em vista os focos de rigidez dos salários e preços, os componentes da realimentação inflacionária e os fatores autônomos de inflação, o diagnóstico da situação econômica brasileira revelou ser bastante difícil a prática de uma política monetária restritiva. É fato notório que qualquer inflação chegaria ao fim através do uso de uma política monetária que atuasse decisivamente sobre a componente de regulação da demanda. Contudo, a fase de transição poderia tornar-se insuportável numa sociedade sequiosa do pleno emprego e da manutenção de altas taxas do produto real. (...) Com efeito, ao se examinarem as estatísticas recentes, pode-se observar que, se de um lado ocorre expansão acelerada na taxa de crescimento do produto real, por outro, reduziram-se substancialmente as taxas de inflação, sem se recorrer ao caminho seguido durante os anos de 1964/1966 (...) Ressalte-se, nesse particular, que à medida que se obtenham taxas decrescentes no ritmo inflacionário e que o sistema financeiro alcance melhor grau de eficiência, em relação aos seus

custos operacionais, paralelamente a um melhor nível de sofisticação do próprio mercado monetário, essa passagem para um estágio mais flexível de manipulação das taxas de juros do mercado aberto se tornará mais fácil, passando a ser a regra fundamental para os propósitos de uma melhor condução da política monetária.³⁰

Desta forma, entre o discurso da política monetária que ‘poderia ter sido’ (ortodoxa) e aquela ‘suportável ao que se fazia sequioso’, as declarações de Ferreira procuram justificar a inflexão da política monetária da qual participou, amenizando os conflitos com a política imediatamente anterior e evidenciando todo o ecletismo (ou ‘heterodoxia’, como dizia-se à época), tanto na sofisticação retórica quanto nas decisões, da política delphiniana. Apesar da amplitude da reflexão, expondo a complexidade e os principais níveis de dificuldade na condução da política monetária - sobretudo no que diz respeito à administração da dívida pública para este fim e que se traduz nos obstáculos à afirmação do *open market* - esse autor não leva suas conclusões a conseqüências mais profundas (o que pode ser entendido não apenas por sua posição de *policy maker*, mas também considerando-se o ano em que escreve).

Emitindo suas reflexões três anos após Ferreira, portanto livre de imediatismo e presenciando uma primeira crise conjunturalmente perceptível do mercado financeiro ao final de 1975, Fendt atribui os problemas do sistema financeiro ao “dirigismo” na regulamentação das taxas de juros em uma conjuntura de aceleração inflacionária. A contradição básica está na flexibilidade da correção das ORTNs, devido à retomada do avanço dos níveis de preços, juntamente à manutenção do tabelamento dos juros de títulos privados (bancos comerciais, de investimento e financeiras), criando-se a ilusão de vantagens na compra de ORTN de cinco anos para venda no curto prazo, encobrendo assim a realidade de inexistência de um mercado sólido de títulos de longo prazo. As causas da crise circunscrevem-se inteiramente ao mercado financeiro, não estando relacionadas, como querem alguns, ao mercado aberto que, conforme defende o autor, contribuiu na verdade para atenuar os efeitos daquela contradição³¹. Também é criticada a idéia de que a administração do mercado aberto deveria restringir-se aos bancos comerciais “sólidos”, argumentando-se que o desenvolvimento do mercado secundário, com amplo espectro de instituições *dealers*, possibilitou a transformação do instrumento de seu caráter inicialmente passivo ao comportamento dos bancos comerciais, para uma

³⁰ Ferreira, E. F. Op.cit. p. 398-400, grifos nossos.

posição ofensiva sobre as condições gerais de liquidez do mercado. Todavia, estas são questões mais relacionadas ao debate posterior à implementação do *open market*, fugindo aos objetivos do presente estudo.

Um último aspecto relevante das considerações de Fendt corresponde à problemática de determinação de indicadores e variáveis operacionais para a execução da política monetária, que se amplifica no caso brasileiro, de peculiaridade na constituição das Autoridades Monetárias. Partindo-se das evidências de Ferreira³², adverte-se que:

"Deve-se enfatizar, logo de início, que no caso do Brasil a taxa de juros durante muito tempo não constituiu propriamente um candidato a indicador - dentro da definição apontada - tendo em vista que ela assumiu muito mais as características de um objetivo de política, embora possa ser tomada como uma meta operativa do Comitê de Mercado Aberto, como se verá posteriormente."³³

Diante das limitações da taxa de juros para responder às funções de indicador monetário adequado (não por motivos específicos da variável, mas devido à sobrevalorização de seu controle) e, por outro lado, a impossibilidade de opção pela taxa referente às operações *over-night*, de transferências de reservas interbancárias via "cheques BB e BACEN" que, apesar de oscilarem quase livremente, refletem as condições apenas de parte do mercado, os *dealers*, além de não indicar diretamente o grau de

³¹ "Considerando-se todos os aspectos apontados até aqui, parece restar pouca dúvida de que, longe de constituir fonte de perturbação para a condução da política monetária, o mercado aberto, por sua maior sensibilidade, refletiu ao longo destes últimos dois anos, toda a perplexidade e incertezas trazidas pela política monetária como um todo." Fendt, R. *op.cit.* p. 15.

³² "No Brasil, o efeito sobre as taxas de juros é de difícil observação. Em função dos objetivos governamentais de redução das taxas de inflação, tornou-se necessário reduzir as taxas de juros - importante elemento na composição dos custos das empresas. Essas taxas passaram então a ser administradas, desde que fixados os tetos máximos, pelo Conselho Monetário Nacional. Neste sentido, deixaram de refletir as forças de oferta e procura de fundos, o que dificulta a eficiência das operações de *open-market* como instrumento que as Autoridades Monetárias contam para avaliar a situação dessa oferta e procura de fundos." Ferreira, E. F. *Op.cit.* p. 308. Estas linhas resumem as considerações do autor (bem como seus limites) referentes à imposição da política monetária de controle dos juros, em conflito com a consolidação do *open market*.

³³ Fendt, R. *Op.cit.* p. 31-32.

liquidez do sistema, mas sim eventuais excessos de reservas de alguns bancos - diante deste estado de coisas, a atuação sobre uma variável operacional torna-se mais factível (dadas sua característica de mobilização no curto prazo, apontadas anteriormente).

A multiplicidade das metas intermediárias da política monetária - controle sobre as reservas bancárias, o nível e a estrutura das taxas de juros, a posição da carteira de títulos das instituições financeiras, as taxas determinadas no mercado interbancário, o controle sobre a base, multiplicador e, conseqüentemente, o volume de meios de pagamento, etc. - juntamente às complicações consecutivas da forma de gestão da dívida pública com propósitos financeiros e monetários e, ademais, as dificuldades intrínsecas de definição e afirmação de um perfil de execução da política monetária (o que não se restringe ao caso brasileiro), refletiram-se em uma combinação de metas para a manipulação, o mais eficientemente possível, dos instrumentos disponíveis:

"Diante de certas dificuldades, como a de qualificar a elasticidade-renda da moeda, o efeito de variações das taxas de juros, o impacto da introdução de haveres substitutos da liquidez, os hiatos entre a liquidez desejada e a efetiva e os canais de propagação da política monetária e como a mesma atua sobre a os preços e o produto real e, ainda, o objetivo de evitar as crises de estabilização, procurou o Governo alterar seu enfoque de política monetária. Esta passou a ser bastante flexível dentro da filosofia de que o produto real não deve ser afetado por crises de liquidez." ³⁴

Desta forma, as reservas livres do sistema bancário representam a variável objetivada nas operações diárias do Comitê de Mercado Aberto, para controle mais imediato do nível de liquidez; enquanto as variações na base monetária são metas operacionais submetidas a um período maior de avaliação, em virtude das próprias defasagens de manifestação e mesuração de alguns de seus componentes.

Logicamente, como pode-se deduzir das declarações de Ferreira, os fatores que efetivamente moldaram o perfil da política monetária, não se resumiram nas dificuldades decorrentes dos desvios institucionais do caso brasileiro, quando da introdução das operações de mercado aberto - o que remete ao problema de determinação de indicadores

³⁴ Ferreira, E. F. Op.cit. p. 399.

e metas operacionais que revelem os canais de transmissão das decisões da política para os objetivos traçados. Uma segunda interface da questão, explicativa da “filosofia” sobre a qual se assentava a “alteração de enfoque” da política monetária - flexível no princípio de que o crescimento do produto não deve ser comprometido por crises de liquidez - está inteiramente ligada à execução concreta dessa política, ao longo do período, bem como sua interação com variáveis cruciais (controle de parte da oferta de crédito pelas Autoridades Monetárias, política de endividamento externo e acúmulo de reservas internacionais, relações do Banco Central com o Tesouro, etc.) pertencentes ao conjunto amplo de objetivos da política econômica e cujos impactos monetários fizeram-se decisivos à condução da política monetária. Destes aspectos preocupam-se as pesquisas e considerações no capítulo seguinte.

III - A EXECUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA¹

III.1. O ascenso de 1967-68

O primeiro ano de mandato da nova gestão econômica, do recém-empossado governo Costa e Silva, inicia-se com a economia sob uma conjuntura visivelmente afetada pela recessão do ano anterior, que se prolongava ao longo do primeiro trimestre de 1967. Evidenciando este movimento está a evolução do volume de recursos mobilizados através do redesconto do Banco Central que, até o mês de abril, apresenta-se em queda para recuperar-se durante o segundo semestre do ano (ver Gráfico 1 do anexo estatístico); enquanto performance inversa é realizada pelo nível de reservas livres e voluntárias dos bancos comerciais junto ao Banco do Brasil - relativa folga no primeiro trimestre para baixar aos níveis mínimos ao longo do ano, com a recuperação da demanda por crédito na economia. Embora as taxas de juros médias de redesconto anual tenham sofrido elevação, o volume de empréstimos requisitados e o nível inversamente proporcional de reservas bancárias são indicadores do estado recessivo da conjuntura no início do ano. A expansão do volume de recursos captados via redesconto teve incremento de apenas 6,0% (contra 167% no ano anterior), não obstante a retomada de níveis mais elevados na segunda metade do ano e o advento de importante medida então baixada, a Resolução 71 do Banco Central, que influenciou o nível global destas operações por todos os anos seguintes, provendo aos bancos comerciais dotações especiais de recursos para redesconto de papéis originados nas atividades de exportação de produtos manufaturados. Localiza-se aí um marco institucional da política de abertura da economia, com incentivos de várias naturezas às exportações e captação externa, e que irá impactar na inversão da evolução do saldo do balanços de pagamento, cujos reflexos monetários fizeram-se cruciais à política delphiniana.

Nos dois primeiros anos, a política monetária já apresentava um perfil relativamente definido diante da dicotomia inflação-crescimento, focalizando elevados níveis de produção e emprego, queda da inflação e equilíbrio do balanço de pagamentos; muito embora a percepção de um ciclo expansivo sem precedentes ainda não se fizesse factível (como comprova o movimento inverso da política monetária em 1969). No primeiro biênio o novo posicionamento já é evidente:

¹ A periodização apresentada a seguir tem como base a divisão sugerida por Macarini, J. P. op.cit., confirmada pelos resultados das pesquisas aqui desenvolvidas.

“Nesse contexto, a questão principal com que o governo se defronta é saber em que nível o aumento da despesa agregada pode sustentar um desenvolvimento rápido e, simultaneamente, desacelerar a taxa de inflação. Como não há fórmulas precisas que determinem aquele nível, a política governamental é feita por gradual aproximação. (...) A política monetária executou papel saliente na tarefa de recuperação econômica. O Banco Central seguiu política monetária e de crédito que assegurou uma oferta de moeda em volume necessário para conter a pressão altista sobre a taxa de juros.”²

As operações de redesconto, seguindo os objetivos de normalização de desníveis dos encaixes bancários, regulação da liquidez geral do sistema econômico e seleção do fluxo de crédito, juntamente aos depósitos compulsórios constituem os principais instrumentos de política monetária; ao passo que a menção às operações de mercado aberto é realizada apenas enquanto alternativa ao compulsório. A manutenção dos níveis de inflação em torno de 25% nos anos de 1967-68 (considerados ainda elevados, mesmo para a maior “tolerância” da nova gestão), atribui-se grandemente à correção dos preços “reprimidos” (como os da construção civil) e ao início da política de minidesvalorizações cambiais, em agosto de 1968. O expressivo aumento da liquidez real da economia durante estes dois anos (como pode ser verificado no Gráfico 2) não é admitido como fenômeno de “excesso de liquidez” do sistema; bastando, para esta conclusão, levar-se em conta a redução da relação entre encaixes livres e depósitos totais dos bancos comerciais, de 19,1% em 1966, para 13,4% e 12,3% em 1967 e 68, respectivamente. Admitindo-se que a proporção de encaixes livres guarda estável relação inversa com o nível de atividades e o “equilíbrio da liquidez geral”, o argumento então é válido.

A política monetária, pautada na manutenção do “nível adequado de liquidez do sistema econômico” e redução no custo do crédito geral, de um lado apresenta as operações de redesconto como “peça fundamental e flexível” e, de outro, o compulsório sob as “rígidas bases” estabelecidas pela Resoluções 79 e 86, de 1967 e 68, fixando a taxa de recolhimento que alcançou o nível de 21,9% dos depósitos totais em abril de 1968. Diante da saída de recursos pela Resolução 63 e Instrução 289, já em 1967 (com o saldo negativo do balanço de pagamentos indicado à Tabela 2) e agravada nas expectativas de desvalorização cambial em 1968, o aumento na velocidade de circulação da moeda e redução do volume de encaixes livres são apontados como sintomas suficientes de deficiência de liquidez, no segundo semestre deste ano. Assim, o compulsório sofre redução de 10% (Resolução 96, julho de 1968) e o aumento

² Banco Central do Brasil. Relatório - 1968. Boletim, fev. 1969, pp. 15-16.

do redesconto seletivo, denominado refinanciamento, é significativo - o que pode ser verificado no Gráfico 1 pelo alargamento da diferença entre o nível de redesconto total e redesconto de liquidez (equivalente aos refinanciamentos).

Conforme os dados reunidos na Tabela 3, a expansão total dos meios de pagamento foi da ordem de 42,7% em 1967, e 43,0% no ano de 1968; todavia, ao lado destes expressivos aumentos da oferta nominal de moeda, estão as alterações demonstrada por essa variável, tanto com respeito à composição (elevando-se de 80,5% a 81,1% a participação da moeda escritural em sua composição total) quanto ao órgão emissor. Para o item “moeda escritural (depósitos à vista e a curto prazo)” observa-se, de um ano para outro, maior incremento da criação de moeda pelo Banco do Brasil - de 22,7%, em 1967, a 55,4% em 68 - relativamente ao aumento dos depósitos à vista dos bancos comerciais (sobretudo se se considerar que a expansão destes últimos havia saltado de 6,8% em 1966, para 55,8% em 1967, baixando para 40,4% em 68). A análise desta série sugere que a expansão monetária em 1968 foi bastante estimulada pelas Autoridades Monetárias na ampliação da moeda escritural pelo Banco do Brasil; e esta conclusão fica reforçada nas considerações oficiais de que a inversão no ritmo de crescimento do papel-moeda em poder do público e da moeda escritural entre os dois anos (aquele passando de 25,6% para 41,4% e esta de 47,5% para 43,4%) explica-se por certo grau de liquidez em 1967 que permitiu aos bancos comerciais “expandirem o multiplicador” neste ano, enquanto no ano seguinte, os mais baixos níveis de liquidez bancária impediram o satisfatório atendimento da crescente demanda por crédito, sem que se fizesse necessário o aumento das operações do Banco do Brasil e emissão monetária com o forte incremento do saldo de papel-moeda em circulação (Gráfico 3).

