

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

PEDRO DE VASCONCELLOS COSTA

Três Ensaios sobre Economia Brasileira no Período 1956 e 1973: aspectos fiscais e monetários e seu relacionamento com a inflação e o crescimento.

RIO DE JANEIRO, OUTUBRO DE 2020

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

PEDRO DE VASCONCELLOS COSTA

Três Ensaios sobre Economia Brasileira no Período 1956 e 1973: aspectos fiscais e monetários e seu relacionamento com a inflação e o crescimento.

Tese de Doutorado submetida ao corpo docente do programa de pós-graduação em Economia da Indústria e da Tecnologia do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro como parte dos requisitos necessários à obtenção do grau de doutor em ciências econômicas.

Prof. Dr. Carlos Pinkusfeld Monteiro Bastos

RIO DE JANEIRO, OUTUBRO DE 2020

As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do autor.

*À memória de Izaltino José da Costa, que possibilitou que amanhã sempre fosse
sábado.*

À memória de Wandares Linhares de Vasconcellos, que sempre esteve lá.

Resumo

Esta tese tem por objetivo analisar diferentes aspectos monetários e fiscais da economia brasileira, bem como, a ligação destes com a inflação e o crescimento econômico. O primeiro artigo avalia o período do Plano de Metas utilizando uma abordagem pós-keynesiana e a teoria do dinheiro moderno para estabelecer que *per se* o financiamento monetário (direto pela Autoridade Monetária) não tem nenhuma característica que o torne mais ou menos inflacionário que o financiamento por dívida (indireto), que a “hipótese da poupança forçada” é muito mais frágil do que faz supor a unanimidade que a cerca e que a inflação brasileira é melhor explicada por uma abordagem alternativa baseada no conflito distributivo e na instabilidade externa. O segundo artigo identifica um grande conjunto de dificuldades, sejam elas teóricas ou empíricas, para avaliar o sistema financeiro e o financiamento da economia. O recorrente estabelecimento pela literatura do sistema financeiro como um limitador do desenvolvimento no período 1955-1964 é qualificado, à luz da leitura keynesiana de *finance* e *funding*, apresentando-se a institucionalidade vigente e os caminhos alternativos que se estabeleceram para permitir, mesmo que de forma precária e com alto nível de improviso, o financiamento privado necessário ao vigoroso crescimento experimentado de 1957 a 1962. No terceiro ensaio, é realizada a avaliação das finanças públicas e da contribuição do Setor Público para o crescimento de 1956 a 1973. Utilizamos uma abordagem do tipo keynesiana para ressaltar a importância da Política Fiscal e apontar que não há uma relação necessária entre resultado fiscal e impacto na demanda agregada e para construir um indicador de impacto fiscal que leve em conta a composição das finanças públicas e o multiplicador para mensurar a real contribuição do Setor Público para o crescimento.

Palavras-chave: política fiscal; política monetária; sistema financeiro; inflação

Abstract

This thesis aims to analyze different monetary and fiscal aspects of the Brazilian economy, as well as their connection with inflation and economic growth. The first article assesses the Plano de Metas period using a Post-Keynesian approach and the modern money theory to establish that monetary financing *per se* (direct by the Monetary Authority) has no characteristics that make it more or less inflationary than financing by (indirect) debt and that the “forced savings hypothesis” is much more fragile than the unanimity surrounding it supposes. The second article identifies a large set of difficulties, whether theoretical or empirical, to assess the financial system and the financing of the economy. The recurrent establishment by the literature of the financial system as a limiter of development in the period 1955-1964 is qualified, in the light of the Keynesian concept of finance and funding, presenting the current institutionality and the alternative paths that were established to allow, even if in a precarious manner and with a high level of improvisation, the private financing necessary for the vigorous growth experienced from 1957 to 1962. In the third essay, an evaluation of public finances and the contribution of the Public Sector to growth from 1956 to 1973. A Keynesian approach is used to emphasize the importance of Fiscal Policy and point out that there is no necessary relationship between fiscal results and impact on aggregate demand and to build a fiscal impact indicator that takes into account the composition of public finances and the multiplier to measure the Public Sector's real contribution to growth.

Keywords: fiscal policy; monetary policy; inflation; financial system

Sumário

Introdução	9
Artigo 1 - Plano de Metas: uma análise crítica da leitura convencional sobre financiamento público e inflação.....	12
1. Introdução	12
2. Panorama Geral do Período	13
3. O Sistema Financeiro Brasileiro (SFB) no PM	19
3.1 A evolução e a institucionalidade do SFB.....	22
4. Inflação e estabilização	28
5. Considerações Finais	41
Artigo 2 - O Sistema Financeiro brasileiro e o financiamento ao setor privado de 1955 a 1964.	45
1. Introdução	45
2. Fundamentos teóricos: a visão convencional, a teoria do dinheiro moderno (MMT) e o circuito finance-funding.	47
2.1 A análise de origem neoclássica do sistema financeiro.	48
2.2 A resposta keynesiana.....	49
3. Características do Sistema Financeiro Brasileiro (SFB) e do financiamento ao setor privado.	55
3.1 Quadro institucional e suas implicações.....	57
3.2 A concessão de crédito no Brasil.....	63
3.2.1 O papel dos bancos comerciais	63
3.3 Avaliação das fontes não bancárias de financiamento ao setor privado.....	74
3.3.1 O papel do Setor Público.....	76
3.3.2 O autofinanciamento	81
3.3.3 As Sociedades de Crédito Financiamento e Investimento (SCFI) e o mercado paralelo.....	82
3.4 O papel do Setor Externo	92
Considerações Finais	97
Artigo 3 - As Finanças Públicas e a Contribuição da Política Fiscal para o crescimento econômico do Plano de Metas ao “Milagre Econômico”.....	101
1. Introdução	101
2. A Política Fiscal na tradição Keynesiana.....	103
2.1 As finanças funcionais de Abba Lerner	105
2.2 O papel da Política Fiscal segundo Kalecki	106
2.3 Haavelmo (1945) e o teorema do multiplicador do orçamento equilibrado.....	107
2.4 A Política Fiscal Pós-Keynesiana	108

3. O comportamento das Finanças Públicas de 1956 a 1973	110
3.1 Metodologia de tratamento dos dados fiscais brasileiros	111
3.2 1956 a 1960 – Juscelino Kubitschek (JK) e o Plano de Metas (PM).....	115
3.3 1961 a 1964 – Da instabilidade político-econômica ao Golpe Militar.	119
3.4 1964 a 1966 – Castello Branco e o PAEG	123
3.5 1967 a 1973 – Delfim Netto e o “Milagre Econômico”	127
4. Análise do Impacto Fiscal na Economia Brasileira.	138
Considerações Finais	142
REFERÊNCIAS	146

Introdução

A economia brasileira vivenciou de 1956 a 1973 importantes flutuações inflacionárias e duas “ondas de crescimento”, que apesar de conterem diferenças fundamentais, ficaram marcadas pela grande participação, direta e indireta, do Estado ao assumir deliberadamente a tarefa de planejar, articular e promover o desenvolvimento econômico, tendo como norte o aprofundamento do processo de industrialização. A escolha do tema desta tese parte da percepção de que se faz mister uma releitura da história econômica brasileira em virtude da solidificação de uma literatura, tanto em aspectos monetários quanto fiscais, pautada pela teoria neoclássica convencional e estabelecendo muitas vezes, dada a inexistência ou baixa qualidade dos dados, proposições “canônicas” sem que as considerações teóricas e empíricas, necessárias a comprovação das mesmas, sejam realizadas e/ou aprofundadas.