Dentre os principais fatores de expansão dos meios de pagamento (Tabela 4) no exercício de 1968, destacam-se os empréstimos totais do sistema bancário, com especial importância daqueles concedidos ao setor privado - o percentual de participação da variação absoluta de tais empréstimos sobre a expansão líquida da oferta de moeda, resulta na cifra de 107,8; bastante superior aos demais itens. Os dados da tabela não discriminam a participação dos empréstimos das Autoridades Monetárias e dos bancos comerciais entre o total; todavia, confrontando-se com o substancial aumento dos depósitos captados pelo Banco do Brasil (55,4%, conforme a Tabela 3) e, ademais, a variação de 65,0% dos empréstimos do Banco do Brasil ao setor privado - a conta de maior peso dentre as demais operações ativas das Autoridades Monetárias para a expansão do passivo monetário (base monetária), conforme indicado em seu Balancete Consolidado no anexo estatístico - conclui-se que as aplicações desse

banco representaram fator preponderante na expansão dos meios de pagamento durante 1968³. Os principais fatores de contração monetária corresponderam às quotas de contribuição dos fundos do café (percentual de 9,3%) e recursos próprios das Autoridades Monetárias e bancos comerciais.

As exigibilidades monetárias líquidas das Autoridades Monetárias para com o público e o sistema bancário - a base monetária - apresentou crescimento de 45,2% em 1968 (contra 25,5% em 67, de acordo com a Tabela 3), enquanto o saldo de papel-moeda em circulação, que no sistema monetário brasileiro equivale ao saldo do papel-moeda emitido subtraído de parcela retida sob a forma de depósitos do público e dos bancos comerciais no Banco do Brasil, ampliou-se significativamente de 43,7% (Gráfico 3). O resultado líquido das variações de reservas internacionais, embora com valor negativo (o que, constando dentre as operações ativas das Autoridades Monetárias, equivale a fator de contração da base e absorção monetária), passou de um resultado deficitário de Cr\$ 1.139 milhões, em 1967, para um saldo também negativo de Cr\$ 766 milhões em 68, resultando em expansão interna da ordem de Cr\$ 373 milhões (5,8% relativamente à expansão líquida da oferta de moeda) e acompanhando a melhoria do saldo do balanço de pagamentos, já positivo nesse ano (Tabela 2). Vale destacar o prejuízo cambial de endividamento externo da ordem de Cr\$ 919 milhões, por conta de desvalorização da moeda em 1968.

O recolhimento compulsório, então considerado o “mais poderoso instrumento de controle monetário do Banco Central”, teve suas taxas variando entre 19% e 22% dos depósitos totais, com visível queda durante o primeiro semestre de 1968, destacando-se o impressionante ascenso da proporção de depósitos isentos do recolhimento compulsório (característico da política expansiva do biênio), conforme pode ser visto ao Gráfico 5. As principais isenções direcionam-se a depósitos de governos estaduais e suas autarquias por eles controlados, depósitos com correção monetária, depósitos do FGTS e INPS, adiantamentos sobre contratos de câmbio aos exportadores e depósitos do FUNRURAL (estes dois últimos itens foram incorporados em 1968). Quanto à composição dos depósitos compulsórios - que

³ No relatório referente ao exercício de 1968, cuja elaboração das séries não é compatível à dos demais relatórios, são levantados valores de 23,3% para a participação dos empréstimos do Banco do Brasil ao setor privado, sobre a variação bruta da oferta de moeda, e 46,2% para os empréstimos dos bancos comerciais. Aceitando-se tais cálculos - não confirmados pelos relatórios posteriores, porém importantes uma vez que constituíram informação básica às decisões de política para o ano seguinte - permanece a idéia da importância dos empréstimos do Banco do Brasil que, com base em tais números, detém metade do valor de participação dos empréstimos dos demais bancos comerciais na expansão total dos meios de pagamento.

abrange depósitos em moeda junto ao Banco Central, compra de ORTN, compra de bônus agrícola emitido pelo Banco Central e empréstimos rurais em condições favorecidas para o mutuário - conforme registrado no Gráfico 4, cerca de 75% das aplicações totais em 1967 constituíam-se de depósitos em dinheiro à ordem do Banco Central, enquanto 18% compõe-se de ORTN e os 7% restantes de empréstimos rurais e títulos federais. Em 1968, essa composição é alterada, sobretudo no segundo semestre, fechando o ano com cerca de 60% para os depósitos em moeda, 30% em ORTN e 10% em empréstimos rurais, como sinalização de uma mudança na condução da política da dívida pública, a consumir-se a partir de 1969, de estímulo ao aumento da colocação líquida de títulos federais e giro superavitário da dívida federal, para o integral financiamento do déficit de caixa do Tesouro Nacional. A taxa média dos recolhimentos compulsórios em 1968 resulta em aproximadamente 20% dos depósitos totais, após a liberação de 10% das reservas diante de suposta "crise geral de liquidez" esperada para este ano.

Movimento semelhante é observado na evolução das operações de redesconto (Gráfico 1), cujas taxas são mantidas em níveis "pouco inferiores" às prevalentes no mercado de desconto - e portanto, contradizendo o pretenso caráter punitivo de tal instrumento, evocado desde 1967. Os redescontos de liquidez, correspondentes a 46% das operações totais em 1968, aumentaram de Cr\$ 164 milhões, em dezembro de 1967, para Cr\$ 447 milhões ao final de 68; além do contundente aumento, neste ano, de 74% dos refinanciamentos (crédito seletivo), que abrangem redescontos para operações de custeio agrícola, produtos manufaturados de exportação, café, cacau, fumo, mamona e sizal, comercialização rural e faixas extraordinárias. Exemplificando estas últimas, está a criação de uma "faixa especial de redesconto exclusivo às indústrias" em 1968, também como mecanismo de eliminação da temida "crise de liquidez".

A análise das operações ativas do Balancete Consolidado dos Bancos Comerciais (Anexo Estatístico), mostra que os empréstimos totais evoluíram de 57,9% entre 1967 e 68. A contrapartida em recursos do passivo lista acréscimo de 39,7% dos depósitos à vista e a substantiva evolução de 72,4% de depósitos à prazo. A superação da taxa de crescimento dos depósitos à vista pelo aumento dos empréstimos é explicada pelo endividamento do sistema bancário comercial com as Autoridades Monetárias e fontes externas de recursos. Em relação a estas últimas, são evidente os saltos das contas "Obrigações em Moeda Estrangeira", no passivo dos bancos comerciais, e "Haveres em Moeda Estrangeira" do lado do ativo; onde, apesar da escassez e incompatibilidade de dados, especificamente para o ano de 1967 (quando se instituiu a padronização da contabilidade dos estabelecimentos bancários, com a Circular

59), aquela última conta apresenta impressionante aumento de 381,5% em 1968, estando entre os reflexos da entrada total de recursos via Resolução 63 que, exclusivamente o Banco do Brasil, corresponderam ao volume de US\$ 221 milhões em 1968.

Em relação à evolução do sistema financeiro, com sensível perda de participação do sistema bancário sobre os empréstimos e financiamentos ao setor privado (baixando de uma taxa estimada de 73,0%, em 1967, para 57,5% em 1968, conforme atesta a Tabela 5), as considerações oficiais são coerentes com o espírito político-econômico da época - que combina "heterodoxia" com pragmatismo próprio, deixando transparecer toda a inconsciência acerca da envergadura dos principais problemas a eclodirem num horizonte superior a não mais que cinco ou seis anos, como relativamente ao sistema financeiro pós-milagre, no entrave da opção por determinado padrão de financiamento. Todavia, as conjecturas econômicas dominantes ainda colocavam-se nestes termos, em 1968:

"A menor importância do sistema bancário segue uma tendência normal de todos os países que têm desenvolvimento acentuado de seu sistema financeiro. O problema não causa menor preocupação, a curto ou longo prazo, uma vez que a substituição favorável às entidades não monetárias se faz em proporção bem superior às quedas ocorridas na área dos bancos comerciais. Problemas de rentabilidade, nesta área, também não preocupam, dada a íntima ligação, que se verifica no Brasil, entre as entidades privadas monetárias e as não-monetárias."⁴

Os efeitos ocasionados da relação entre Autoridades Monetárias e Tesouro Nacional atuaram no sentido de expansão monetária, principalmente em 1968. O déficit de caixa do Tesouro no biênio manteve praticamente seu valor nominal, apesar do crescimento do produto interno de 5% e 9,3%, respectivamente para 1967 e 68, e dos níveis de inflação em torno de 25% para o Índice Geral de Preços (Disponibilidade Interna) conforme pode ser visto na Tabela 6; o que resulta na queda da razão entre o desequilíbrio de caixa da União e o produto interno - de 2,1 para 1,6% entre os anos - além da redução do valor real desse déficit. Não obstante este relativo maior rigor na execução orçamentária de 1967 para 68, o impacto monetário do déficit de caixa do Tesouro foi superior neste último ano. Isto porque, conforme indicado na Tabela 7, no exercício de 1968 reduziu-se intensamente o endividamento junto ao público para cobertura do déficit ampliando, por conseguinte, a parcela de recursos suprida

⁴ Banco Central do Brasil. *op.cit.* p. 57.

pelas Autoridades Monetárias - o que se traduz em emissão de moeda - saltando de um valor de Cr\$ 699,3 milhão, em 1967, à cifra de Cr\$ 1.078,9 em 68, para a cobertura de desequilíbrios nominais idênticos entre estes anos. A alteração na composição do financiamento de caixa do Tesouro pode ser assimilada a partir da associação desse comportamento ao caráter mais amplo da política econômica delphiniana no biênio em questão, cujas oscilações de seu movimento são acentuadas em 1968 - posto o conturbado ambiente político-econômico que culminará na edição de Ato Institucional n.5 e cujos efeitos, do ponto de vista da política econômica, consistiram no abandono da efêmera tentativa de “abertura” e “humanização” da condução dessa política (reflexo da própria disputa e indefinições intra aparelho militar) em favor de uma retomada conservadora para a política em 1969⁵. Desta forma, o menor débito junto ao público para financiamento de caixa do Tesouro em 1968 é justificado, ao nível oficial, pelo esforço das Autoridades Monetárias em não provocar um encarecimento dos custos financeiros ao setor privado, com maior aumento da dívida pública federal - mantendo-se, destarte, coerência com as preconizações do novo diagnóstico inflacionário.

Justificando-se publicamente, portanto, o modesto avanço da política de dívida pública através da preservação da política monetária condizente com os objetivos de controle da taxa de juros, o saldo das operações com ORTN apresentou-se “levemente positivo”; não obstante o razoável aumento da subscrição de tais títulos para a composição do compulsório bancário (conforme visto acima), colocação de ORTN com prazo decorrido de emissão, no valor de Cr\$ 184 milhões, e injeção líquida de Cr\$ 14,8 milhões em 1968, via as então embrionárias operações de mercado aberto. Ainda assim, mais decisivo que a coerência interna entre as políticas monetária e de dívida pública, parece ter sido a exigência que se faziam presentes à iminência do fechamento político materializado no advento do AI-5. Comprovando tal perspectiva está a própria reorientação da política da dívida pública (que obedece a uma tendência da política econômica global) em 1969, quando o esforço geral volta-se à expansão do endividamento público, fazendo com que o giro da dívida comece a financiar integralmente os desequilíbrios de caixa, também reduzidos de forma significativa.

A política de controle das taxas de juros - sob o entendimento básico de que, apesar da queda da inflação, observa-se a “não adaptação do sistema financeiro a tal realidade” ao operar com taxas no mercado financeiro que acarretam pressões de custo ao setor privado - fixa taxa máxima de juros de 2,2% a.m. para os bancos comerciais, sob caráter de incentivo com o teto

⁵ Veja-se, sobre este repeito, Macarini, J. P. *op.cit.* pp. 23-37.

de compulsório em ORTN de 40% aos bancos cumpridores da taxa fixada, em oposição ao máximo de 20% àqueles que não se submetem à determinação do governo. Assim, os bancos “normais” podem compor, com rentabilidade ótima, seus depósitos compulsórios de 50% em moeda, 40% em ORTN e 10% em bônus agrícola e empréstimos rurais; as operações compulsórias passam então a assumir função extra de controle dos juros. Os efeitos da política de fixação da taxa de juros propaga-se proficuamente sobre os principais haveres financeiros, fazendo baixar suas taxas nominais de rentabilidade, conforme indicado na Tabela 11.

O balanço geral do desempenho da política monetária ao final de 1968 encerra-se com apologia, nos documentos oficiais obviamente, e típica exegese de seus méritos - todavia, em discrepância gritante com relação à real efervescência política então dominante nos bastidores da condução da política monetária e, sobretudo, quanto à visível mudança de rumos desfechada em 1969. Outro aspecto que aparece com nitidez nos documentos é o esforço de sustentação de que a política deste subperíodo não pode ser considerada “frouxa”, apesar do visível salto nas principais taxas indicadoras de expansão monetária, defendendo-se a capacidade de controle por parte das Autoridades:

“De modo geral, a condução da política monetária dentro dos propósitos governamentais de estabilização e desenvolvimento econômico foi satisfatória. Com as reservas bancárias sob estrito controle, tornou-se possível às Autoridades Monetárias determinarem o ritmo e a direção em que evoluíram as operações bancárias. Essa própria dependência crescente do sistema bancário favoreceu o estreitamento da política monetária com a política fiscal, o que certamente representou importante passo no sentido de uma ação financeira mais adequada aos propósitos governamentais.”⁶

⁶ Banco Central do Brasil. *op.cit.* p. 34. grifo nosso. Note-se a diferença entre a tônica aí exercida sobre a importância da “dependência do sistema bancário”, como fator contribuinte à compatibilização das políticas monetária e fiscal, e a mudança de posicionamento ao início das operações de mercado aberto, quando passa a ser contrariamente preconizada (ao menos a nível do discurso) a independência dos bancos comerciais à assistência financeira do Banco Central.

III.2. A retomada da “austeridade” em 1969

Em 1969, o crescimento da economia mantém-se nas altas taxas do ano anterior, com incremento do produto interno de 9,0%, apesar das recorrentes expectativas de períodos recessivos, desde o início de 1968, e que nunca chegaram a se materializar (resultando, ao que parece, em sentido contrário de expansão do crédito pelo receio de “crises de liquidez” manifestado pelos gestores da política monetária). Tal estado de expectativa é indicador, aliás, da não percepção clara de ingresso da economia num ciclo expansivo da magnitude que veio se revelar apenas após 1970, não obstante as altas taxas verificadas em 1968. Sobre esse aspecto, a leitura sugerida por Macarini é enfática:

“(…) entre 67 e 69 a política econômica trabalha modestamente dentro da perspectiva de retomada dos índices médios de crescimento do pós-guerra (6 / 7% ao ano), contrastando com a arrogância e megalomania que caracterizou os anos 70. Em outras palavras: é notável a tardia percepção do “milagre” revelada pelos seus gestores, circunstância que compromete a validade daquele “atestado de competência” e confere apoio a uma leitura alternativa que enfatize a natureza *ad hoc*, carente de perspectiva estratégica, da política econômica delfiniana.”⁷

Ao lado da alta taxa de incremento do produto, colocam-se dentre os resultados finais a ligeira queda do nível de inflação, de 25,5% a 20,1% para o IGP-DI e o vertiginoso aumento do saldo da balança de pagamentos e acúmulo de reservas internacionais (Tabela 2). A partir de agosto de 1968 inicia-se o período de efetivação da abertura da economia para o mercado externo, através da nova sistemática de correção cambial e da ampla política de incentivos à exportação, e os primeiros resultados concretos de tal movimento emergem durante o exercício de 1969. O significativo superávit comercial, somado a igualmente relevante crescimento do saldo na conta de capitais, faz saltar o saldo total acumulado na balança de pagamentos de US\$ 32 milhões em 1968 para US\$ 549 milhões, em 1969. A conta “Operações Cambiais”, no ativo das Autoridades Monetárias, passa de uma variação de 48,1% para aumento de 135%, com o item “Reservas Internacionais” saindo da posição negativa de Cr\$ 766 milhões para saldo positivo de Cr\$ 1.843 milhões em 1969. Os efeitos monetários da evolução do setor externo foram marcantes na política monetária do período e a justificativa oficial à essa brusca alteração nas relações econômicas externas passa pela alegação de que, dada a insuficiência de poupança

⁷ Macarini, J. P. op.cit. p. 24.

interna para o suprimento de recursos ao nível do esforço de desenvolvimento então realizado, impunha-se a necessidade de se lançar mão da contribuição de “poupanças externas”. Assim, a verdadeira explosão de liquidez em moeda internacional, detonada à altura de 1969, justifica-se a si mesma, como fonte de recursos “complementares” à priorização de altas taxas de crescimento e exigência da própria política de endividamento externo.

De acordo com o Relatório - 1969, do Banco Central do Brasil:

“O objetivo básico da política monetária em 1969 foi o de conciliar a execução simultânea das seguintes metas: a) redução gradual do ritmo da inflação; b) adaptação do nível de liquidez da economia às reais necessidades de produção como parte da política econômica global de manutenção, ou até mesmo de superação, do expressivo índice de crescimento do Produto Nacional Bruto alcançado no ano anterior, e c) fortalecimento da posição de reservas cambiais, principalmente através do incremento das exportações.”⁸

Analisando-se cuidadosamente as declarações oficiais, em suas “entrelinhas”, é possível notar a mudança de ênfase na atuação da política monetária, com a maior importância atribuída ao controle inflacionário (ainda que mantido sob a bandeira do “gradualismo”) e a preconização da adaptação da liquidez “às necessidades reais da produção”. Todavia, o correto entendimento dos caminhos trilhados pela política monetária em 1969, pressupõe não apenas uma análise mais detida da evolução dos agregados ao longo do ano, já que os resultados globais para o período como um todo conduzem a noções equivocadas - comportamento, aliás, bastante recorrente a algumas tentativas de conferir à política econômica um suposto sentido de continuidade, não compatível a seu movimento concreto. Na verdade, a leitura deste período deve partir do início do ano “político-econômico”, representado pela edição do AI-5, em dezembro de 1968, até seu encerramento no penúltimo bimestre de 1969, durante a mudança de governo, quando as demandas políticas e a emergência dos efeitos negativos da política monetária de então (materializados em recessão corrente no último trimestre, para alguns setores), provocam alterações radicais nas políticas fiscal e monetária, com inversão no sentido de evolução das principais variáveis indicadoras do movimento da política monetária. A necessidade de recorrência a essa periodização não convencional, pautada nos marcos políticos de definição de novos rumos nas disputas “intramuros” do regime, como condição básica para

⁸ Banco Central do Brasil. Relatório - 1969. Boletim, fev\1970. P. 39.

a assimilação da possível *rationale* da política então implementada, fica reforçada nas considerações de Macarini:

“A hipercentralização de poderes trazida pelo AI/5 e a maior impunidade da política econômica, o auge cíclico saciando os apetites de todas as frações empresariais e amenizando as eventuais pressões sobre a política econômica, o *boom* internacional nos movimentos de mercadorias e de capitais, a reformulação do esqueleto institucional herdada do período Campos - esses elementos, em conjunto, marcam o período 1969/73, responsáveis que foram por um indiscutível alargamento do “espaço” de manobra da política econômica. Tais observações, porém, são suficientes apenas para indicar que o pano de fundo do processo político-econômico no período 1969/73 é substancialmente distinto em relação ao biênio 1967/68 - o que de por si já sugeriria um certo cuidado nas tentativas de exame em bloco do movimento político-econômico desdobrado entre 1967/73.”⁹

Seguindo o novo espírito da política de “disciplina monetária”, o maior controle dos níveis de inflação é objetivado pela “intensa manipulação dos instrumentos” de política monetária, sendo atribuído o “pequeno descompasso” entre as progressões dos meios de pagamento (com variação de 30,6% contra 43,0% para o ano anterior) e dos níveis de preços (20,1% para o IGP-DI), ao aumento da velocidade de circulação da moeda pela ativação dos saldos tradicionalmente ociosos na economia, em virtude das operações de *open market* (associado, já nesta época, à neutralização dos impactos monetários do aumento de reservas internacionais). Os dados desagregados indicam que, até o terceiro trimestre do ano, os níveis de inflação acompanharam os percentuais de aumento da oferta de moeda, chegando-se em setembro com 15,6% para o IGP-DI e 15,8% de expansão dos meios de pagamento - o que acarretou o rastejante aumento de liquidez real no ano de apenas 9,4%, ficando mais evidente se considerarmos que até o mês de novembro, este incremento real dos meios de pagamento foi de apenas 2,5%, permanecendo o restante por conta da abrupta expansão ao final do ano (Gráfico 2).

As evidências da natureza marcadamente conservadora da política monetária podem ser obtidas através de vários dados, entre os quais destaca-se a desaceleração do aumento dos depósitos e empréstimos dos bancos comerciais, com variação de 27,4% para os primeiros

⁹ Macarini, J. P. *op.cit.* pp. 36-37.

(Tabela 3), contra 40,4% em 1968, e 36,5% de aumento dos empréstimos dos bancos comerciais, sendo que tal incremento, no ano anterior, alcançou 57,9% (Balancete dos Bancos Comerciais - anexo). Tanto as taxas de elevação do papel-moeda em poder do público quanto da moeda escritural também reduziram-se; e, fato que chama a atenção, altera-se a tendência apresentada na evolução da composição dos meios de pagamento - com aumento da participação do papel-moeda em poder do público de 18,9% para 20,5% do total do estoque de moeda, refletindo também a menor capacidade de criação de moeda escritural pelos bancos comerciais para atendimento do crédito interno.

Os principais fatores de contração monetária foram as operações com café, juntamente ao conjunto da política de pressos mínimos, e recursos próprios das Autoridades Monetárias e Bancos Comerciais; enquanto os fatores de expansão dos meios de pagamento constituíram-se, indiscutivelmente, no aumento brutal das reservas internacionais líquidas (Tabela 4), destacando-se, ademais, os empréstimos ao setor privado. Estes, entretanto, estiveram concentrados no último bimestre do ano, quando os indícios de recessão corrente fazem-se perceptíveis a partir de agosto. Frente à queda recorde da relação entre encaixes livres e total de depósitos do sistema bancário (atingindo o percentual de 11,7), são criadas duas faixas especiais e temporárias de redesconto, pela Resolução 123, além de alteração nas operações de compulsório.

O comportamento das operações de redesconto apresenta-se de forma errática, embora aumentando em 52,4% seu volume total, em decorrência da maior demanda por crédito do sistema bancário (Gráfico 1). Merecem especial destaque a variação da média mensal no redesconto de liquidez, em 79,3% superior a 1968, embora o saldo final tenha sido fechado com variação negativa, e a brutal expansão de 254,1% nos redescontos seletivos a produtos manufaturados destinados à exportação. O redesconto permanece oficialmente como instrumento de garantia e equilíbrio da liquidez do sistema econômico e orientação de fluxos de crédito a setores prioritários; contudo, a necessidade de instituição de faixas extraordinárias de redesconto comprovam o substancialmente maior controle das Autoridades Monetárias sobre suas operações ativas, com variação do saldo de papel-moeda em circulação de apenas 25,0%, contra 43,7% em 1968 (advertindo-se que a quase totalidade das emissões concentraram-se no último trimestre), segundo as indicações no Gráfico 3.

Nas operações compulsórias, observa-se menor expansão dos depósitos ao longo do ano (Gráfico 5), com taxa média situando-se ao nível de 20% dos depósitos totais, juntamente ao

suave descenso do percentual de depósitos isentos de recolhimento. Quanto à composição, acirra-se a tendência de maior participação de títulos: o resultado médio indica cerca de 57% do total para depósitos em dinheiro, 40% para ORTN e os 3% restantes em empréstimos rurais e títulos federais.

A queda de participação observada para o sistema bancário relativamente ao sistema financeiro (apesar do aumento das operações do Banco do Brasil), de 57,5% em 1968 para 55,3% em 69, conforme mostra a Tabela 5, é atribuída à política de remanejamento bancário de redução do número de agências para eliminação de custos operacionais, além de refletir também o asseveramento da política de controle da taxa de juros cobrada pelos bancos comerciais.

A intensificação dessa política de juros em 1969, materializa-se na “ação firme” do Banco Central em algumas medidas, como ao baixar a Resolução 114, que fixou juros de 1,8% a.m. para depósitos bancários de até sessenta dias, e 2,2% para depósitos com prazo superior, revogando assim a Resolução 86, de 1968, estabelecadora dos níveis de 2,0% e 2,5% às taxas daqueles depósitos, respectivamente. O ano de 1969 representou então o início da remoção definitiva dos obstáculos institucionais à redução das taxas de juros, com importantes alterações na relação entre o Banco Central e os bancos comerciais: as Resoluções 100, de finais de 1968, e 114 determinam o incentivo de ampliação do limite máximo da parcela do compulsório em títulos, de 40% para 50% das aplicações totais, aos bancos que reduzirem em dois pontos percentuais a taxa de juro máxima fixada pela última resolução, além da concessão de redução no custo de acesso ao redesconto de liquidez. Assiste-se, portanto, à total integração dos principais instrumentos de política monetária de então, à política de tabelamento das taxas de juros e o Banco do Brasil seve de “exemplo” para o restante do sistema, com níveis de 1,5% e 2% a.m. para as taxas das citadas operações.

Enquanto os impactos monetários do saldo do balanço de pagamentos assumem o papel de principal fator de expansão monetária, as operações do Tesouro com o Banco Central invertem o sentido apresentado no ano anterior (Tabela 7), com o endividamento junto ao público cobrindo não apenas a totalidade do déficit do Tesouro, mas também resultando em absorção pelas Autoridades Monetárias de Cr\$ 1.025,6 milhões (ao invés da liberação de montante superior a este, no ano anterior e correspondente emissão de moeda). Fato contribuinte a essa inversão mais que completa dos impactos monetários oriundos do financiamento do déficit, consiste na forte redução deste desequilíbrio de caixa, superior à

programação orçamentária e inaugurando assim uma tendência permanente de resultados inferiores às previsões do déficit fiscal, inversa ao observado para o biênio 1967-68 (Gráfico 6).

Correspondente ao novo rumo no financiamento de caixa do Tesouro Nacional, estão as alterações na política de dívida pública, com a retomada da alta colocação líquida de títulos, saindo do reduzido nível de Cr\$ 93 milhões, em 1968, para os Cr\$ 797 milhões no ano seguinte - com o que a razão dívida pública/ PIB aumenta de 3,5 para 4,5 pontos, enquanto a colocação líquida de ORTN em proporção do déficit de caixa salta da precária cifra de 7,6 para 105,4, entre os citados anos, conforme visto na Tabela 8.

Há que se alertar para o fato fundamental de que, até o terceiro trimestre, a execução financeira do Tesouro Nacional operava em saldo positivo de Cr\$ 24 milhões, concentrando-se a totalidade do déficit fiscal do ano apenas no último trimestre. Daí conclui-se que não fosse a sensível mudança de rumos na condução da política fiscal, pelo grande aumento nos gastos públicos no quarto trimestre - com equivalente na política monetária, quando da concentração das emissões ao final do ano - os resultados globais para o período seriam, indubitavelmente, bastante distintos dos observados ao final do exercício. Todavia, a administração monetária da época procurava dar conta dos percalços e oscilações encerrados por sua política, protegendo-se na "heterodoxia", que tinha no "gradualismo" e no compromisso com o conjunto maior da política econômica suas justificativas básicas:

"Taxa menor de crescimento nos preços talvez pudesse ser obtida à custa de menor aumento da produção ou de menor acúmulo de reservas internacionais. No entanto não há ponto preciso de manipulação da oferta de moeda que compatibilize, em curto prazo e harmonicamente, os objetivos de crescimento e de combate à inflação, ainda mais que, simultaneamente, teve o Banco Central de neutralizar grande parte do impacto monetário interno resultante da vultosa entrada de recursos externos. O resultado líquido das operações de câmbio mostrou a expansão da ordem de NCr\$ 5.0 bilhões."¹⁰

¹⁰ Banco Central do Brasil. *op.cit.* pp. 17-18.

III.3. Oscilação e reaceleração de 1970-71

Em 1970 a economia apresenta um crescimento de 9,5%, com as taxas de inflação experimentando ligeira queda, com 19,3% para o IGP-DI. O saldo do balanço de pagamentos sofre pequena redução, fechando a US\$ 545 milhões, com destaque ao aumento de 26% no valor total das importações, comprimindo-se o superávit da balança comercial (Tabela 2).

A expansão dos componentes da oferta de moeda equaliza-se em torno de 26% para os depósitos à vista, tanto dos bancos comerciais quanto do Banco do Brasil, e o índice de crescimento do papel-moeda em poder do público mantém-se pouco abaixo desse nível (25,2%); já a composição dos meios de pagamento sofre mudança qualitativa, com a participação do papel-moeda em poder do público caindo de 20,5%, em 1969, para 17,8% em 70 (Tabela 3). O crescimento do passivo monetário das Autoridades Monetárias é o menor de todo o período, reduzido a 19,3% e acompanhado da desaceleração da taxa de variação dos meios de pagamento (26,5%); porém o índice de liquidez real apresenta crescimento positivo, apesar da queda no terceiro trimestre com variações indo da marca de 130 à 145, ao final do ano (Gráfico 2).

Os principais fatores de expansão monetária, indicados na Tabela 4, corresponderam ao acúmulo de reservas estrangeiras líquidas - o que também pode ser observado no ativo das Autoridades Monetárias, apesar do incremento percentual desta subconta ter alcançado apenas a metade do ano anterior - além de títulos governamentais em poder dos bancos e os empréstimos totais. A entrada de recursos externos via Resolução n.63, amplia-se de 87% em 1970, com grande aumento das contas ativas e passivas dos bancos comerciais, como se observa em seu balancete consolidado. Os fatores de neutralização da expansão daquelas contas foram o expressivo aumento dos depósitos a prazo verificado neste ano, os resultados do fundo de café e recursos próprios de bancos e Autoridades Monetárias. O saldo do papel-moeda em circulação também demonstrou menor crescimento que no ano anterior, com variação de 22,9% (Gráfico 3).