Nesse sentido, tomamos como base a abordagem pós-keynesiana e a teoria do dinheiro moderno atribuindo centralidade ao uso ativo das políticas fiscal e monetária para se atingir e manter o pleno emprego, à luz do princípio da demanda efetiva e da teoria da taxa de juros exógena. Nesse sentido, esta tese procura contribuir: i) para desconstrução de leituras “canônicas” a muito estabelecidas para a economia brasileira; ii) no debate sobre financiamento público e privado e seus possíveis impactos sobre a inflação e o crescimento; (iii) na utilização de uma visão, por assim dizer keynesiana, para mensurar o impacto do Estado sobre o crescimento e a inflação.

A presente tese é composta por 3 ensaios que avaliam diferentes aspectos fiscais e monetários bem como a relação deles com a inflação e o crescimento da economia brasileira. O primeiro versa sobre o Plano de Metas e foi motivado pela literatura convencional de duas leituras canônicas que carecem de qualificação: (i) a de que o financiamento público por emissão monetária é o responsável pela elevação da inflação,

já que, é intrinsecamente inflacionário; (ii) a existência de um processo de extração de “poupança forçada” dos trabalhadores como importante elemento viabilizador do financiamento do desenvolvimento experimentado.

O segundo ensaio reexamina o papel do sistema financeiro para o financiamento do setor privado, de 1955 a 1964, identificando que o aprofundamento do processo de industrialização exigiu um grande volume de Investimentos e frequentemente envolveu elevado investimento inicial e prazo de maturação. A motivação para esse ensaio decorre da existência de um grande conjunto de dificuldades teóricas e empíricas para se avaliar o real funcionamento do sistema financeiro brasileiro (SFB) e, conseqüentemente, da estrutura de financiamento disponível. Dentre essas dificuldades, a mais relevante é a incompatibilidade entre o recorrente, e até certo ponto motivado, estabelecimento pela literatura da estrutura de financiamento como um limitador do desempenho macroeconômico.

Buscamos estabelecer as características do SFB e o seu funcionamento tendo como base a abordagem de *finance e funding* tradicional a literatura keynesiana, em oposição a visão de origem neoclássica do financiamento majoritariamente utilizada para a interpretação da economia brasileira. Incorporando referências mais atuais explicitamos como e por que o sistema monetário e o nexu Tesouro Nacional - Banco Central não compunham um núcleo consistente com a *MMT* e inviabilizavam a formação de uma taxa básica oficial de juros. Nesse cenário, investigamos e listamos sistematicamente como, perante as limitações institucionais e organizacionais existentes, o SFB desenvolveu mecanismos oficiais e extraoficiais que permitiram, mesmo que de forma precária e com elevado grau de imprevisto, viabilizar o financiamento privado necessário ao aprofundamento do processo de industrialização por substituição de importações desencadeado pelo PM.

O terceiro ensaio discute o comportamento das finanças públicas e a contribuição da política fiscal para o desempenho da economia de 1956 a 1973. Para cumprir esses objetivos foi utilizada uma abordagem, por assim dizer, keynesiana baseada em autores como Keynes, Kalecki (1944), Haavelmo (1945) e Lerner (1943) e, mais contemporaneamente Paul Davidson, nos EUA, e Fernando Cardim Carvalho, no Brasil, os dois últimos formando o que chamamos de escola pós-keynesiana. Esse arcabouço traz à tona o fato de que um mesmo resultado orçamentário pode gerar diferentes impactos sobre a demanda agregada, dependendo da composição da despesa pública realizada, e que é necessário avaliar separadamente as finanças públicas e a contribuição da política fiscal sobre a economia.

Dessa forma, em um primeiro momento avaliamos o comportamento das finanças públicas tendo por base os dados desagregados do IBGE, mensurados pelo critério acima da linha, e compartimentalizamos o período 1956-1973 em 4 subperíodos de acordo com as alterações estruturais e políticas que motivaram mudanças na Política Fiscal e na primazia do pensamento desenvolvimentista.

Para cumprir o objetivo de mensurar o Impacto Fiscal do Estado, examinamos a composição das receitas e despesas públicas estabelecendo o sentido e a intensidade da contribuição do Setor Público sobre a demanda agregada. Para tanto, foi utilizado um indicador de Impacto Fiscal nos moldes do estabelecido em Bastos, Rodrigues e Lara (2015) e que avalia o efeito direto das variações do Investimento Público e aquisição de bens e serviços do efeito indireto, através da modificação da renda disponível ao consumo das famílias, das variações nos gastos com pessoal, transferências, subsídios e impostos, levando em conta o efeito multiplicador, para determinar a real influência da Política Fiscal sobre a economia.

Artigo 1 - Plano de Metas: uma análise crítica da leitura convencional sobre financiamento público e inflação.

1. Introdução

O Plano de Metas (PM) consistiu em um esforço desenvolvimentista concentrado, resumido no lema da campanha de JK, “50 anos em 5”, e foi bem-sucedido em promover o crescimento e modernização do país. O cumprimento de uma série de metas relacionadas ao processo de acumulação de capital teve como consequência natural uma importante transformação da estrutura produtiva e social. O país tornou-se majoritariamente urbano, o PIB cresceu de forma acentuada e a inflação se acelerou. A literatura acadêmica convencional, valendo-se da Teoria Quantitativa da Moeda (TQM), estabeleceu uma ligação umbilical entre o financiamento monetário do gasto público e a inflação, considerada um fenômeno basicamente de demanda, sem que maiores considerações teóricas e empíricas fossem aprofundadas sobre tal afirmação. Mesmo os autores estruturalistas, ao se valerem da “hipótese da poupança forçada” também aproximavam suas análises da visão ortodoxa interpretando a inflação do período como resultado de um processo de excesso de demanda. Entretanto, essas interpretações, que se tornaram praticamente canônicas e dominantes nos livros texto (Abreu, 1990; Gremaud et al, 2017; Giambiagi et al, 2016; Veloso et al, 2013), devem ser reavaliadas de uma forma crítica a luz das recentes contribuições da análise econômica. Grosso modo, são três as linhas de reflexão teórica e empírica heterodoxa que embasam a revisão aqui proposta: a leitura crítica quanto aos fundamentos da teoria da poupança forçada feita por Serrano (2001); um segundo programa de pesquisa, que já conta com ampla literatura brasileira e internacional, diz respeito à crítica da teoria de inflação baseada em excesso de demanda. Essa corrente apresenta uma interpretação alternativa que tem como elemento central o conflito distributivo e, especificamente no caso dos países em

desenvolvimento, a questão da instabilidade externa (ver Bastos, 2001; Serrano 2005, Stirati, 2001). Finalmente, na questão do financiamento do setor público e, notadamente, da relação entre o Governo e o Banco Central e sua consequência sobre as taxas de juros, uma vasta literatura ligada à *Modern Monetary Theory* (MMT) vem tendo grande impacto não apenas no mundo acadêmico (ver Lavoie, 2013; Wray, 2014; Cesaratto, 2016), mas também na esfera política tanto no Brasil quanto nos EUA (ver Resende, 2019; Cohen, 2019; Shiller, 2019, etc.). Assim, a partir destes referenciais, o presente artigo busca contestar, especificamente, duas leituras canônicas da história econômica do período do PM: (i) a de que o financiamento público por emissão monetária é necessariamente inflacionário e, conseqüentemente, o principal responsável pela aceleração inflacionária que não ocorreria se tivessem sido utilizados títulos públicos; (ii) a existência de um processo de extração de poupança forçada dos trabalhadores como importante instrumento de financiamento do desenvolvimento brasileiro e consequência direta da incompatibilidade entre a taxa de acumulação e a poupança marginal (máxima) dada a plena ocupação do produto potencial. Com esse intuito, iniciamos com uma breve revisão geral do período do Plano de Metas para em seguida analisar a institucionalidade do Sistema Financeiro Brasileiro e as características do financiamento do Governo pela Autoridade Monetária. A partir daí, analisamos o comportamento da inflação buscando uma alternativa à interpretação dominante.