Em virtude do início das operações de mercado aberto, o comportamento das operações de compulsório e de redesconto sofreram significativas mudanças, tanto na concepção de mobilização de tais instrumentos para fins de política monetária, como na performance sazonal dos volumes de cada operação. As variações totais do recolhimento compulsório foram

desprezíveis, embora continue sendo utilizado como instrumento de crédito seletivo e incentivo da política de controle da taxa de juros - pela Resolução 130, liberou-se o recolhimento compulsório dos bancos que se comprometessem com abertura de faixa especial de financiamento a pequenas e médias empresas industriais, com taxa de juros máxima de 1,5% a.m.; também a Resolução 134, que liberou os juros bancários para empréstimo a particulares e remuneração de depósitos a prazo (o que contribuiu para o aumento substantivo de 71,1% do volume total desses depósitos a prazo), também elevou o teto de participação das ORTN no compulsório para 55% do total dos depósitos ao revogar a Resolução 114, do ano anterior, que limitava a proporção em 50%. Relativamente à composição das aplicações compulsórias (Gráfico 4), verifica-se logo no primeiro trimestre de 1970, a inversão definitiva da participação de seus componentes: as ORTNs passam a responder em média por 52% do total, enquanto os depósitos em moeda baixam para 42%, com os 6% restantes compostos por depósitos especiais. Também eleva-se a participação dos depósitos isentos do recolhimento compulsório, passando acima das aplicações e invertendo, pela primeira vez, a disposição das curvas do Gráfico 4, onde as isenções passam a superar definitivamente a taxa do compulsório.

O comportamento das operações de redesconto sofre mudança de seu perfil sazonal, devido inicialmente a dificuldades de adaptação do sistema bancário às primeiras operações do *open market*, em agosto de 1970; assim, o volume de saques no terceiro trimestre sobe de forma visível, relativamente aos demais trimestres. Merece destaque o aumento de 87,7% no volume de refinanciamento às exportações de produtos manufaturados, via Resolução 71, de 1967. A situação mais favorável de liquidez bancária, em 1970, fica evidente na queda do volume da assistência financeira (Gráfico 1).

Em 1971 a economia perfaz um movimento de reaceleração das principais variáveis monetárias que, no ano anterior, ainda apresentavam reflexos da contração da política monetária no ano de 1969 - basta verificar que 1970 foi o ano de maior instabilidade das retiradas de redesconto, das variações do nível de liquidez real para cada trimestre, de menor crescimento do papel-moeda em circulação (22,9%) e mais baixo crescimento dos meios de pagamento, depósitos à vista e empréstimos de todo o período estudado.

O PIB em 1971 supera a taxa recorde de crescimento do ano anterior, atingindo 11,3%, embora a balança comercial tenha incorrido em déficit e o saldo do balanço de pagamentos ter-se reduzido a US\$ 530 milhões (Tabela 2). A taxa de crescimento da base monetária atinge nível bem mais elevado que em 1970, com incremento de 33,9%, e os meios de pagamento

evoluem de 31,0% (contra 26,5% em 1970). O crescimento da moeda escritural encerra cifra próxima ao de seus componentes de depósitos no Banco do Brasil e bancos comerciais, apenas a expansão do papel-moeda em poder do público não alcançando a casa dos 30%, com aumento de 27,4%, apresentando ademais queda de 16% em sua participação no total do estoque de moeda, com 84% para moeda escritural (tendência também demonstrada no exercício anterior, como indica a Tabela 3).

A evolução dos níveis de preços gera uma particularidade interessante, pelo fato de situar-se o IGP-Oferta Global abaixo do conceito de "Disponibilidade Interna" (respectivamente, 18,7% e 19,5%) pela única vez em todo o período; fato que é atribuído à suspensão dos subsídios à produção do café consumido no país, que provocou inflação de 163% nos preços internos do produto, acarretando a alta do índice de disponibilidade interna. O conceito de oferta global envolve a evolução dos preços de produtos destinados também à exportação sendo que, a predominância de seus índices acima daquele outro, durante todos os demais anos, é indicador do estímulo que então se promovia para à exportação - assim como também claramente é revelado o peso dos subsídios à cafeicultura, pela vertiginosa aceleração inflacionária, quando da eliminação de tais vantagens.

Os fatores de maior atuação na expansão dos meios de pagamento passam a ser liderados pelos títulos do governo federal, seguidos de reservas estrangeiras líquidas e empréstimos ao setor privado. Dentre os fatores de contração, colocam-se os depósitos a prazo (com excepcional aumento de 128%, conforme indicado no passivo do balancete dos bancos comerciais, em decorrência da liberação de seus juros na Resolução 134, de 1970) e recursos próprios dos bancos e Autoridades Monetárias (Tabela 4).

A participação do sistema bancário no conjunto dos empréstimos totais do sistema financeiro cai de 56,6% para 54% em 1971, como verificado à Tabela 5, enquanto as operações globais das autoridades monetárias superam as dos bancos comerciais, contrariamente ao ocorrido em 1970. No conjunto das operações ativas dos bancos comerciais destaca-se o aumento das aplicações voluntárias em ORTN, com a conta "Investimento em Títulos e Valores" aumentando de 177,5%. Os recursos externos captados pela Resolução 63 tiveram aumento de US\$ 117,3 milhões relativamente à 1970.

Através da observação do Gráfico 1 pode-se notar o aumento global do redesconto de cerca de Cr\$ 749 milhões, com as operações de redescontos de liquidez (alteradas para “assistência financeira” pela Resolução 168, de janeiro de 71, que mudou o mecanismo da operação) predominantemente concentradas no primeiro trimestre do ano, em virtude do ajuste sazonal do Meio Circulante, realizado anualmente pelas Autoridades Monetárias, que retira de circulação grande parte das emissões realizadas ao final do ano transato. Os refinanciamentos à exportação de manufaturados via Resolução 71 de 1967, permanecem em contínua expansão, reforçados agora pela Resolução 182, de 1971, que eleva o teto destas operações de 40% para 50% do limite dos redescontos de liquidez (com aumento em seu volume de 61,4% ao final do ano). Há que se mencionar também o distanciamento entre os níveis de assistência financeira aos bancos comerciais (redescontos de liquidez) e de redesconto global, devido principalmente à consolidação do mercado interbancário de reservas, como decorrência do acúmulo voluntário de LTN pelos bancos comerciais.

Quanto às operações compulsórias, tidas como instrumento de controle monetário quantitativo, de crédito seletivo, de controle dos juros bancários e remanejamento de agências (por exemplo, suspendendo-se o recolhimento para “agências pioneiras”), suas taxas gerais não sofreram grandes alterações relativamente a 1970. Entretanto, destaca-se o salto impressionante da participação dos depósitos isentos do recolhimento de 20% para 30%, simultaneamente à queda das aplicações compulsórias de 20% para 16% dos depósitos totais (Gráfico 5). As taxas de juros foram mantidas nas determinações da Resolução 134, do ano anterior, com máximo de 1,6% a.m. para depósitos até 60 dias de prazo e 1,8% a.m. para os de prazo superior.

No biênio 1970-71, as operações de mercado aberto passam a ser consideradas o “mais dinâmico instrumento de controle monetário” devido à maior simplicidade da operação com LTN e o “impacto sobre encaixes bancários” que provoca, sem defasagens e inconveniências dos demais instrumentos; portanto, o sentido da atuação da política monetária é de elevação do estoque desses títulos no mercado, fundamentais ao Banco Central, para “ampliar sua margem de manipulação sobre as disponibilidades monetárias do sistema econômico”¹¹. Tal período constitui assim um marco na consolidação de uma forma específica de relação entre Autoridades Monetárias e Tesouro Nacional, fundada na fusão das políticas monetária e de dívida pública, via o recém-implantado *open market*, o que pode ser comprovado pelas indicações das Tabelas

¹¹ Banco Central do Brasil. Relatório - 1971. Boletim. jun./1972. p. 51.

6 e 7. Mantendo a tendência iniciada em 1969, o financiamento dos desequilíbrios de caixa do Tesouro continuaram, no biênio 1970-71, a render aumento de depósitos junto às Autoridades Monetárias - refletindo-se substantivamente na conta ativa "Tesouro Nacional - Financiamento pelas Autoridades Monetárias" de seu balancete, cuja tendência observada desde 1969, com a queda no saldo, culmina nos valores negativos a partir de 1971, o que significa entrada de recursos para as Autoridades e, portanto, contração monetária. Os dados da Tabela 8 revelam a permanência do salto na relação entre colocação líquida de títulos e déficit de caixa do Tesouro, iniciado também em 1969, e que representa um bom indicador do papel da dívida pública, a partir daquele ano, no financiamento do déficit fiscal. É também interessante notar o rápido avanço da colocação líquida de LTN, cuja participação no total é mais que invertida de 1970 para 71, como decorrência da política de separação da dívida de longo prazo (a qual passa a destinar-se a ORTN) e de curto prazo (LTN) e do esforço geral de desenvolvimento do *open market*.

III.4. O salto expansivo de 1972-73

Durante 1972 o crescimento do produto interno conservou o alto ritmo de 10,4%, com os volumes de transações externas atingindo os níveis máximos de exportações e importações, passando ambas para a casa dos US\$ 4 bilhões (Tabela 2), ainda que com saldo comercial negativo. O que mais impressiona entre os dados relativos ao desempenho da economia neste ano é, indiscutivelmente, a verdadeira explosão de 360% no saldo do balanço de pagamentos, saltando das já elevadas cifras de US\$ 540 milhões, entre 1969-71, para US\$ 2.439 milhões. As conseqüências monetárias de tal fenômeno serão essenciais desde então.

Entretanto, a base monetária tem seu crescimento mantido em 25,8%, com os meios de pagamento apresentando variação de 32,6% - o que indica um possível crescimento do multiplicador monetário que vinha apresentando os seguintes valores médios, segundo cálculo de Pastore¹²: 1,7 em 1967, 1,8 em 1968, 1,9 em 1969, 2,0 em 1970 e 2,1 no ano seguinte. O saldo do papel-moeda em circulação sofreu aumento de 33,9% (Gráfico 3). Tais índices de

¹² Pastore, A. C. *op.cit.* pp. 1020-1021.

expansão monetária, quando cruzados com uma elevação inflacionária de apenas 15,7% (taxa recorde até então), provocam o expressivo aumento da liquidez real em 1972 (Gráfico 2).

Os fatores mais importantes da expansão monetária constituem-se dos empréstimos do Banco do Brasil e acúmulo de reservas internacionais (que, conforme o ativo das Autoridades Monetárias, elevam-se de 187,5%, relativamente a 1971). Os fatores que mais contribuíram para a neutralização das expansões ativas foram o grande crescimento dos depósitos a prazo e recursos próprios de bancos e Autoridades Monetárias. Quanto aos componentes do estoque de moeda, destaca-se a variação de 43% dos depósitos à vista nos bancos comerciais (contra 26% para o Banco do Brasil), enquanto a participação do papel-moeda nos meios de pagamento manteve-se em torno de 16% do total (Tabela 3).

As taxas de juros cobradas pelos empréstimos via Resolução 63, reduzem-se de 3,6% a.a. para 2,6% a.a. em 1972, em virtude da taxa cambial neste ano e da queda do *premium* aplicado ao Brasil sobre a taxa interbancária de Londres; como contrapartida a essa maior facilidade de captação e visando combater pressões ainda mais graves da área cambial, o governo institui compulsório de 25% sobre o contravalor em cruzeiros dos recursos alavancados através da Lei 4131 e Resoluções 63-64.

O recolhimento compulsório não apresenta alteração em suas taxas globais, com a composição das aplicações mantendo-se em 55% para ORTN e 40% como depósito em dinheiro junto ao Banco Central (Gráfico 4), e os depósitos isentos do compulsório reduzem-se a 25% do total (Gráfico 5). Em relação ao redesconto, que continua sob as determinações da Resolução 168 de 1971, merecem atenção o incremento de 89,2% dessas operações às exportações de manufaturados (mantendo-se como principal meio de acesso dos bancos comerciais a recursos do Banco Central), bem como a queda no saldo das operações de liquidez - fenômeno sintomático do crescimento do mercado interbancário e a maior independência dos bancos comerciais em relação à assistência financeira do Banco Central.

No último ano do período em estudo, conhece-se a maior taxa de crescimento do produto interno de todos os anos, 11,4%, com cada um dos níveis de importação e exportação atingindo a casa dos US\$ 6 bilhões; o resultado do balanço de pagamentos é um saldo positivo de US\$ 2.327 milhões (Tabela 2) que, apesar de pouco inferior ao do ano anterior, soma-se a este para permanecer como principal fator de expansão monetária do biênio - em 1972, as

aplicações líquidas, no balancete das Autoridades Monetárias, daí resultantes corresponderam a Cr\$ 15. 579 milhões e, em 1973, o acréscimo líquido no ativo foi de Cr\$ 13.505. Uma das causas dessa queda na taxa de crescimento das operações cambiais atribui-se a medidas de tentativa de controle, como a Resolução 265, de 1973, que determinou recolhimento compulsório de 40% sobre todas as contratações de empréstimos externos.

Em 1973 assiste-se à ocupação quase total da capacidade produtiva instalada em alguns setores, com especial importância à indústria de transformação, detendo o maior dinamismo durante todo o exercício, e também a indústria metal-mecânica (a produção anual de tratores ampliou-se de 25%, ainda assim com dificuldades de atendimento à demanda em alguns meses). A importação de máquinas e equipamentos cresceu à taxa de 39% durante o ano.

Os impactos advindos dos aumentos internacionais do preço do petróleo são amortecidos internamente através da redução do Imposto Único sobre Combustíveis, evitando-se assim a instantaneidade de transmissão inflacionária do exterior para os níveis de preços internos, que, contrariamente, reduzem-se de 15,7% para 15,5% (IGP-DI) ao longo do ano.

Durante todo o biênio 1972-73, a política monetária teve como “ principal escopo a manutenção do elevado ritmo de crescimento das atividades econômicas”¹³. Sob tais diretrizes, as aplicações ativas totais das Autoridades Monetárias aumentaram de 46,0% em 1973, com ampliação da base monetária de 30,6% e os meios de pagamento em elevação recorde de 46,8%. Entre as expansões dos componentes dos meios de pagamentos (Tabela 3), destacam-se os aumentos de 50,5% dos depósitos à vista no Banco do Brasil e 48,6% do papel-moeda em poder do público (cuja participação no total dos agregados monetários aumenta para 17,5%). Esta tendência verificada na evolução do papel-moeda, discrepante com os anos anteriores, pode ser entendida pelo espetacular acréscimo de 46,4% no saldo de papel-moeda em circulação ocorrido em 1973 (Gráfico 3).

A liquidez real apresenta crescimento de 33,3% (Gráfico 2), comparável apenas ao ocorrido em 1965, quando do semelhante descontrole incrível das Autoridades Monetárias sobre os meios de pagamento, cuja elevação foi em muito superior às metas desejadas. Os fatores preponderantes de expansão dos meios de pagamento (Tabela 4), corresponderam

¹³ Banco Central do Brasil. Relatório - 1973. Boletim, mar./1974. p. 48.

inquestionavelmente às reservas internacionais e empréstimos ao setor privado (com destaque especial ao aumento de 52,4% dos empréstimos do Banco do Brasil).

Ao elevado ritmo de atividade da economia, vincula-se a maior parte dos empréstimos dos bancos comerciais, com aumento de 42,8% em 1973; enquanto as principais medidas das Autoridades Monetárias para controle da liquidez consistiram na já mencionada Resolução 265 (40% de compulsório sobre o contravalor de captações externas via Lei 4131 ou Resolução 63), na tentativa de rápida consolidação do *open market* e, como última providência, na retração dos empréstimos do Banco do Brasil durante o bimestre final do ano (desencadeando uma crise sazonal de liquidez, com os bancos comerciais operando em níveis mínimos de encaixes e a assistência financeira do Banco Central atingindo volume recorde de operações de redesconto na primeira semana de dezembro - cerca de Cr\$ 4 bilhões).

A perda de participação do sistema monetário sobre o total de empréstimos do sistema financeiro - cujo percentual para os anos 1970-72 foi de 56,6%, 54,0% e 50,1%, respectivamente - em 1973 essa tendência se consolida (Tabela 5), ao atingir 43,7% a participação do sistema bancário, em decorrência do esforço governamental de desenvolvimento rápido do mercado de capitais e de todo o sistema financeiro, principalmente através da consolidação do *open market*. Desta forma, a relação entre dívida pública e produto interno (indicada à Tabela 8), entre 1970-73 evolui substancialmente do percentual de 5,8 para 9,9. Outra observação interessante pode ser realizada sobre os números da Tabela 9, revelando a inversão, em 1972, da tendência de queda nos prazos médios da ORTN, como consequência do incentivo à subscrição, e consolidação a partir daí do objetivo da política de dívida pública, exclusivo do caso brasileiro, de distinção entre haveres de longo e de curto prazo, aumentando a maturação das ORTN para manter as Letras como títulos da dívida a curto prazo.

Por fim, há que se destacar o ineditismo do resultado de caixa do Tesouro Nacional que, obedecendo a tendência verificada desde 1969, de déficit de caixa inferior às previsões orçamentárias, a execução financeira do Tesouro obtém o primeiro superávit, em vinte anos, como pode ser visto no Gráfico 6. Este reflexo dos esforços governamentais de estímulo à subscrição também se manifesta nos dados da Tabela 8, com aumento vigoroso da dívida pública e colocação líquida em proporção do PIB e déficit de caixa do Tesouro Nacional.

CONCLUSÕES

Na primeira parte do trabalho, dedicou-se atenção, inicialmente, às linhas gerais do debate travado em torno das causas da crise na primeira metade da década de sessenta; procurando evidenciar as divergências de natureza das interpretações como a de Conceição Tavares - centrada no esgotamento do ciclo de investimentos completado durante o Plano de Metas e a necessidade de dinamização em novos setores da economia, precedida de um rearranjo institucional para estruturação do sistema de financiamento, como condição básica da manutenção do crescimento - e outras abordagens que se diferenciam por entender a crise como fenômenos conjunturais, desvinculados de quaisquer tendências de longo prazo do modelo de crescimento ou do padrão de acumulação.

Foi também realçada a anacronia dos sistemas fiscal-tributário e monetário, bem como a profunda precariedade de condições de desenvolvimento da intermediação financeira não-bancária, em um mercado financeiro atrofiado pela aceleração inflacionária que deteriorava as formas de poupança financeira, então sem possibilidade legal de proteção - forçando a reserva de valor em bens reais (ouro, imóveis, etc.). Conseqüências talvez mais importantes do processo inflacionário consistiram nas depreciações cambiais, com progressivo desequilíbrio do setor externo e estagnação das possibilidades de financiamento do crescimento industrial por substituição de importações. Conjugando-se tais fatores às necessidades de acesso ao crédito internacional, como tentativa de equilibrar as contas externas, fica possível a compreensão do caráter permanentemente ortodoxo de todas as políticas de estabilização, no esforço para obter credibilidade externa; ademais, a delicada conjuntura política que se desenhava em 1963, também constitutiva do convulsivo quadro político-econômico.

Instaura-se assim o PAEG, como programa de estabilização do primeiro governo "revolucionário", porém não menos ortodoxo, no diagnóstico inflacionário, e muito mais conservador, nas metas e instrumentos. Ainda que sob o lema do "gradualismo", os objetivos do programa balizaram-se na redução dos níveis de inflação de cerca de 100% para 10%, durante o triênio, com a retomada do crescimento em torno da "taxa histórica" de 6% ao ano. Os insatisfatórios resultados de uma inflação em torno dos 40%, ao final de

1966, além dos estados recessivos que se instalaram na economia (sobretudo, no início de 1967), quando somados aos resíduos do processo de transição política daquele ano, ajudam a explicar a necessidade de inflexão da política econômica para o biênio que se iniciava. Contudo, deve ficar claro que, a despeito da nítida mudança do diagnóstico inflacionário da nova gestão - mais amplo e pretensamente detentor de maior compreensão da realidade do capitalismo brasileiro (o que se convertia em exercício de propaganda ministerial e do regime em geral) - a mudança de rumos da política econômica só pôde ser empreendida pela margem de manobra que o regime político permitia em seu interior como, por exemplo, a mudança da equipe econômica. Mais que isso, o trabalho procurou ressaltar, tomando como base as perspectivas sugeridas por Macarini, como a “nova” política econômica carecia de uma estratégia definida de longo prazo, rumo ao “milagre”. A comprovar esta tese, estão as periódicas oscilações na condução da política, principalmente durante 1969, num interregno de retomada da ortodoxia - à revelia dos esforços ideológicos, nas declarações oficiais, de demonstrar possível continuidade entre o período anterior e a eufórica megalomania pós-1970.

A argumentação central desenvolvida na segunda parte do trabalho, relaciona-se à problemática da execução da política monetária ante o substrato político-institucional em evolução. Pretendeu-se elucidar a dificuldade de adaptação do modelo teórico hegemônico, tanto academicamente quanto ao nível da condução da política monetária nos países centrais, para as condições da realidade institucional brasileira. Neste respeito, é nitido e sintomático o esforço teórico de economistas de livre circulação na restrita cúpula de gestores da época (como Pastore, por exemplo), na tentativa de superação de alguns entraves conceituais - como a própria definição de base monetária e a fórmula do multiplicador de meios de pagamento - até problemas de maiores dimensões, como os relacionados à composição incomum das Autoridades Monetárias. Fica patente o apologismo do argumento desses autores relativamente às alternativas colocadas pelo regime, como na freqüente referência às “rígidas diretrizes emadas do Conselho Monetário Nacional”, presumivelmente reguladoras do sistema monetário.

Quanto à formação híbrida do conjunto das Autoridades Monetárias, um primeiro aspecto remete à capacidade de expansão da base monetária pelas operações ativas do Banco do Brasil, que não estão restritas a qualquer controle por parte do Banco Central, senão a previsões orçamentárias. Este exclusivo veículo de intervenção direta do governo nas condições de crédito e liquidez do mercado, poderia representar, a princípio, condições

superiores de controle exôgeno sobre a oferta de moeda. Todavia, a rede de compromissos político-econômicos mantidos pelo Banco do Brasil com alguns segmentos do setor privado, no fornecimento de crédito para o esforço geral de crescimento acelerado, transformaram-se num dos principais fatores de expansão monetária do período. Entretanto, as idéias básicas desenvolvidas no capítulo, estão mais centradas nas conseqüências da transposição de um perfil paradigmático de condução da política monetária (o modelo americano) para o caso brasileiro, a se manifestar com maior intensidade na introdução do *open market*.

Após um breve retrospecto do processo de implantação das operações de mercado aberto no Brasil, procurou-se evidenciar que as principais dificuldades de consolidação de uma política monetária pautada na mobilização daquele instrumento colocavam-se basicamente em dois níveis. Em primeiro lugar, estão os conflitos entre o viés institucional do sistema monetário brasileiro e necessidade de determinação de elementos à condução da política monetária, nos moldes tradicionais - indicadores monetários e metas operacionais. Diferentemente do que acontecia no Sistema de Reserva Federal, a política monetária brasileira enfrentava dificuldades de se orientar segundo a taxa de juros de curto prazo, operada no mercado interbancário (equivalente à *federal fundïng rate* americana), em decorrência de fatores institucionais como, por exemplo, o fato de que os depósitos voluntários do sistema bancário, para a emissão de “cheques BB” nas operações com LTN para fins de mercado de reservas bancárias, ficavam fora do controle direto do Banco Central, provocando perda de sensibilidade desta “condição de mercado”.

Além das possibilidades de descontrole, por parte do Orçamento Monetário, dos empréstimos do Banco do Brasil ao setor privado e das distorções causadas por este particularismo às “condições de mercado”, um segundo problema de introdução do *open market* parece ter assumido importância muito maior. A política de “compartimentalização” das taxas de juros a serem cobradas pelas diversas instituições financeiras, como ponto crucial da política monetária delphiniana, principalmente após 1969, impedia a função desta variável não apenas para o *feeling* na implementação da política (indicador monetário), como também para o próprio desenvolvimento do mercado de capitais - condição essencial à consolidação do *open market* como instrumento básico da política monetária - uma vez que as taxas de juros, controladas pelo governo, não podiam refletir as condições de oferta e demanda de fundos prevaletentes no mercado.

Por fim, da análise de natureza mais descritivo-quantitativa empreendida no último capítulo, pode-se apreender o movimento geral da política monetária segundo suas variáveis mais relevantes. O exame das séries estatísticas, conjugado ao conjunto de medidas governamentais no campo monetário, expresso pelas Resoluções do Banco Central, indicam a configuração de quatro subperíodos bem definidos, através dos quais pode ser mapeada a execução da política monetária.

Resumidamente, o biênio 1967-68 compreende um vigoroso ascenso das taxas de expansão das principais variáveis - papel-moeda em circulação, meios de pagamento, índice de liquidez real, depósitos isentos de compulsório, recuperação do superávit do balanço de pagamentos. O ano de 1969, durante a retomada da política de “austeridade” monetária, apresenta uma desaceleração no crescimento das variáveis monetárias em geral, simultaneamente à forte elevação do saldo do balanço de pagamentos (mantendo o mesmo patamar até 1972), como um dos primeiros resultados da política de abertura da economia e incentivo às exportações, e grande alteração na composição do recolhimento compulsório, com a elevação da ORTN e queda da participação dos depósitos em dinheiro (a inversão dos níveis acontece já no início de 1971). A terceira fase, durante 1970-71, assiste a um momento de grandes oscilações e queda do ritmo de expansão monetária no primeiro ano - com as menores variações da base monetária, saldo do papel-moeda em circulação, meios de pagamento e liquidez real de todo o período - refletindo, com defasagem, as ações contracionistas do ano anterior. Em 1971, o percurso é de razoável recuperação das taxas de expansão. No último subperíodo observa-se o incrível salto expansivo, recorde entre todos os anos e expressão máxima da euforia oficializada da política monetária do “milagre”; resalta-se o grande aumento do superávit do balanço de pagamentos e das reservas internacionais, além dos empréstimos do Banco do Brasil.

As conclusões mais gerais que podem ser extraídas desse macromovimento da política monetária resumem-se, primeiramente, na comprovação da inexistência de uma estratégia de longo prazo para a condução da política, dado que o comportamento concreto das principais variáveis não sanciona a continuidade tão evocada nos discursos oficiais da época. Em segundo lugar, merece destaque o sentido de atuação da política monetária, que vai de encontro aos interesses do capital bancário - por exemplo, nas amplas possibilidades de remuneração (via composição em ORTN) ou isenção do recolhimento compulsório e recurso à assistência financeira - e também do capital dos setores exportadores - identificado pelo substancial e progressivo incremento do redesconto às exportações e pelas medidas

monetárias que favoreceram a atividade exportadora, como integrantes do conjunto maior da política externa. Um último aspecto a ser lembrado, respeita ao alto grau de liberdade, obscurantismo e impunidade, possibilitados pela organização institucional, na gestão da dívida pública para propósitos monetários e/ou fiscais; o que ajuda a explicar os resultados da execução financeira do Tesouro Nacional, bastante particular neste período.

ANEXO ESTATÍSTICO

Tabelas

I. Convenções Estatísticas:

... Dados desconhecidos

_ Dados nulos ou indicações de que a rubrica assinalada é inexistente

II. Fontes:

Todas as tabelas foram montadas com base em Banco Central do Brasil. Relatórios Anuais de 1967 a 1973. Com exceção de:

. Tabela 1 - Resende, A. L. *A política brasileira de estabilização: 1963/68*. Pesquisa e Planejamento Econômico. Rio de Janeiro, 12(3), dezembro, 1982, p. 759. Serra, J. *Ciclos e mudanças estruturais na economia brasileira do pós-guerra*. In: Belluzzo, L. G. e Coutinho, R. (Orgs.) Desenvolvimento capitalista no Brasil. Ensaio sobre a crise. São Paulo, Editora Brasiliense, 1982, p. 61. Para relações de troca, usa-se 1963 = 100.

. Tabela 10 - Dívida pública. Séries históricas. ANDIMA, s/d.

Tabela 1

Produto e preços (variação %), coeficiente de comércio exterior e relações de troca

| Anos | PNB | IGP | Exportações/ PIB | Importações/ PIB | Relações de troca |
|------|------|------|---------------------|---------------------|----------------------|
| 1950 | 6,5 | 11,1 | 9,9 | 11,1 | 156 |
| 1951 | 5,9 | 16,5 | 10,1 | 16,2 | 161 |
| 1952 | 8,7 | 11,8 | 7,8 | 14,3 | 145 |
| 1953 | 2,5 | 14,8 | 8,4 | 9,5 | 152 |
| 1954 | 10,1 | 27 | 6,7 | 10,7 | 175 |
| 1955 | 6 | 16,4 | 7,2 | 7,5 | 130 |
| 1956 | 3,2 | 19,9 | 7,5 | 7,1 | 129 |
| 1957 | 8,1 | 14,2 | 6,4 | 8,3 | 141 |
| 1958 | 7,7 | 13 | 5,7 | 7,4 | 138 |
| 1959 | 5,6 | 37,8 | 6,8 | 7,6 | 119 |
| 1960 | 9,7 | 29,2 | 6,1 | 7,1 | 116 |
| 1961 | 10,3 | 37 | 6,1 | 6,2 | 113 |
| 1962 | 5,2 | 51,6 | 7,6 | 5,8 | 100 |
| 1963 | 1,6 | 75,4 | 6,2 | 5,7 | 100 |
| 1964 | 2,9 | 90 | 5,2 | 4,6 | 115 |
| 1965 | 2,7 | 56,8 | 6,1 | 4 | 108 |
| 1966 | 5,1 | 38 | 6,7 | 5,1 | 101 |
| 1967 | 4,8 | 28,3 | 6,4 | 5,4 | 97 |
| 1968 | 9,3 | 24,2 | 6,3 | 6,2 | 99 |
| 1969 | 9 | 20,8 | 6,8 | 6,2 | 105 |
| 1970 | 9,5 | 19,8 | 6,6 | 6,9 | 115 |

Tabela 2**Produto e preços (variação %) e Setor Externo**

| | Cr\$ milhões | | | | | | |
|--------------------------------|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 1967 | 1968 | 1969 | 1970 | 1971 | 1972 | 1973 |
| PIB (%) | 5 | 9,3 | 9 | 9,5 | 11,3 | 10,4 | 11,4 |
| IGP-DI (%) | 25 | 25,5 | 20,1 | 19,3 | 19,5 | 15,7 | 15,5 |
| IGP-OG (%) | 25 | 25,5 | 21,4 | 19,8 | 18,7 | 16,8 | 16,2 |
| Exportações | 1.654 | 1.881 | 2.311 | 2.739 | 2.904 | 3.991 | 6.198 |
| Importações | 1.441 | 1.655 | 1.993 | 2.507 | 3.247 | 4.235 | 6.016 |
| Saldo Comercial | 213 | 26 | 318 | 232 | -343 | -244 | 182 |
| Saldo do Balanço de Pagamentos | -245 | 32 | 549 | 545 | 530 | 2.439 | 2.327 |