2. Panorama Geral do Período

A trajetória da economia brasileira, especialmente, a partir dos anos 1950, foi marcada por um processo de industrialização liderado pelo Estado, tanto do ponto de vista de políticas de incentivo quanto de intervenção direta em setores produtivos e de Investimento Público em infraestrutura. O governo JK pôs em marcha seu audacioso plano de industrialização em meio a uma situação externa pouco favorável devido a

tendência de queda nos preços do café (em 1956, era responsável por 69,5% do total exportado)¹ acompanhada de uma perspectiva de aumento da produção decorrente da expansão das plantações no período de elevação dos preços imediatamente anterior.

A despeito de em 1956, primeiro ano do governo Kubitschek, o país ter registrado crescimento de 2,9% com o PIB per capita estagnado, o início da política desenvolvimentista propiciou uma grande aceleração do crescimento nos anos seguintes. Já no segundo ano do governo, o aumento real do PIB foi de 7,7% enquanto o crescimento real médio superou 8% anuais. O crescimento acelerado foi resultado de um processo de transformação estrutural, inerente ao PM, e que deslocou trabalhadores do setor agrícola para o industrial, elevando a importância da indústria e do setor de serviços na força de trabalho e no PIB. Além disso, o crescimento do produto real per capita atingiu aproximadamente 5% ao ano superando em muito as previsões (2% ao ano)².

Houve crescimento de todos os componentes da demanda agregada e o comportamento do Consumo é apresentado na tabela 1:

Tabela 1
Consumo (Cr\$ bilhões)

	Consumo Total*	Var. anual %	Consumo do Governo*	Var. anual %	Consumo das Famílias*	Var. anual %
1955	684		94		590	
1956	710	3,8%	106	13,2%	604	2,3%
1957	753	6,0%	111	3,9%	642	6,4%
1958	823	9,4%	116	5,2%	707	10,1%
1959	880	7,0%	118	1,5%	762	7,9%
1960	1 011	14,9%	139	17,4%	873	14,5%

Fonte: IBGE – Diretoria de pesquisas – departamento de Contas Nacionais, disponível em <https://seculoxx.ibge.gov.br/economicas/contas-nacionais> *Todos os valores a preços de 1955.

¹Durante o governo JK o produto respondeu por 60% do total das exportações. Por conta disso, o valor unitário das exportações brasileiras esteve fortemente atrelado ao preço internacional do café. (Anuário Estatístico do Brasil 1957-1965. Rio de Janeiro: IBGE, v. 18-26, 1957-1965).

² Fonte: IBGE – Diretoria de pesquisas – departamento de Contas Nacionais. *População estimada para 1 de julho, dados estimados pelo DÉPIS/IBGE.

É possível perceber que o Consumo apresenta relevante tendência de crescimento e, em termos médios, o crescimento do Consumo do Governo e das Famílias foi muito próximo ao do PIB, sinalizando a estabilidade da fração do consumo no PIB. Entretanto, essa estabilidade “ponto a ponto” não correspondeu ao comportamento nos diferentes anos do período. O Consumo do Governo flutuou mais que o Consumo das Famílias, entretanto, ambos apresentaram crescimento médio de 8,2% ao ano.

O comportamento do Investimento é apresentado na tabela 2:

Tabela 2
Formação Bruta de Capital Fixo (FBKF) (Cr\$ bilhões)

	FBKF*	Var. anual %	FBKF Máquinas e equipamentos*	Var. anual %	FBKF Construção*	Var. anual %
1955	110		41,4		65,6	
1956	121	10%	42	0,3%	77	17,6%
1957	136	12,0%	48	16,3%	85	10,0%
1958	170	25,0%	61	26,4%	106	25,2%
1959	198	16,3%	78	28,3%	117	9,8%
1960	189	-4,4%	68	-12,8%	118	0,8%

Fonte: IBGE – Diretoria de pesquisas – departamento de Contas Nacionais. *Todos os valores a preços de 1955.

É possível perceber uma rápida elevação da FBKF*, desencadeada após a adoção do PM, destacando-se a expansão real de 25% em 1958 e o crescimento real médio de 11,9% ao ano. O Investimento em máquinas e equipamentos teve papel central com crescimento real de 26,4% em 1958 e de 28,3% em 1959. Essa forma de Investimento apresentou caráter mais instável, crescendo timidamente em 1956 e se retraindo no último ano do período³. A FBKF Construção* apresentou suas maiores taxas de crescimento real nos

³ Cabe ressaltar, que esse caráter de responder ao acelerador do Investimento mostra que a desaceleração que se segue ao período de forte crescimento de 1956 a 1959, demandou, para manter um bom ritmo de crescimento no início dos anos 1960, alguma forma de estímulo fiscal e não o oposto, como parecia ser consensual ao fim do período do Plano de Metas.

anos de 1956 (17,6%) e no ano de 1958 (25,2%), em linha com um período de fortes movimentos populacionais, urbanização e mesmo a construção de Brasília.

Nesse processo, setores industriais vão sendo montados, em escalas tais que, a produção e, conseqüentemente, a demanda doméstica, em muito superam a limitada importação prévia de tais bens. Assim sendo, o crescimento da produção e, a partir disso, do próprio produto agregado, acabam por gerar uma demanda por importações, composta de bens de capital, componentes e matérias primas necessárias à produção industrial ampliada, superior àquela anterior a constituição de tais setores. Ou seja, substituição de importações não significa contração do volume de comércio exterior, e sim o contrário: sua expansão.

Por um lado, o comportamento da balança comercial brasileira, exposto na tabela 3, expõe a não ocorrência de uma contração das importações em valor, viabilizando a expansão da FBKF em máquinas e equipamentos, uma vez que, se elevaram de ponta a ponta, entre 1956 e 1960, em quase 20%. Por outro lado, como o PIB cresceu 47,5%⁴, podemos afirmar que ocorreu uma contração do coeficiente de importação. Se observarmos o comportamento das exportações, a não ocorrência de tal contração inviabilizaria o próprio processo de crescimento, uma vez que, constituiria um déficit comercial ainda mais difícil de ser financiado⁵ dada a piora dos Termos de Troca, equivalentes em 1960 a 86,8 do valor registrado em 1955.

No que diz respeito às exportações, mesmo após a realização de uma Reforma Cambial⁶ em 1957, o regime de bonificações fixas em quatro categorias manteve-se inalterado,

⁴Fonte: IBGE – Diretoria de pesquisas – departamento de Contas Nacionais, disponível em <https://seculoxx.ibge.gov.br/economicas/contas-nacionais>

⁵Para que o coeficiente de importações ficasse constante no período, seu crescimento deveria ser exatamente igual ao crescimento do PIB, isto é, deveria haver um aumento de 47,5% no valor das importações. Se fosse esse o caso, teríamos em 1960 importações de US\$1.820 milhões de dólares e, *ceteris paribus*, o saldo da balança comercial apresentaria um déficit de US\$550 milhões, isto é, quase 3 vezes maior do que o registrado.

⁶ Em termos gerais, a Lei 3.244, criou um sistema de alíquotas tarifárias *advalorem*, fixadas para cada

resultando na manutenção de um câmbio valorizado, uma vez que a inflação atingia patamares crescentes, diminuindo a competitividade dos produtos da pauta de exportação. Esse fator de competitividade preço pode ter, junto com a queda dos preços do café, contribuído para que as exportações brasileiras diminuíssem aproximadamente 10%, de US\$1.423 milhões para US\$1.270 milhões⁷.