Tabela 3**Agregados Monetários - Expansão e Composição**

| | 1967 | 1968 | 1969 | 1970 | 1971 | 1972 | 1973 |
|--|------|------|------|------|------|------|------|
| Base Monetária | 25,5 | 45,2 | 29,8 | 19,3 | 33,9 | 25,8 | 30,6 |
| Meios de Pagamento | 42,7 | 43 | 30,6 | 26,5 | 31 | 32,6 | 46,8 |
| A - Papel-moeda em Poder do Público | 25,6 | 41,4 | 32,9 | 25,2 | 27,4 | 35,1 | 48,6 |
| B - Moeda Escritural (Depósitos à Vista e a Curto Prazo) | 47,5 | 43,4 | 30,1 | 26,8 | 31,9 | 32,1 | 46,8 |
| B.1 - Banco do Brasil | 22,7 | 55,4 | 39,5 | 26,6 | 31,5 | 26 | 50,5 |
| B.2 - Bancos Comerciais | 55,8 | 40,4 | 27,4 | 26,8 | 32 | 43 | 45,4 |

| | | | | | | | |
|---------------------------------|------|------|------|------|-----|------|------|
| Papel-moeda em Poder do Público | 19,5 | 18,9 | 20,5 | 17,5 | 16 | 16,7 | 17,5 |
| Moeda Escritural | 80,5 | 81,1 | 79,5 | 82,2 | 84 | 83,3 | 82,5 |
| Total | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |

Tabela 4

Operações do Setor Monetário
 Variação absoluta (Cr\$ milhões) e Participação (%) sobre Expansão Líquida

| | 1968 | | 1969 | | 1970 | | 1971 | | 1972 | | 1973 | |
|--|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|
| | Variação | (%) |
| I. Fatores de Expansão | 13.390 | 208,5 | 11.727 | 179,4 | 14.500 | 193,1 | 20.609 | 184,9 | 27.282 | 177,4 | 41.910 | 145,7 |
| 1. Empréstimos | 8.335 | 129,8 | 6.534 | 99,9 | 9.661 | 128,7 | 13.149 | 117,9 | 15.307 | 99,6 | 30.535 | 106,1 |
| 1.1. Ao Setor Público | 1.410 | 22,0 | -802 | -12,3 | 235 | 3,1 | -3.281 | -29,4 | -7.798 | -50,7 | -4.400 | -15,3 |
| 1.1.1. Tesouro Nacional | 1.075 | 16,7 | -1.026 | -15,7 | -833 | -11,1 | -3.364 | -30,2 | -7.777 | -50,6 | -5.721 | -19,9 |
| 1.1.2. Governos Estaduais e Municipais, Autarquias e outras entidades públicas | 335 | 5,2 | 224 | 3,4 | 1.068 | 14,2 | 83 | 0,7 | -21 | -0,1 | 1.321 | 4,6 |
| 1.2. Setor Privado (inclusive PASEP) | 6.925 | 107,8 | 7.336 | 112,2 | 9.426 | 125,5 | 16.430 | 147,4 | 23.105 | 150,3 | 34.935 | 121,4 |
| 2. Reservas Estrangeiras Líquidas | 36 | 0,6 | 663 | 10,1 | 2.917 | 38,8 | 2.934 | 26,3 | 12.093 | 78,6 | 14.004 | 48,7 |
| 3. Outras contas câmbiais | 391 | 6,1 | 383 | 5,9 | -268 | -3,6 | -445 | -4,0 | -63 | -0,4 | -1.001 | -3,5 |
| 4. Títulos do Governo federal em poder dos Bancos Comerciais | ... | ... | ... | ... | 1.001 | 13,3 | 1.652 | 14,8 | 3.105 | 20,2 | 4.656 | 16,2 |
| 5. Outras contas do sistema bancário (saldo líquido) | 4.628 | 72,1 | 4.147 | 63,4 | 1.189 | 15,8 | 3.319 | 29,8 | -3.150 | -20,5 | -6.284 | -21,8 |
| II. Fatores de Contração | 6.969 | 108,5 | 5.189 | 79,4 | 6.991 | 93,1 | 9.460 | 84,9 | 11.906 | 77,4 | 13.142 | 45,7 |
| 1. Depósitos a prazo | 391 | 6,1 | -139 | -2,1 | 636 | 8,5 | 2.131 | 19,1 | 2.848 | 18,5 | 1.748 | 6,1 |
| 2. Outros depósitos | ... | ... | ... | ... | 832 | 11,1 | 718 | 6,4 | -108 | -0,7 | 2.559 | 8,9 |
| 3. Fundo do café | 597 | 9,3 | 641 | 9,8 | 1.180 | 15,7 | 480 | 4,3 | 408 | 2,7 | -196 | -0,7 |
| 4. Recursos próprios (Autoridades Monetárias e Bancos Comerciais) | 1.910 | 29,7 | 1.993 | 30,5 | 4.655 | 62,0 | 6.193 | 55,5 | 8.758 | 57,0 | 9.031 | 31,4 |
| III. Expansão Líquida da Oferta de Moeda (I - II) | 6.421 | 100,0 | 6.538 | 100,0 | 7.509 | 100,0 | 11.149 | 100,0 | 15.376 | 100,0 | 28.768 | 100,0 |

Tabela 5

Empréstimos do Sistema Bancário / Empréstimos Totais

| Anos | 1967 | 1968 | 1969 | 1970 | 1971 | 1972 | 1973 |
|--------------|------|------|------|------|------|------|------|
| Variação (%) | 73 | 57,5 | 55,3 | 56,6 | 54 | 50,1 | 43,7 |

Tabela 6

Execução Financeira do Tesouro Nacional

| | 1967 | 1968 | 1969 | 1970 | 1971 | 1972 | 1973 |
|------------------------|----------|----------|--------|--------|--------|--------|-------|
| Déficit (Cr\$ milhões) | -1.224,7 | -1.226,7 | -755,8 | -738,3 | -672,3 | -516,1 | 295,1 |
| Déficit / Despesa | 9 | 10,7 | 5,1 | 3,7 | 2,4 | 1,4 | 0,6 |
| Déficit / PIB | 2,1 | 1,6 | 0,6 | 0,4 | 0,3 | 0,17 | ... |

Tabela 7**Financiamento de Caixa do Tesouro Nacional**

Cr\$ milhões

| | 1967 | 1968 | 1969 | 1970 | 1971 | 1972 | 1973 |
|--|-----------|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| A - Débito Junto ao Público | 525,4 | 147,8 | 1.781,40 | 1.570,80 | 4.036,10 | 8.282,50 | 5.720,70 |
| A.1 - Dívida Mobiliária (ORTN + LTN) | ... | -90,9 | 1.470,50 | 1.382,80 | 3.890,70 | 8.213 | 5.654,70 |
| A.2 - Depósitos de Contribuintes | ... | 238,7 | 310,9 | 188 | 145,4 | 69,5 | 66 |
| B - Cobertura do Déficit | -1.224,70 | -1.226,70 | -755,8 | -738,3 | -672,3 | -516,1 | 295,1 |
| C - Absorvido Pelas Autoridades Monetárias (A + B) | -699,3 | -1.078,90 | 1.025,60 | 832,5 | 3.363,80 | 7.766,40 | 6.015,80 |

Tabela 8**Dívida Pública em Títulos**

Cr\$ milhões

| | 1964 | 1965 | 1966 | 1967 | 1968 | 1969 | 1970 | 1971 | 1972 | 1973 |
|---|------|------|-------|------|------|-------|-------|-------|--------|-------|
| Colocação Líquida (ORTN + LTN) | 40 | 337 | 629 | 448 | 93 | 797 | 2.282 | 2.987 | 6.826 | 5.757 |
| A - ORTN | 40 | 337 | 629 | 448 | 93 | 797 | 1.624 | 290 | 1.792 | 1.156 |
| B - LTN | - | - | - | - | - | - | 658 | 2.697 | 5.094 | 4.601 |
| Dívida Pública (ORTN + LTN) / PIB X 100 | 0,2 | 1,2 | 2,6 | 3,5 | 3,5 | 4,4 | 5,8 | 6,6 | 8,7 | 9,9 |
| Colocação Líquida / Déficit do Tesouro Nacional X 100 | 5,5 | 56,8 | 107,2 | 36,6 | 7,6 | 105,4 | 309,2 | 444,5 | 1334,5 | |

Tabela 9**Prazo Médio dos Títulos Federais em Circulação**

| | 1964 | 1965 | 1966 | 1967 | 1968 | 1969 | 1970 | 1971 | 1972 | 1973 |
|------|------------|-----------|------------|------------|------------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| ORTN | 59m 21d | 47m 9d | 24m 12d | 24m 21d | 24m 12d | 20m 9d | 17m 5d | 16m 11d | 21m 23d | 32m 29d |
| LTN | - | - | - | - | - | - | - 20d | 1m 13d | 2m 20d | 3m 7d |

m = mês

d = dia

Tabela 10

Crescimento da Dívida e Participação Percentual dos Títulos na Dívida Federal em Poder do Público

| | 1964 | 1965 | 1966 | 1967 | 1968 | 1969 | 1970 | 1971 | 1972 | 1973 |
|-------------------------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Crescimento Nominal (%) | 533,04 | 536,26 | 209,59 | 75,73 | 40,28 | 66,36 | 71,94 | 52,74 | 69,5 | 46,47 |
| Crescimento Real (%) | 229,5 | 375,97 | 122,53 | 40,57 | 11,78 | 39,44 | 44,16 | 27,86 | 46,5 | 26,24 |
| ORTN | | | | | | | 94,98 | 84,76 | 66,37 | 62,26 |
| LTN | | | | | | | 5,02 | 15,24 | 33,63 | 37,74 |

Tabela 11

Rentabilidade de Títulos Adquiridos 12 Meses Antes do Mês Assinalado

| | 1967 | 1968 | 1969 | 1970 | 1971 | 1972 | 1973 |
|-------------------|------|------|-------|-------|-------|------|-------|
| ORTN | 29,9 | 43,3 | 22,8 | 24 | 27,1 | 19,6 | 17,1 |
| Letra Imobiliária | 36,5 | 33,4 | 27,1 | 28,7 | 32,7 | 25,1 | 20 |
| Letra de Câmbio | 33,2 | 31,8 | 30,3 | 30,5 | 30,3 | 28,1 | 24,1 |
| Ações | 72,9 | 64,8 | 276,6 | 104,2 | 225,1 | -46 | -12,7 |
| IGP-DI | 25 | 25,5 | 20,1 | 19,3 | 19,5 | 15,7 | 15,5 |

Balancete Consolidado das Autoridades Monetárias

Cr\$ milhões

| Ativo | 1967 | | 1968 | | 1969 | | 1970 | | 1971 | | 1972 | | 1973 | |
|--|--------------|---------------|-----------|---------------|-----------|---------------|-----------|---------------|-----------|---------------|-----------|---------------|-----------|--|
| | Saldo | Saldo | (%) | |
| I. Tesouro Nacional - Financiamento pelas Autoridades Monetárias | 2.537 | 3.616 | 43 | 2.591 | -28 | 1.758 | -32 | -1.606 | -191 | -9.383 | 484 | -14.431 | 54 | |
| a) Déficit | 4.180 | 5.407 | 29 | 6.163 | 14 | 6.901 | 12 | 7.573 | 10 | 8.089 | 7 | 7.794 | -4 | |
| b) Financiado pelo Público | 1.643 | 1.791 | 9 | 3.572 | 99 | 5.143 | 44 | 9.179 | 78 | 17.472 | 90 | 22.225 | 27 | |
| II. Operações Cambiais | 2.687 | 3.979 | 48 | 9.352 | 135 | 11.448 | 22 | 13.609 | 19 | 26.118 | 92 | 42.692 | 63 | |
| a) Reservas Internacionais | -1.139 | -766 | -33 | 1.843 | - | 5.401 | 193 | 8.981 | 66 | 25.824 | 188 | 40.368 | 56 | |
| b) Contas Cambiais (inclusive Reservas Internacionais) | 3.826 | 4.745 | 24 | 7.509 | 58 | 6.047 | -19 | 4.628 | -23 | 4.417 | -5 | 3.478 | -21 | |
| c) Direitos Especiais de Saque no FMI | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | -1.053 | ... | -1.172 | 11 | |
| III. Empréstimos do Banco do Brasil ao Setor Privado | 3.290 | 5.429 | 65 | 9.017 | 66 | 12.178 | 35 | 17.211 | 41 | 24.979 | 45 | 38.069 | 52 | |
| a) CREGE | 1.446 | 2.466 | 71 | 4.139 | 68 | 6.624 | 60 | 9.374 | 42 | 13.665 | 46 | 19.078 | 40 | |
| b) CREAL | 1.597 | 2.669 | 67 | 4.154 | 56 | 4.721 | 14 | 6.284 | 33 | 9.262 | 47 | 15.815 | 71 | |
| c) Outros | ... | ... | ... | 724 | ... | 833 | 15 | 1.553 | 86 | 2.052 | 32 | 3.176 | 55 | |
| IV. Empréstimos a Autarquias | 247 | 294 | 19 | 379 | 29 | 889 | 135 | 501 | -44 | 467 | -7 | 650 | 39 | |
| V. Redescontos | 439 | 955 | 118 | 1.455 | 52 | 1.535 | 5 | 2.284 | 49 | 3.003 | 31 | 3.331 | 11 | |
| a) Liquidez | 165 | 447 | 171 | 410 | -8 | 351 | -14 | 516 | 47 | 488 | -5 | 675 | 38 | |
| b) Exportação | - | 48 | ... | 170 | 254 | 322 | 89 | 520 | 61 | 984 | 89 | 1.286 | 31 | |
| c) Refinanciamentos Rurais | 118 | 197 | 67 | 833 | 323 | 823 | -1 | 1.195 | 45 | 1.430 | 20 | 1.251 | -13 | |
| d) Outros Refinanciamentos | 156 | 263 | 69 | 42 | -84 | 39 | -7 | 53 | 36 | 101 | 91 | 119 | 18 | |
| VI. Compra e Venda de Produtos Agrícolas | 361 | 633 | 75 | 912 | 44 | 1.255 | 38 | 2.117 | 69 | 1.422 | -33 | 3.339 | 135 | |
| VII. Adiantamentos ao BNDE | ... | ... | ... | 830 | ... | 1.280 | 54 | 330 | -74 | 1.195 | 262 | 1.985 | 66 | |
| VIII. Empréstimos às Instituições Financeiras | ... | ... | ... | 372 | ... | 296 | -20 | 893 | 202 | 1.839 | 106 | 4.668 | 154 | |
| IX. FUNAGRI | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | 1.068 | ... | 1.615 | 51 | 2.092 | 30 | |
| X. PASEP | - | - | - | - | - | - | - | 792 | ... | 167 | -79 | 561 | 236 | |
| XI. Demais Contas (Saldo Líquido) | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | 9.441 | ... | 8.841 | -6 | 9.729 | 10 | |
| Total | 9.474 | 14.781 | 56 | 26.048 | 76 | 32.345 | 24 | 48.550 | 50 | 63.333 | 30 | 92.485 | 46 | |