Tabela 3
Balança Comercial e Termos de Troca
(Em US\$ milhões FOB)

Ano	Importações	Exportações			Termos de Troca (1955 = 100)
		Café	Outras	Total	
1955	1.307	844	579	1.423	100,00
1956	1.234	1.030	452	1.482	100,81
1957	1.489	846	545	1.392	99,23
1958	1.353	688	555	1.243	95,72
1959	1.374	744	538	1.282	92,38
1960	1.462	713	557	1.270	86,80

Fonte: Elaboração própria baseada em dados do Anuário Estatístico Brasileiro do IBGE de 1958, p.215; 1960, p.181; 1962, p.215.

Um aspecto importante do esquema de câmbios múltiplos era a existência de um diferencial cambial positivo, entre o valor pago aos exportadores e importadores, dando origem a uma receita parafiscal ao Estado, já que as receitas líquidas das operações cambiais iam para o Fundo de Ágios e Bonificações e eram apropriadas pelo TN. Assim sendo, ocorria uma transferência de recursos do setor primário exportador para o esforço de industrialização (via preço menor de bens de capital) e/ou via carreamento de recursos para o Estado desenvolvimentista.

mercadoria e sob responsabilidade do Conselho de Política Aduaneira (CPA), e efetuou a redução de cinco para duas das taxas de câmbio existentes, dando origem a um sistema de proteção mais preciso e, assim, mais eficiente à indústria nacional.

⁷ Boletim do Banco Central do Brasil 1965.

A estratégia de desenvolvimento econômico concebida pelo PM se harmonizou com os interesses do capital internacional e fez com que o Brasil se tornasse o principal receptor de recursos externos na América Latina. Além disso, o Investimento Direto Estrangeiro (IDE) recebeu tratamento preferencial da política cambial⁸ e da Instrução 113⁹ e, com isso, os investimentos estrangeiros líquidos¹⁰ (entradas menos retornos de capital) mais do que dobram já em 1956 e totalizam US\$565 milhões no quinquênio do PM frente a US\$81 milhões no quinquênio imediatamente anterior.

Os fluxos de empréstimos e financiamentos tinham os EUA como credor majoritário e, dada a fragilidade financeira das contas externas brasileiras, os empréstimos exerceram papel relevante na estratégia de desenvolvimento. Os capitais internacionais foram majoritariamente captados por empresas estatais e instituições privadas estrangeiras crescendo 175% já em 1956 e totalizando US\$1.869 milhões no quinquênio do PM frente a US\$367 milhões no lustro imediatamente anterior.

Os capitais compensatórios foram mais escassos em virtude da discordância do Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD) e do Fundo Monetário Internacional (FMI) frente a política econômica expansionista de JK. Exemplo disso, é que em 1958, foi solicitado um empréstimo ao Eximbank que acabou condicionado a obtenção de aval junto ao FMI. O fundo solicitava a contenção da inflação e do déficit do BP. Assim sendo, como se repetiu na história econômica brasileira, a restrição externa, além dos impactos diretos sobre o crescimento, tem um efeito indireto sobre a economia

⁸ A taxa de câmbio geral seguiu em média 18,49% acima da taxa de mercado livre, incentivando o IDE, uma vez que, a remessa de lucros e dividendos se faria através de um câmbio mais favorável à firma multinacional.

⁹Essa instrução permitia a realização de Investimentos sem cobertura cambial, na forma de mercadorias/equipamentos e teve sua importância majorada porque no decorrer do PM esses investimentos se direcionaram a setores com fortes barreiras à entrada de natureza tecnológica e financeira, perfazendo valores na faixa dos 40% do total no primeiro e último ano do governo JK, e na faixa dos 60% do total nos outros anos.

¹⁰ Fonte: Estatísticas históricas do Brasil: séries econômicas, demográficas e sociais de 1550 a 1988, P.582-583.

através das condicionalidades impostas pelas agências internacionais às decisões de política econômica domésticas. Nesse caso, as exigências do FMI deram origem ao Plano de Estabilização Monetária (PEM), que acabou rapidamente abandonado com o Brasil rompendo relações com o FMI.

Durante todo o período, o saldo da conta de “Serviços e Rendas” do balanço de Pagamentos foi sempre negativo, contribuindo, junto a deterioração comercial, para um déficit de Transações Correntes crescente. Ao longo dos 5 anos do Governo JK, esse déficit ficou levemente acima do valor dos cinco anos anteriores e nos últimos 3 anos de governo, o valor aumentou de 2% para quase 3 % em proporção do PIB¹¹. Ao final do Plano de Metas, o país apresentou crescentes déficits em transações correntes que resultaram em uma ampliação do financiamento por créditos externos, naturalmente, ampliando a dívida externa em cerca de 30%.

3. O Sistema Financeiro Brasileiro (SFB) no PM

Há uma visão praticamente consensual de que o comportamento da inflação no PM está diretamente ligado ao financiamento monetário dos déficits públicos, sendo fruto da não definição de fontes adequadas de financiamento e da inexistência de um sistema financeiro maduro o suficiente para permitir o levantamento dos recursos necessários¹². A dominância dessa interpretação é ainda mais significativa, em termos de formação de um consenso intelectual sobre a questão, por constar dos principais livros-texto utilizados nas universidades brasileiras e que, coerentemente, são bibliografia obrigatória no concurso nacional para o acesso à pós-graduação (exame da ANPEC).

¹¹Fonte: IBGE – Diretoria de pesquisas – departamento de Contas Nacionais, disponível em <https://seculoxx.ibge.gov.br/economicas/contas-nacionais>.

¹² Exemplos dessa visão podem ser encontrados em Pelaez e Suzigan (1976, P.372), Benevides (1981, P.81; P.88; P.100; P.127), Pastore e Pinotti (2007, P.43;P.31), Simonsen e Campos (1979), Lessa (1992, P.51-52), Young (2013, P.92), Mello e Souza (2010, P.1687), Lafer (2002, P.151) entre tantos outros.

No livro “Desenvolvimento Econômico: Uma perspectiva brasileira” a análise do governo JK estabelece que o Estado brasileiro “Não dispondo de recursos para financiar tão ousados investimentos, recorreu-se amplamente à expansão monetária, o que provocou a elevação da inflação” (CARDOSO, 2013, P.168-169).O livro “Economia Brasileira Contemporânea” ao tratar dos tipos de inflação, postula que:

Os principais problemas do plano estavam na questão do financiamento [...] na ausência de uma reforma fiscal condizente com as metas e gastos estipulados, precisaram ser financiados principalmente por emissão monetária, com o que se observou no período uma aceleração inflacionária. (GREMAUD ET AL, 2017, P.405)

Por sua vez, Villela (2016), no livro-texto “Economia Brasileira Contemporânea: 1945-2015”, considera que o gasto público inerente ao PM:

... provocaria um déficit público incompatível com a contenção da inflação no patamar previsto [...] [e que] De fato o principal mecanismo de financiamento do Plano de Metas foi a inflação, resultante da expansão monetária que financiava o gasto público [...] [sendo assim] O uso do financiamento inflacionário [isto é, da emissão monetária para viabilizar o gasto público] para atender à prioridade de desenvolvimento industrial traduziu-se em uma forte elevação do índice geral de preços entre 1957 e 1958. (VILLELA, 2016, P.37-38)

Por fim, o clássico “A Ordem do Progresso” afirma que:

...o financiamento dos gastos públicos e privados através da expansão dos meios de pagamento e do crédito bancário, respectivamente, tendo como consequências fortes pressões inflacionárias [...] Na ausência de um sistema financeiro com dimensão, maturidade e flexibilidade suficientes para captar as poupanças requeridas pelos investimentos propostos, a única solução teria sido a elevação da carga fiscal [...] fortes resistências [...] O esquema financeiro encontrado para a realização do PM – o financiamento inflacionário –” (ORENSTEIN; SOCHACZEWSKI, 1990, P.179-181)

Buscando qualificar essa visão hegemônica, devemos inicialmente entender como se relacionam os dois sistemas de criação de crédito/poder de compra, para o setor privado e governo. Esta conexão tem como elemento inicial a forma como o Banco Central financia o gasto do governo e, num segundo momento, a forma pela qual o Banco Central opera no interbancário, utilizando a dívida pública para determinar uma taxa básica de juros na economia. Neste ponto, a análise do caso brasileiro baseada na moderna literatura

da *MMT* ganha uma enorme especificidade dadas as limitações institucionais do sistema financeiro.

Num sistema monetário usual, ainda que o Tesouro Nacional seja financiado diretamente pelo Banco Central (ou pela Autoridade Monetária, isto é, por um agente com capacidade de emissão primária de moeda estatal), a Autoridade Monetária e/ou Governo podem emitir dívida pública para operacionalizar a fixação de uma taxa de juros básica de curto prazo. Ou seja, mesmo que ocorra uma expansão direta do poder de compra do governo, através de créditos da Autoridade Monetária seguidos pela expansão dos seus gastos, a liquidez criada no setor privado encontra um ajuste de portfólio dada uma taxa de juros fixada exogenamente pelo Banco Central.

Entretanto, no caso brasileiro, as peculiaridades institucionais e, especificamente a existência de uma lei que limitava a taxa de juros nominal em 12% ao ano, a Lei da Usura de 1933, ou seja, um teto muito reduzido frente à inflação prevalente, tornavam a utilização da dívida pública na execução da política monetária virtualmente inviável, independente da forma como o déficit do Governo era financiado, se direta ou indiretamente pelo Banco Central¹³.

Ademais, a própria institucionalidade da operação de um interbancário “normal” operando com dívida pública, não existia. O desenvolvimento de um mercado interbancário de troca só ocorreu após as reformas de 1964, quando

o sistema bancário reduziu sensivelmente sua dependência com relação à assistência financeira do Banco Central, traduzidas pelos chamados empréstimos de liquidez (redescontos), consequência do próprio desenvolvimento das operações de mercado aberto, que permitiram o

¹³ Chamamos de financiamento direto, ou financiamento monetário, como é mais usualmente referido, ao financiamento direto do Tesouro pelo Banco Central. Neste caso, o Banco Central compra títulos do Tesouro, ou monetiza diretamente, tal dívida. Por sua vez, o financiamento indireto ocorre quando um agente privado, normalmente um *dealer* do Banco Central, compra um título do Tesouro, fornecendo crédito ao setor público. Muitas vezes, o Banco Central acomoda as necessidades de liquidez destes agentes privados fornecendo liquidez no interbancário. Daí o conceito de financiamento indireto pelo Banco Central..

surgimento de um intenso mecanismo de trocas de reservas interbancárias. (FERREIRA, 1974, P.30).

Diante do exposto, é necessário aprofundar o estudo da institucionalidade vigente no SFB e com esse objetivo começaremos a próxima subseção analisando a evolução e a institucionalidade do SFB na década de 1950.

3.1 A evolução e a institucionalidade do SFB

Ao longo da década de 1950, a expansão da rede bancária ocorreu em um cenário de inflação elevada, IGP-DI ascendente, e, as vésperas do PM, pode-se fazer uma descrição muito sintética de suas principais características: (i) o Banco do Brasil (BB) exercia de fato as funções executivas de Banco Central e era o principal banco comercial do país; (ii) a Superintendência da Moeda e Crédito (SUMOC) realizava a fiscalização bancária, estabelecia as taxas de juros, as regras de redesconto e de compulsório; (iii) as taxas de juros nominais estavam formalmente limitadas pela Lei da Usura, de 1933, a um máximo de 12% ao ano e não houve o desenvolvimento de um mercado de títulos públicos nem o surgimento dos segmentos de médio e longo prazo no sistema bancário privado; (iv) o BB e a Caixa financiavam a produção agrícola e industrial, de maior risco, e timidamente os investimentos em capital fixo de longo prazo, com o BB podendo recorrer à emissão; (v) o BNDE financiava¹⁴ e avalizava os investimentos em infraestrutura e capital fixo, cujas características, maior risco e prazo, não eram atendidos pelo sistema bancário; (vi) os bancos privados realizavam empréstimos de curto prazo e suas operações passivas consistiam predominantemente na captação de depósitos à vista¹⁵.

¹⁴ Apesar da sua importante posição para o financiamento de longo prazo não tinha capacidade de criação de crédito *ex nihilo*, ou seja, dependia basicamente de fundos parafiscais para a realização de seus empréstimos. Tal quadro, distinguia-se da situação do Banco do Brasil que, como visto, funcionava como um misto de banco de crédito e Autoridade Monetária e, portanto, não estava sujeito a restrições ou limitações, de qualquer natureza estritamente econômica, quanto a expansão de crédito.

¹⁵ Em 1960, os depósitos à vista atingem sua maior participação no total de depósitos, representando aproximadamente 92% dos depósitos totais captados pelos bancos comerciais. Fonte: IBGE, Estatísticas do Século XX, Tabela MC-20. Disponível em <https://seculoxx.ibge.gov.br/economicas/moeda-e-credito> acessado em 01/07/2020.

Vale sublinhar, que o BB atuava como agente financeiro do Governo, exercendo a função de emissor de títulos federais e, especialmente, realizando empréstimos à União, Estados e Municípios, além de recolher a arrecadação tributária. Também recebia os compulsórios direcionados à SUMOC e não estava sujeito aos controles impostos aos demais bancos comerciais, e/ou do seu acesso ilimitado ao redesconto (SOCHAZEWSKI, 1993, P.27). Em virtude de seu caráter singular, Benevides (1981), aponta “o papel específico do Banco ligado ao atendimento do lado real da economia [...] identificado mesmo antes de 1950.” (BENEVIDES, 1981, P.127-128).

O que é possível concluir da breve listagem apresentada acima?

- a) O Banco do Brasil ocupava uma posição *sui generis* de Autoridade Monetária e banco comercial, o que tornava o sistema de crédito bastante flexível frente à demanda privada.
- b) No Brasil, havia financiamento direto do Governo (Tesouro Nacional) pela Autoridade Monetária, ou mais especificamente pelo Banco do Brasil.
- c) A fixação de um teto nominal de juros pela SUMOC, relativamente baixo frente a taxa de inflação do período¹⁶ se constituía numa rigidez para a atuação da Autoridade Monetária como fixador da taxa básica de juros da economia e, conseqüentemente, sobre a própria alocação de portfólio do setor privado. Ademais, a institucionalidade necessária para tal fixação, um mercado interbancário operando com títulos públicos, não existia à época.

Quais seriam as conseqüências desse arranjo institucional? Inicialmente, é importante destacar que todo gasto do governo depende de criação de crédito/poder de compra, que pode se originar diretamente da Autoridade Monetária ou do setor privado. A diferença

¹⁶Ao longo de sua existência a SUMOC baixou uma série de Instruções abordando a definição de taxas máximas de juros a serem praticadas pelos bancos comerciais. No entanto, nenhuma dessas Instruções foi capaz de estabelecer taxas de juros reais positivas para os depósitos bancários gerando um aumento da proporção de depósitos à vista frente aos depósitos a prazo, à medida que, a inflação foi se acelerando.

entre sistemas de financiamento direto/moeda (caso em que a Autoridade Monetária compra títulos diretamente do Tesouro Nacional) ou indireto/dívida (Tesouro Nacional gera seu poder de compra através da venda de títulos ao setor privado) será determinada pela forma como o Banco Central opera sua relação com o Tesouro Nacional. Dado que os Bancos Centrais tem como atribuição serem compradores de dívida emitida pelo governo, ainda que de propriedade do setor privado, a situação contábil final de ambas as operações tende a se igualar¹⁷, ou seja: mesmo que no financiamento indireto o setor privado adiante poder de compra ao setor público criando crédito na aquisição de seus títulos, o ajuste de portfólio/liquidez do sistema como um todo, resulta numa situação idêntica, já que, ao fim de ambos os processos de expansão de crédito ao setor público, a situação contábil dos bancos apresenta títulos da dívida pública em seus ativos e depósitos à vista do setor privado em seus passivos¹⁸.