Balancete Consolidado das Autoridades Monetárias

Cr\$ milhões

| Passivo | | | | | | | | | | | | | | |
|--|-------|--------|------|--------|------|--------|------|--------|------|--------|------|--------|------|--|
| | 1967 | | 1968 | | 1969 | | 1970 | | 1971 | | 1972 | | 1973 | |
| | Saldo | Saldo | (%) | |
| I. Passivo Não-Monetário | 1.256 | 2.850 | 127 | 10.552 | 270 | 13.859 | 31 | 23.787 | 72 | 32.170 | 35 | 51.780 | 61 | |
| A) Recursos da Conta Café | 300 | 897 | 199 | 3.017 | 236 | 4.197 | 39 | 4.678 | 11 | 5.086 | 9 | 4.890 | -4 | |
| B) FUNDAG | ... | ... | | ... | | ... | | 269 | | 263 | -2 | 743 | 183 | |
| C) Depósitos Vinculados, Compulsórios e a Prazo do Público | ... | ... | | ... | | ... | | 1.143 | | 1.372 | 20 | 4.970 | 262 | |
| D) Conta de Capital e Demais Exigibilidades | ... | ... | | ... | | ... | | 14.177 | | 21.479 | 52 | 32.900 | 53 | |
| d.1. Recursos Próprios do Banco do Brasil | 1.269 | 2.149 | 69 | 3.199 | 49 | 4.955 | 55 | 6.977 | 41 | 9.857 | 41 | 13.381 | 36 | |
| d.2. Recursos Próprios do Banco Central | 109 | 295 | 171 | 830 | 181 | 2.087 | 151 | 3.733 | 79 | 6.772 | 81 | 8.890 | 31 | |
| d.3. Depósitos Para Fechamento de Câmbio | 76 | 462 | 508 | 425 | -8 | 483 | 14 | 800 | 66 | 1.409 | 76 | 2.406 | 71 | |
| d.4. Outros | ... | ... | | ... | | ... | | 2.667 | | 3.441 | 29 | 8.223 | 139 | |
| E) Arrecadação de Imposto Sobre Operações Financeiras | ... | ... | | 999 | | 1.754 | 76 | 1.126 | -36 | 2.616 | 132 | 4.675 | 79 | |
| F) PASEP | - | - | | - | | - | | 292 | | 1.354 | 364 | 3.602 | 166 | |
| II. Passivo Monetário | 8.218 | 11.931 | 45 | 15.496 | 30 | 18.486 | 19 | 24.763 | 34 | 31.163 | 26 | 40.705 | 31 | |
| A) Papel-Moeda em Circulação | 3.458 | 4.970 | 44 | 6.213 | 25 | 7.639 | 23 | 9.498 | 24 | 12.718 | 34 | 18.713 | 47 | |
| B) Depósitos de Bancos | 2.322 | 1.173 | -49 | 4.000 | 241 | 4.075 | 2 | 6.362 | 56 | 6.188 | -3 | 7.706 | 25 | |
| b.1. Voluntários | 828 | 1.215 | 47 | 1.968 | 62 | 2.315 | 18 | 4.040 | 75 | 2.300 | -43 | 2.383 | 4 | |
| b.2. Compulsórios | 1.494 | 1.953 | 31 | 2.032 | 4 | 1.760 | -13 | 2.332 | 33 | 3.888 | 67 | 5.323 | 37 | |
| C) Depósitos do Público à Vista | 2.438 | 3.788 | 55 | 5.283 | 39 | 6.772 | 28 | 8.903 | 31 | 12.257 | 38 | 14.286 | 17 | |
| c.1. Autarquias, Gov. Estaduais e Municipais | 972 | 1.538 | 58 | 2.176 | 41 | 2.779 | 28 | 3.686 | 33 | 5.478 | 49 | 4.450 | -19 | |
| c.2. Setor Privado | 1.466 | 2.250 | 53 | 3.107 | 38 | 3.993 | 29 | 5.217 | 31 | 6.779 | 30 | 9.836 | 45 | |
| Total | 9.474 | 14.781 | 56 | 26.048 | 76 | 32.345 | 24 | 48.550 | 50 | 63.333 | 30 | 92.485 | 46 | |

Balancete Consolidado dos Bancos Comerciais

Cr\$ milhões

| Ativo | 1967 | | 1968 | | 1969 | | 1970 | | 1971 | | 1972 | | 1973 | |
|--|---------------|-----------|---------------|-----------|---------------|-----------|---------------|-----------|---------------|-----------|---------------|-----------|----------------|-----------|
| | Saldo | Saldo (%) | Saldo (%) | |
| I. Caixa | 1.352 | 41 | 1.911 | 41 | 2.135 | 12 | 2.258 | 6 | 3.078 | 36 | 3.478 | 13 | 4.040 | 16 |
| a) Em Moeda | 524 | 70 | 890 | 70 | 791 | -11 | 888 | 12 | 940 | 6 | 1.164 | 24 | 1.550 | 33 |
| b) Depósitos no Banco do Brasil | 828 | 23 | 1.017 | 23 | 1.268 | 25 | 1.370 | 8 | 2.138 | 56 | 2.314 | 8 | 2.490 | 8 |
| II. Letras do Tesouro Nacional (LTN) | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | 2.806 | - | 4.956 | 77 |
| III. Reservas Compulsórias | 2.006 | 46 | 2.923 | 46 | 3.700 | 27 | 4.594 | 24 | 6.015 | 31 | 8.053 | 34 | 12.283 | 53 |
| a) Depósitos no Banco Central | 1.556 | 26 | 1.965 | 26 | 2.100 | 7 | 1.926 | -8 | 2.467 | 28 | 3.422 | 39 | 5.267 | 54 |
| b) Títulos do Tesouro Nacional | 405 | 137 | 958 | 137 | 1.600 | 67 | 2.668 | 67 | 3.548 | 33 | 4.631 | 31 | 7.016 | 52 |
| IV. Depósitos Especiais no Banco Central (Res. 69) | 22 | -23 | 17 | -23 | 80 | 371 | 80 | 0 | 190 | 138 | 248 | 31 | 295 | 19 |
| V. Haveres em Moeda Estrangeira | 168 | 382 | 809 | 382 | 925 | 14 | 1.420 | 54 | 2.468 | 74 | 3.915 | 59 | 6.500 | 66 |
| VI. Empréstimos | 8.617 | 58 | 13.611 | 58 | 18.582 | 37 | 26.220 | 41 | 37.331 | 42 | 54.781 | 47 | 78.399 | 43 |
| a) Instituições Financeiras | - | - | - | - | 74 | - | 98 | 32 | 271 | 177 | 388 | 43 | 441 | 14 |
| b) Setor Público | 566 | 41 | 798 | 41 | 1.073 | 34 | 1.745 | 63 | 2.092 | 20 | 3.208 | 53 | 4.084 | 27 |
| c) Setor Privado | 8.081 | 59 | 12.813 | 59 | 17.435 | 36 | 24.377 | 40 | 34.968 | 43 | 51.185 | 46 | 73.874 | 44 |
| VII. Investimento em Títulos e Valores | 175 | 46 | 255 | 46 | 640 | 151 | 615 | -4 | 1.707 | 178 | 2.578 | 51 | 3.600 | 40 |
| VIII. Imobilizado | ... | ... | 1.593 | ... | 2.140 | 34 | 2.660 | 24 | 3.165 | 19 | 4.155 | 31 | 4.935 | 19 |
| IX. Outras Contas | -1.590 | -221 | 1.931 | -221 | 3.245 | 68 | 7.120 | 119 | 16.247 | 128 | 9.253 | -43 | 16.638 | 80 |
| Total | 10.192 | 96 | 19.970 | 96 | 31.447 | 57 | 45.272 | 44 | 71.024 | 57 | 89.267 | 26 | 131.646 | 47 |

Balancete Consolidado dos Bancos Comerciais

Cr\$ milhões

| Passivo | 1967 | | 1968 | | 1969 | | 1970 | | 1971 | | 1972 | | 1973 | |
|--------------------------------------|---------------|---------------|-----------|---------------|-----------|---------------|-----------|---------------|-----------|---------------|-----------|----------------|-----------|--|
| | Saldo | Saldo | (%) | Saldo | (%) | |
| I. Depósitos à Vista e a Curto Prazo | 9.648 | 13.484 | 40 | 17.184 | 27 | 22.336 | 30 | 29.608 | 33 | 38.725 | 31 | 58.786 | 52 | |
| a) Instituições Financeiras | — | 315 | | 375 | 19 | 538 | 43 | 1.614 | 200 | 2.025 | 25 | 2.400 | 19 | |
| b) Do Setor Público | 1.103 | 1.756 | 59 | 2.234 | 27 | 2.990 | 34 | 3.702 | 24 | 4.500 | 22 | 6.100 | 36 | |
| c) Do Setor Privado | 8.519 | 11.232 | 32 | 14.575 | 30 | 18.808 | 29 | 24.292 | 29 | 32.200 | 33 | 50.286 | 56 | |
| II. Depósitos a Prazo | 533 | 919 | 72 | 1.088 | 18 | 1.439 | 32 | 3.281 | 128 | 5.971 | 82 | 7.470 | 25 | |
| a) Do Setor Público | 59 | 3 | -95 | 10 | 233 | 1 | -90 | 34 | 3.300 | 11 | -68 | 60 | 445 | |
| b) Do Setor Privado | 473 | 916 | 94 | 1.078 | 18 | 1.438 | 33 | 3.247 | 126 | 5.960 | 84 | 7.410 | 24 | |
| b.1.) Com Correção Monetária | ... | 598 | | 708 | 18 | 1.381 | 95 | 3.148 | 128 | 5.902 | 87 | 7.340 | 24 | |
| b.2.) Outros | ... | 318 | | 370 | 16 | 57 | -85 | 99 | 74 | 58 | -41 | 70 | 21 | |
| III. Outros Depósitos | ... | 1.519 | | 1.897 | 25 | 2.745 | 45 | 3.308 | 21 | 3.123 | -6 | 5.448 | 74 | |
| a) Setor Público | ... | 25 | | — | | 9 | | 32 | 256 | 39 | 22 | 38 | -3 | |
| b) Setor Privado | ... | 1.494 | | 1.897 | 27 | 2.736 | 44 | 3.276 | 20 | 3.084 | -6 | 5.410 | 75 | |
| b.1.) Operações de Câmbio | ... | 267 | | 230 | -14 | 268 | 17 | 318 | 19 | 488 | 53 | 950 | 95 | |
| b.2.) Especiais (FGTS) | ... | 369 | | 475 | 29 | 643 | 35 | 1.063 | 65 | 586 | -45 | 900 | 54 | |
| b.3.) PIS | ... | — | | — | | — | | 28 | | 74 | 164 | 170 | 130 | |
| b.4.) Para Investimentos | ... | 672 | | 862 | 28 | 1.445 | 68 | 1.300 | -10 | 1.199 | -8 | 1.640 | 37 | |
| b.5.) Outros | ... | 186 | | 330 | 77 | 382 | 16 | 567 | 48 | 737 | 30 | 1.750 | 137 | |
| IV. Obrigações em Moeda Estrangeira | ... | ... | | 2.730 | | 4.388 | 61 | 6.801 | 55 | 12.000 | 75 | 16.300 | 36 | |
| V. Débito Junto ao Banco Central | 612 | 1.132 | 85 | 1.740 | 54 | 1.610 | -7 | 2.467 | 53 | 3.345 | 36 | 3.555 | 6 | |
| a) Redescontos | 366 | ... | | 1.539 | | 1.370 | -11 | 1.702 | 24 | 2.735 | 61 | 2.655 | -3 | |
| b) Outras Operações | ... | ... | | 201 | | 240 | 19 | 765 | 219 | 610 | -20 | 900 | 48 | |
| VI. Recursos Próprios | ... | 2.917 | | 4.106 | 41 | 5.847 | 42 | 8.145 | 39 | 10.911 | 34 | 14.075 | 29 | |
| VII. Outras Contas | ... | ... | | 3.260 | | 6.905 | 112 | 17.414 | 152 | 15.123 | -13 | 26.012 | 72 | |
| Total | 10.192 | 19.970 | 96 | 31.447 | 57 | 45.272 | 44 | 71.024 | 57 | 89.267 | 26 | 131.646 | 47 | |

Gráficos

I. Fontes:

Todos os gráficos foram montados com base em Banco Central do Brasil. Relatórios Anuais de 1967 a 1973.