Em outras palavras, ao adiantar crédito para o setor público, o setor privado, e especificamente o bancário, coloca no seu portfólio títulos do governo. Se o passivo desses bancos sofre um saque, estes podem buscar liquidez no mercado interbancário. Caso essa busca exerça uma pressão altista nesse mercado, elevando a taxa de juros vigente acima da determinada pela Autoridade Monetária, está intervém comprando títulos da dívida pública do banco em busca de recursos no interbancário. Assim, a Autoridade Monetária monetiza a dívida pública, ou seja, financia de forma indireta o Tesouro. Uma outra forma de financiamento indireto ocorre através de empréstimos do Tesouro a instituições *dealer* para compra de títulos do governo.

Nesse sentido, é crucial para que o impacto macroeconômico de um déficit público seja limitado ao seu efeito direto, ou seja, não altere o volume dos gastos privados

¹⁷ Ver Lavoie, 2013; Cesaratto, 2016; Wray, 2014.

¹⁸ Alterações em relação a quanto o setor privado retém em moeda e depósitos de reservas compulsórias no Banco Central não alteram de forma relevante esta conclusão, ver Lavoie, 2013.

influenciados por alguma variação da taxa de juros básica, que o Banco Central seja capaz de executar a contento sua função precípua de manter a taxa de juros ao nível decidido pelo gestor de política monetária¹⁹. Uma vez que, o Banco Central opere da forma esperada, uma venda ao público de títulos do governo não eleva a taxa de juros básica, assim como, o financiamento monetário direto não a reduz. Ou seja: seu impacto indireto via alteração da taxa de juros e posterior elevação/retração do gasto privado não ocorre. Como já mencionado, na década de 1950, esse não era exatamente o caso do BB atuando como Autoridade Monetária, além da limitação operacional relacionada ao teto do juro nominal em um cenário de aceleração inflacionária, não havia um interbancário operando com títulos públicos²⁰, no qual se formaria a taxa de juros básica através da compra de dinheiro (venda de títulos públicos ou a operação inversa) necessária para a fixação da taxa de juros ao nível definido pelos gestores de política monetária.

Devido à inexistência desse mecanismo de formação da taxa básica de juros, a Autoridade Monetária recorria basicamente a tabelamentos e ao redesconto. Essa institucionalidade gera uma dificuldade empírica para analisar as taxas de juros efetivas. Assim, qualquer estudo que se proponha, ou se propusesse, a estabelecer uma relação direta entre financiamento monetário do governo e inflação deve, obrigatoriamente, estabelecer uma conexão teórica e empírica do primeiro com as taxas de juros da economia, o que, como pretendemos demonstrar é praticamente inexequível. Esse aliás, é o primeiro passo de uma explicação que ainda depende da clara explicitação dos canais de transmissão que possam ter existido para que uma expansão do gasto público e privado (esse último supostamente se expande por uma pressão baixista sobre a taxa de juros) tenha gerado

¹⁹ Para uma discussão da teoria da taxa de juros exógena, ou seja, a interpretação que aponta a taxa de juros de curto prazo como determinada pela autoridade monetária e que terá como consequência um ajuste no portfólio dos agentes privados ver Serrano (2005).

²⁰ Os títulos públicos pagavam taxas de juros reais negativas e, por conta disso, eram adquiridos apenas compulsoriamente pelos bancos comerciais, exportadores e importadores quando obrigados por lei. (SOCHACZEWSKI, 1993, P.146)

um excesso de demanda sobre o produto potencial, ou mesmo pressionado o mercado de trabalho acima da oferta de pleno emprego.

Do ponto de vista do financiamento do Governo, dada a institucionalidade aqui descrita, é difícil ver como o financiamento direto seria capaz de estabelecer uma taxa de juros menor que aquela resultante do financiamento indireto dado o tabelamento dos juros em níveis reais fortemente negativos. O financiamento monetário/direto, não pode ser apontado como “responsável direto” por uma eventual taxa de juros básica muito reduzida incentivando uma elevação exacerbada do gasto privado. Em outras palavras, não é o financiamento monetário o eventual culpado por uma expansão excessiva da demanda privada frente à oferta potencial, causando assim inflação, e sim a ordem institucional que não permitia a Autoridade Monetária fixar de forma eficiente a taxa básica de juros. A expansão da demanda pública seria idêntica, financiada por dívida (ou seja, indiretamente pela Autoridade Monetária) ou moeda (ou seja, financiamento direto pela Autoridade Monetária).

Uma vez compreendida a operacionalidade do financiamento do governo, o nexos entre o Tesouro Nacional e a Autoridade Monetária e introduzida a discussão sobre formação da taxa de juros, passamos a descrever mais concretamente as contas públicas. Quanto ao orçamento a ser financiado, Lessa (1981, P.101-102) descreve a impossibilidade, nesse período, de se definir claramente um orçamento público de fato “exequível”²¹ e aponta para a existência de uma estrutura legal composta por muitas instituições, pouco coordenadas, gerando, em algumas situações, políticas contraditórias²².

²¹ Entretanto, mesmo que fosse possível uma coordenação perfeita entre gastos e receitas ao final de um período pré-estabelecido, é operacionalmente inviável coordenar perfeitamente, de modo diário, os gastos públicos, o recebimento de impostos e a receita da venda de títulos (ágios e bonificações), ou seja, há a necessidade de cobertura das necessidades de gasto por operações de crédito junto ao Tesouro Nacional.

²² Essa questão da representatividade, ou utilização para análise de modelos macroeconômicos, a partir dos dados disponíveis de finanças públicas se arrastará por décadas. O cálculo, a partir da década de 1980, das Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP), segundo uma metodologia do FMI, foi um passo para a agregação de gastos públicos mais abrangente. Até então, como dito aqui, a existência de muitas

O volume dos empréstimos do BB ao Tesouro Nacional e demais Entidades públicas apresenta elevação durante o PM, embora ocorra uma diminuição artificial no seu volume, no segundo trimestre de 1955 e no primeiro trimestre de 1959 devido a encampações. A tabela 4 deixa claro que o Investimento Público foi majoritariamente financiado pelo BB ao TN, atuando como agente financeiro do governo, ou uma Autoridade Monetária “mista” que não estava impedida de efetuar o financiamento direto do TN.

Tabela 4
Empréstimos do BB a Entidades Públicas (Cr\$ 1 000 000)

Empréstimos a Entidades Públicas (Cr\$ 1 000 000)	Tesouro Nacional	Unidades Federadas	Munic.	Autarquia	Outras Entidades Públicas	TOTAL	% do PIB
1955	15.393	12.416	685	3.567	144	32.205	4,0%
1956	29.770	14.254	567	2.625	132	47.348	4,6%
1957	59.593	14.321	460	3.578	134	78.086	6,2%
1958	90.677	13.366	354	3.652	119	108.168	7,0%
1959	46.073	12.818	308	5.682	83	64.964	2,8%*
1960	103.226	12.762	312	7.796	21	124.117	3,9%

Fonte: Anuários Banco do Brasil diversos anos. *Em 1959 foram encampados 63,5 bilhões ou 2,7% do PIB fazendo com que o % do PIB no referido ano seja equivalente a 5,5%.

Em virtude dessas características, os gastos públicos eram efetuados através da variação do saldo da conta do TN junto ao BB, impactando positivamente a base monetária, isto é, injetando moeda na economia²³. Como procuramos deixar claro, a rigor, em qualquer situação possível, o financiamento inicial do gasto sempre se dá por expansão do crédito, e seu eventual impacto sobre os juros, e assim sobre o gasto privado, depende da

instâncias institucionais de gasto e receita, fazem com que a análise seja feita com o devido reconhecimento de suas limitações empíricas.

²³ Dada a supracitada dificuldade de previsão orçamentária vigente, as magnitudes das variações diárias do saldo da conta do TN no BB não são totalmente antecipáveis pela Autoridade Fiscal e, na prática, a expansão dos gastos não foi acompanhada de uma elevação proporcional das receitas provocando um aumento das reservas bancárias disponíveis.

capacidade da Autoridade Monetária fixar os juros básicos da economia. Apenas uma mudança institucional que englobasse vários elementos, como o fim da Lei da Usura (sem a qual uma institucionalidade “normal” Tesouro Nacional - Banco Central é irrelevante), seria capaz de permitir essa operação ao governo. Entretanto, como buscaremos mostrar na seção 4, não é claro que a expansão do total do gasto público e privado, no período, tenha sido superior ao crescimento da oferta.

Examinado o financiamento da economia os empréstimos ao Setor Privado também foram afetados pela conjugação da aceleração inflacionária com a Lei da Usura, por tabelamentos de juros e, além disso, por um processo de elevação gradativa dos depósitos compulsórios. Entretanto, nos empréstimos a criatividade dos bancos foi maior e à medida que a inflação se acelerou foi possível promover um aumento do *spread* bancário. Os dados demonstram que os bancos comerciais encurtaram os prazos e não expandiram em termos reais o volume de empréstimos ao Setor Privado, o que é algo inesperado em face do forte crescimento do PIB vivenciado, e terá sua dinâmica e consequências analisadas no segundo ensaio desta tese.

4. Inflação e estabilização

A tendência à aceleração inflacionária no PM é um tema recorrente na literatura acadêmica, mas, mostramos na seção anterior, que a simples enunciação do financiamento direto do TN pela Autoridade Monetária é insuficiente para explicá-la²⁴.

Entretanto, mais que uma interpretação convencional “monetarista”²⁵, essa era uma

²⁴ Na verdade, alguns países que possuem financiamento direto de seus gastos como Canada e Japão estão longe de possuírem economias com tendências crônicas à alta inflação (ver Lavoie, 2013). Apenas a título de ilustração, entre 2010 e 2103 (ano de publicação do artigo de Lavoie de onde tiramos a informação sobre a institucionalidade destes países) Japão e Canadá registraram uma dívida pública bruta média de cerca de 232,5% e 83,5% do PIB, respectivamente. Nesse mesmo período a inflação média dos dois países foi de 0,23% e 1,68% respectivamente.

²⁵ Esse foi o nome genérico dado aos autores que entendiam o fenômeno inflacionário como resultante de excesso de demanda fruto de descontrolado monetário e fiscal no Brasil. Certamente, essa seria uma posição generalizada de economistas marginalistas, mas a nomenclatura é condizente com o destaque que economistas monetaristas vinham obtendo nos anos 1960 e 1970, especificamente como fortes críticos do ativismo de política econômica com supostas consequências negativas sobre a inflação.

leitura que ultrapassava as barreiras da ortodoxia. Constatase que os autores estruturalistas, ao adotarem a hipótese de poupança forçada, aproximavam seus diagnósticos da abordagem ortodoxa da inflação como um fenômeno de demanda.

Essa hipótese considera que a inflação de demanda é gerada pela existência de um *trade off* de longo prazo entre o investimento e o consumo. O processo de rápida industrialização teria se deparado com uma carência de recursos produtivos compatíveis com um volume elevado de investimentos, públicos e privados, levando a um aumento do crédito para financiar a expansão do gasto. O uso dessa ferramenta promoveria uma elevação da demanda frente a oferta da economia, desencadeando uma elevação dos preços. Tal processo, ao afetar negativamente os salários reais dos trabalhadores, diminuiu suas possibilidades de consumo e promove uma transferência de renda destes para os capitalistas, que possuem maior propensão a poupar. Dessa maneira, ocorreu o aumento da poupança da economia, através da chamada “poupança forçada dos trabalhadores”. Usualmente, estes autores relacionavam o financiamento desta expansão do gasto do governo ao financiamento monetário.

Assim sendo, mesmo que por diferentes caminhos, via déficit público financiado por emissão monetária nos monetaristas ou devido a existência de um *trade off* de longo prazo entre o consumo e o investimento para os estruturalistas, a inflação latino-americana acabou diagnosticada como fruto de governos “populistas” que realizavam políticas macroeconômicas irresponsáveis, principalmente do ponto de vista fiscal, levando a processos inflacionários. Dessa forma, fundamentou-se um ideário de que a peça central da contenção inflacionária brasileira era o equilíbrio fiscal (BASTOS; PEREIRA, 2006, p.201-202).

O comportamento das contas públicas é sintetizado na tabela 5:

Tabela 5
Receita e Despesa Total, Investimento Público e Consumo do governo (% do PIB)

	Receita Total	Despesa Total	Saldo	Investimento Público*	Subsídios	Consumo
1955	13,49%	15,9%	-2,43%	2,7%	0,12%	11,5%
1956	14,33%	18,5%	-4,22%	2,6%	0,43%	12,7%
1957	14,55%	18,4%	-3,81%	3,8%	0,39%	12,2%
1958	15,83%	19,6%	-3,79%	4,4%	1,13%	11,6%
1959	14,56%	16,7%	-2,19%	3,7%	0,84%	10,7%
1960	15,38%	17,7%	-2,27%	4,1%	0,76%	11,5%

Fonte: Anuário Estatístico Brasileiro 1959, 1961 e 1962. *Não inclui o Investimento das Empresas Estatais.

Ocorreu uma elevação da arrecadação tributária, majoritariamente composta de impostos indiretos, até um pico de 15,83% em 1958. Houve aumento da participação no PIB do Investimento Público e dos Subsídios, ou seja, nas funções de acumulação e indução de atividades específicas, e uma razoável estabilidade do gasto de consumo da administração pública (Federal, Estadual e Municipal). No agregado, houve uma elevação, ainda que não constante, da participação do Gasto Público no PIB, 2 pontos percentuais na média do período em relação ao quinquênio anterior. Esse comportamento ascendente, ainda que não constante, é explicado pela trajetória, tanto do Investimento Público quanto dos Subsídios e é inteiramente consistente com uma estratégia de desenvolvimento acelerado, na qual, a constituição da infraestrutura é fundamental.