Gráfico 1

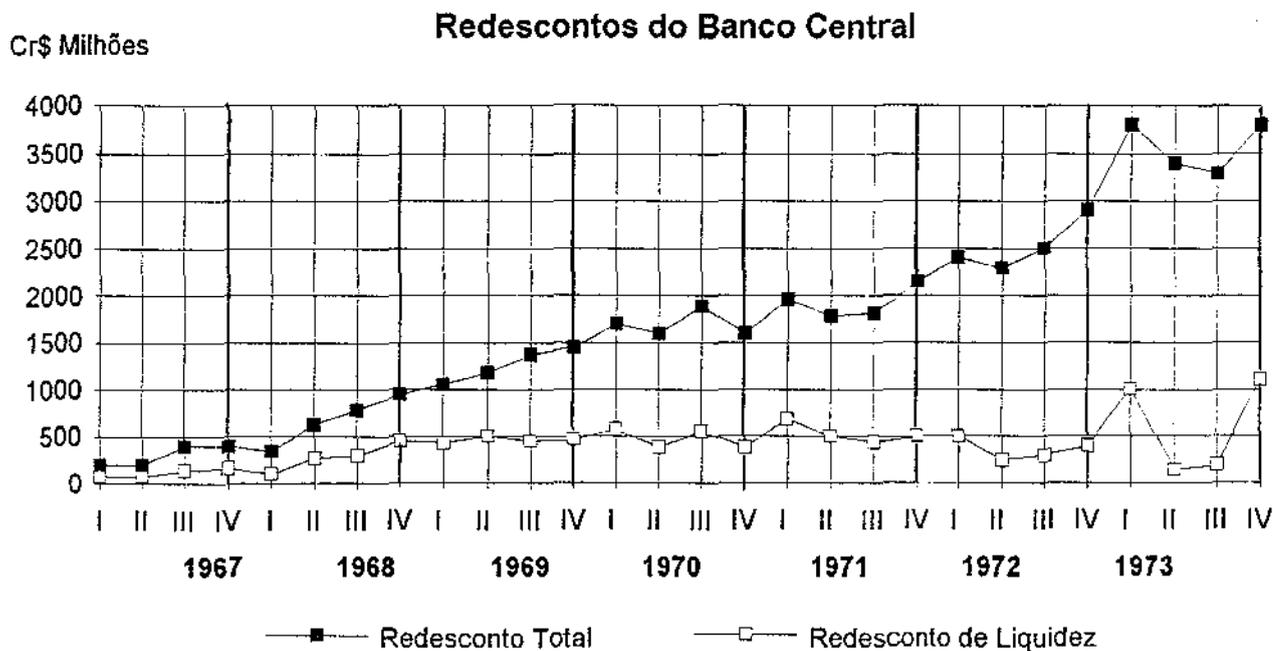


Gráfico 2

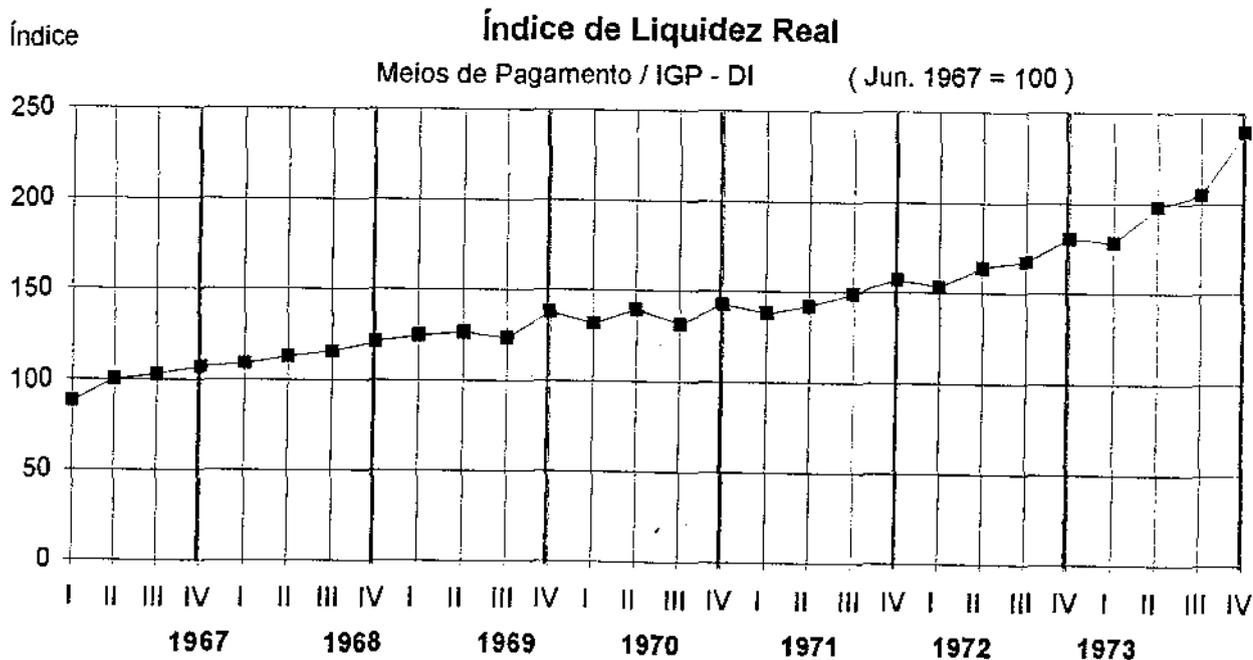


Gráfico 3

Papel Moeda em Circulação

Saldos em Fim de Período e Variação %

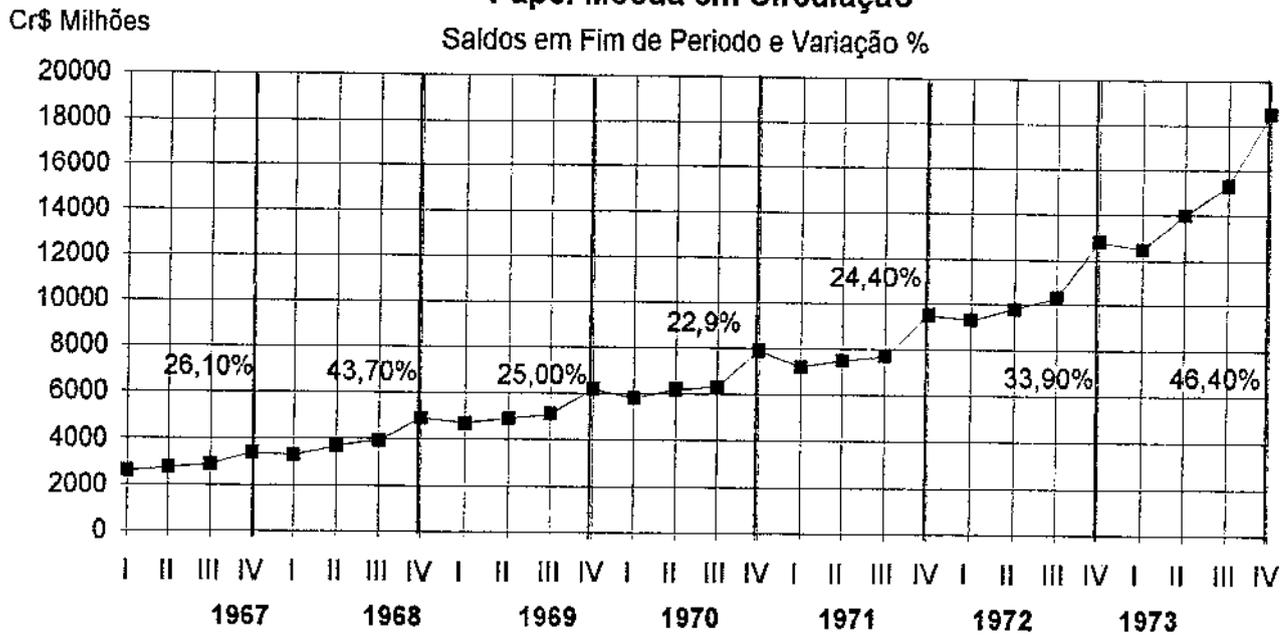


Gráfico 4

Distribuição % das Aplicações Compulsórias dos Bancos Comerciais

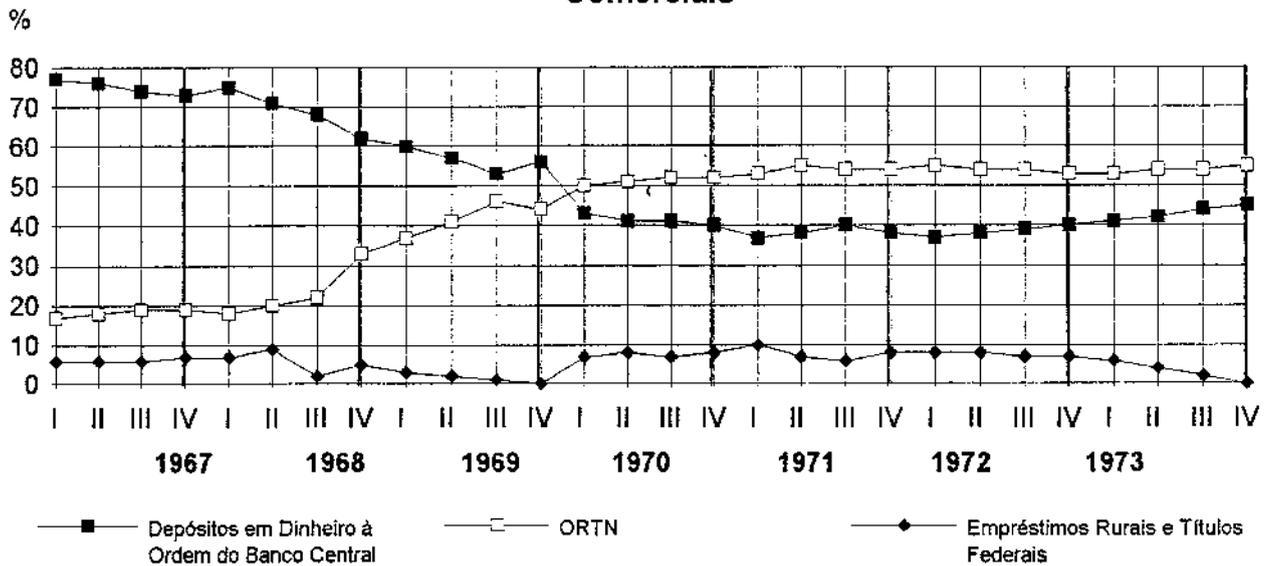


Gráfico 5

Aplicações Compulsórias e Depósitos Isentos dos Bancos Comerciais (em % de Depósitos Totais)

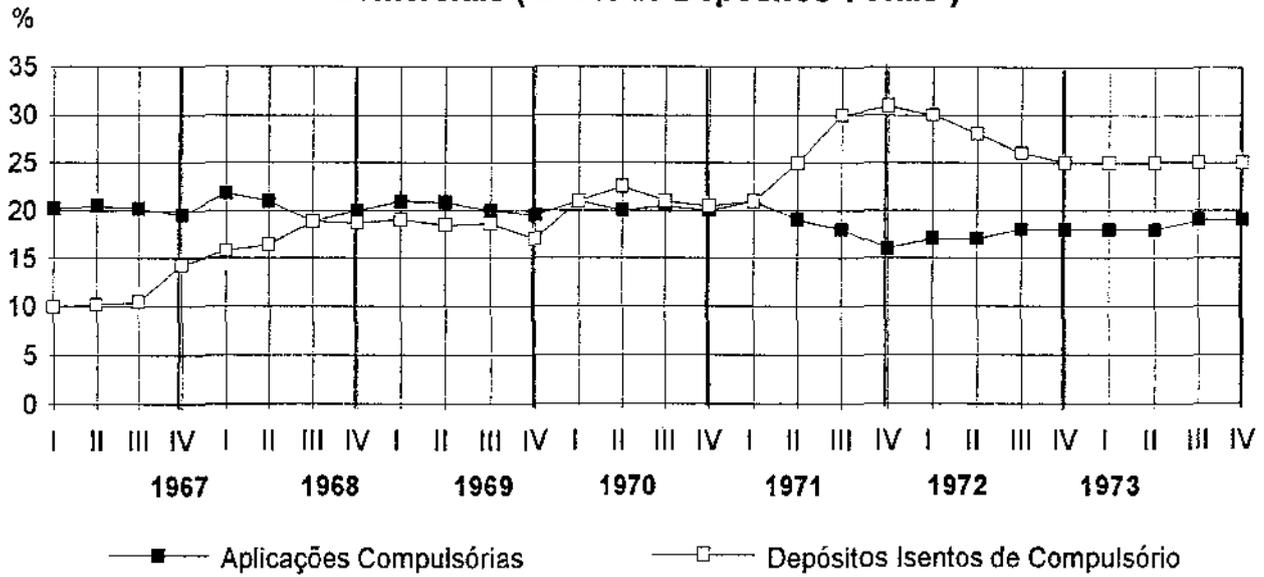
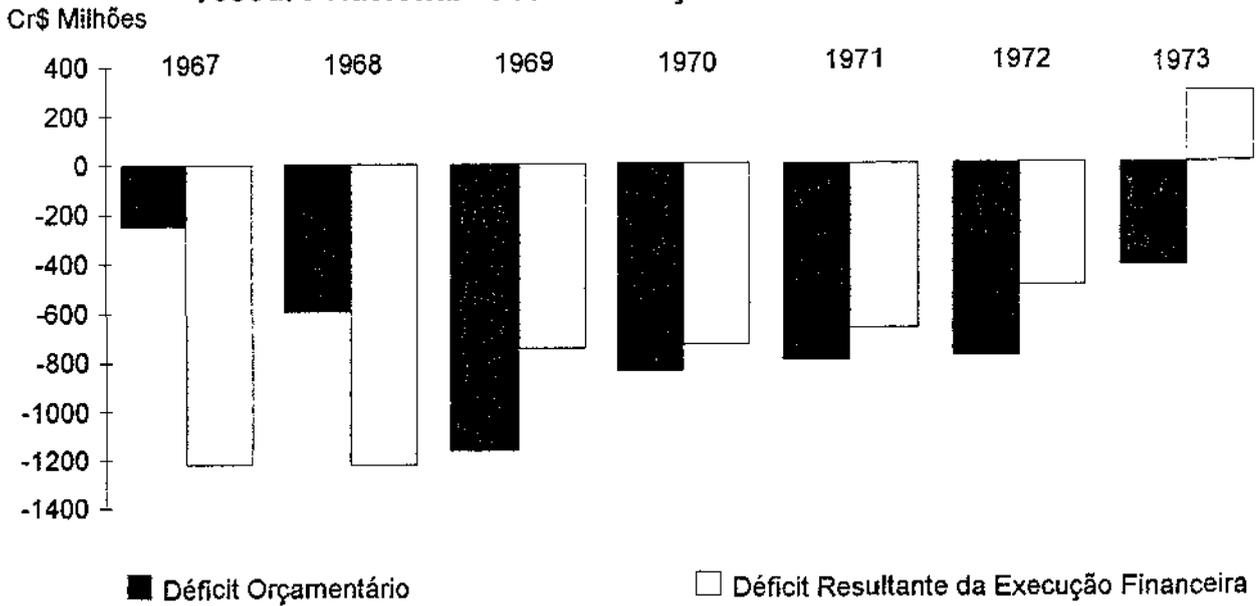


Gráfico 6

Tesouro Nacional - Previsão Orçamentária e Resultado de Caixa



BIBLIOGRAFIA

- . ANDIMA. Dívida pública. Séries históricas, s.d.
- . Bacha, Edmar. *Prólogo para a terceira carta*. In: Moura da Silva, A. et alii. FMI X Brasil: A armadilha da recessão. São Paulo, Fórum Gazeta Mercantil, 1983.
- . Banco Central do Brasil. Relatórios anuais de 1967 a 1973.
- . Brandão, Carlos. *Mercado aberto. Dívida pública e mercado aberto no Brasil*. Rio de Janeiro, Coleção Mercado Aberto, ANDIMA, n.3, s.d. Palestra proferida em sessão de 22.05.78 da Comissão Consultiva Bancária.
- . Cypriano, Marcelo P. Relações entre o Banco Central do Brasil e o Tesouro Nacional. Campinas, Dissertação de Mestrado, Instituto de Economia, UNICAMP, 1994.
- . Dornbusch, R. e Fischer, S. Macroeconomia. São Paulo, Makron, McGraw-Hill, 1991.
- . Fendt, Roberto. Mercado aberto e política monetária. Rio de Janeiro, IBMEC, 1977
- . Ferreira, Edésio F. Administração da dívida pública e política monetária no Brasil. Rio de Janeiro, IBMEC, ANDIMA, Banco Central do Brasil, 1974, 109 p. Apresentado no I Seminário Interamericano de Política Monetária e Administração da Dívida Pública. 1974
- . Fishlow, Albert. *Algumas reflexões sobre a política econômica brasileira após 1964*. Estudos CEBRAP. São Paulo, fevereiro/março, 1973.
- . Furtado, Celso. Subdesenvolvimento e estagnação na América Latina. Rio de Janeiro, Civilização Brasileira, 1966.
- . _____. Um projeto para o Brasil. Editora Saga, 1968.
- . Macarini, José P. Um estudo da política econômica do “milagre” brasileiro (1969 - 1973). Campinas. Dissertação de Mestrado, IFCH, UNICAMP, 1984.

- . Mendonça de Barros, Luiz C. *A moeda indexada: uma experiência brasileira*. Economia e Sociedade. Campinas, IE/UNICAMP, agosto, 1993, n.2, 3 a 24.
- . Moura da Silva, Adroaldo. Intermediação financeira no Brasil. São Paulo, 1979. IPE/FEA, USP, mimeo.
- . MPCE (Ministério do Planejamento e Coordenação Econômica). Programa de ação econômica do governo 1964-1966. 2 ed. Documentos EPEA - n.1, maio, 1965.
- . Oliveira, Fabrício. A. A reforma tributária de 1966 e a acumulação de capital no Brasil. São Paulo, Brasil Debates, 1981.
- . Pastore, Affonso C. *A oferta de moeda no Brasil - 1961/71*. Pesquisa e Planejamento Econômico. Rio de Janeiro. Dezembro, 1973, 3(4), 933 a 1044.
- . Resende, André L. *A política brasileira de estabilização: 1963/68*. Pesquisa e Planejamento Econômico. Rio de Janeiro, 12(3), dezembro, 1982.
- . Santos, João C. Araújo. A gestão da dívida mobiliária federal: observações sobre a sua origem e a sua evolução. Campinas, Dissertação de Mestrado, Instituto de Economia, UNICAMP, junho, 1994.
- . Serra, José. *Ciclos e mudanças estruturais na economia brasileira do pós-guerra*. In: Belluzzo, L. G. e Coutinho, R. (Orgs.) Desenvolvimento capitalista no Brasil. Ensaios sobre a crise. São Paulo, Editora Brasiliense, 1982.
- . Silva, Peri Agostinho. Técnicas de mercado aberto. Rio de Janeiro, IBMEC, 1983.
- . Simonsen, Mário H. Macroeconomia (vol. 1). 7 ed. Rio de Janeiro, APEC Editora S.A., 1979.
- . Sochaczewski, Antônio C. Desenvolvimento econômico e financeiro do Brasil 1952-1968. São Paulo, Trajetória Cultural, 1993.
- . Tavares, Maria C. Da substituição de importações ao capitalismo financeiro. Ensaios sobre a crise brasileira. Rio de Janeiro, Zahar Editores, 1972.

____ Acumulação de capital e industrialização no Brasil. Rio de Janeiro. Tese livre docência, Faculdade de economia e administração, UFRJ, 1975.