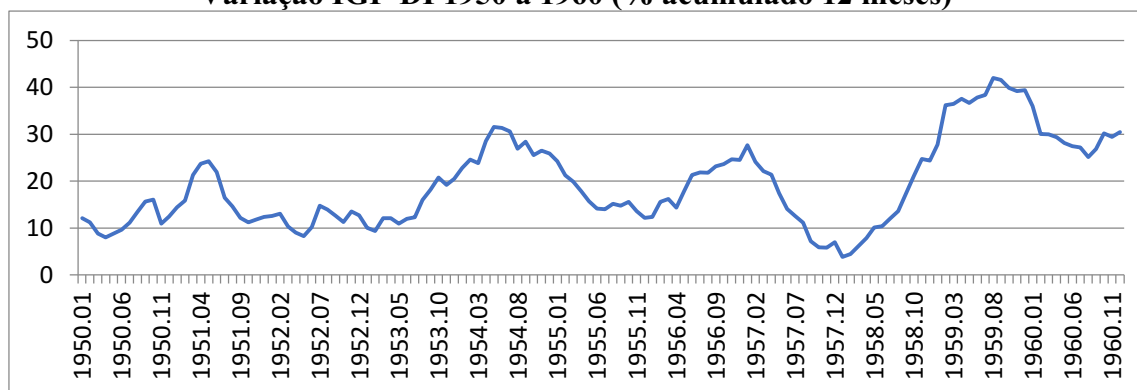
Por essa razão, o Investimento Público ao se destinar majoritariamente a infraestrutura e indústrias de base tem uma natureza de *crowding in*, ou seja, não apenas permite, como estimula o Investimento Privado, em todos os ramos da atividade econômica e não somente na indústria, foco principal do Plano de Metas (MESQUITA, 1992, P.262-263). A agricultura, por exemplo, se beneficia da construção de estradas e ferrovias, que escoam a produção e permitem a expansão da área agriculturável.

Outro componente que teve expressivo crescimento e oscilou no período, ainda que com valor total bem inferior ao Investimento, foram os Subsídios. Especialmente nesse período houve um forte crescimento dos Subsídios, incluindo a compra do café em razão dos estoques volumosos. Apesar da elevação do gasto, graças à dinâmica da arrecadação tributária não houve uma elevação permanente do déficit público em proporção do PIB, que, em 1960, estava no mesmo nível do último ano observado no governo anterior.

Ainda que, não possamos fazer qualquer juízo de valor quanto aos valores do déficit em abstrato, é de se notar, que em termos tanto históricos como nacionais, os valores apresentados não podem ser caracterizados como “elevados”²⁶. Muito menos podemos dizer que tenha havido um descontrole do déficit público, um aumento contínuo e substancial do seu valor, ainda que, os dados disponíveis devam ser considerados com algum cuidado nesta interpretação. Também não calculamos uma possível trajetória da dívida, até mesmo por falta de dados, mas há indícios que apontam para que esta não tenha sido crescente, tanto pelo fato de sua taxa de juros real ser fortemente negativa quanto, em consequência desta, por sua demanda ser praticamente compulsória. Assim sendo, seu estoque pouco variou no período. Algo em torno de 1% do PIB. Logo, nem pelo lado do déficit nem pelo lado da dívida (via modelos intertemporais de sustentabilidade da dívida no longo prazo como Sargent & Wallace, 1984; Woodford, 1988) há uma conexão tão trivial e incontrovertida entre estes e a aceleração da inflação. Aprofundando a análise das explicações da inflação baseadas na hipótese de existência de excesso de demanda, construímos o gráfico 1, que apresenta o comportamento da inflação acumulada em 12 meses (IGP-DI). De fato, há uma aceleração da inflação durante o governo JK, ainda que, esta não tenha sido constante. Há, grosso modo, dois

períodos de aceleração, um em 1956 e outro de 1958 a 1959 (este sim bastante intenso) e dois períodos de desaceleração: um em 1957 e o outro em 1960.

Gráfico 1
Variação IGP-DI 1950 a 1960 (% acumulado 12 meses)



Fonte: Ipeadata.

Se cotejarmos o comportamento do gráfico 1 com os dados relativos ao comportamento do Setor Público, podemos fazer uma observação genérica sobre o comportamento oscilante da inflação e os valores do déficit público: as bruscas oscilações da inflação não são de forma alguma correlacionadas com o comportamento relativamente estável do déficit público. Aliás, 1958 e 1959, períodos de forte aceleração da inflação, registram reduções do déficit público como percentual do PIB, eliminando pela simples observação visual alguma relação automática ou extremamente trivial²⁷.

Em toda a literatura resenhada, poucos foram os trabalhos, para o período do pós-guerra, que se dedicaram a analisar a validade da Curva de Phillips tradicional para a economia brasileira²⁸. Em Lopes (1982), o autor analisa o período 1952-1981 e questiona a ideia da estabilização através do controle da demanda agregada devido a constatação da irrelevância do *gap* entre o produto real e o potencial sobre a inflação. Como sugestão, considera essencial a inclusão de variáveis institucionais como a política salarial e os

²⁷ O valor da expansão do crédito direto ao TN também explicita que não há nenhuma clara correlação entre o comportamento da inflação e a expansão dos empréstimos do BB ao TN, tabela 4.

²⁸ Trabalhos desse tipo, mesmo que abordando períodos distintos, podem ser encontrados em, Barbosa (1983;1987), Modiano (1983), Resende (1982).

choques externos para explicar a inflação brasileira. Debruçando-se sobre o mesmo tema para o período 1946-1966, Mesquita (1992) afirma que “... não é possível estabelecer a suposta relação negativa entre essas variáveis [i.e, entre a inflação e o hiato do produto]” (MESQUITA, 1992, p.268) e concluiu que estudos desse tipo servem para:

... enfraquecer a visão de que uma relação do tipo Curva de Phillips seria importante no desenho de políticas deflacionistas para o caso brasileiro [...] uma política de estabilização bem-sucedida, quanto aos preços industriais, teria de passar pelo controle das desvalorizações cambiais e dos aumentos salariais (MESQUITA, 1992, p.279).

Além disso, não havia disponível, calculado por alguma instituição de pesquisa e estatística, como IBGE ou FGV, qualquer índice de capacidade ociosa que pudesse ser utilizado como indicador de excesso de demanda agregada, principalmente em termos setoriais. Por outro lado, avaliar que pudesse existir algum excesso de demanda generalizado no mercado de trabalho num momento em que ocorria forte migração campo cidade, ou seja, provavelmente antes da chamada “virada lewesiana”²⁹, seria uma hipótese de difícil comprovação. A existência de uma parcela da população predominantemente rural que aos poucos migrava para ocupações urbanas reforça a percepção de certa folga no mercado de trabalho. Ademais, a constatação de um forte crescimento da produtividade reforça a dúvida quanto à existência de uma correlação significativa ligando desemprego e inflação. Ou seja, mesmo uma pressão por elevação nominal dos salários poderia ser absorvida pelo forte crescimento da produtividade do trabalho. *Ex*

²⁹ Na teoria dos mercados duais de Lewis haveria no setor atrasado/não capitalizado um contingente de mão de obra ocupado em atividades de baixa produtividade recebendo uma remuneração de subsistência, numa situação muitas vezes denominada de “desemprego disfarçado”. À medida que avançasse a acumulação de capital haveria transferência de mão de obra para o setor moderno, capitalizado, da economia. Porém, devido à existência de um grande contingente de mão de obra no setor atrasado da economia, não haveria, durante um razoável período nesta fase de aceleração da acumulação de capital, uma pressão muito forte, no setor moderno da economia pela elevação de salários. Estes permaneceriam, assim, em valores próximos aos de subsistência. Com o esgotamento deste contingente de “desemprego disfarçado”, ou seja de uma oferta muito elástica de trabalho no setor atrasado, a economia entraria na fase da chamada “virada lewisiana”, passando a existir uma pressão para elevação dos salários no setor moderno da economia.

post, o que se notou neste período foi um crescimento do salário real muito abaixo da produtividade.

Do ponto de vista da capacidade produtiva, como mencionado, não há indicador de ociosidade, porém, se, a título de ilustração, compararmos o PIB real e uma tendência do pós guerra até 1964, calculada por um filtro HP, apenas em 1960, ano em que a inflação recua, foi possível considerar que houvesse uma pressão de demanda sobre o PIB potencial.

Outra forma simples de verificar se de fato existiu um excesso de demanda na economia brasileira é avaliar o comportamento do crescimento da demanda e compará-lo com o crescimento do estoque de capital. Se supusermos que antes do PM não havia excesso de demanda na economia (suposição necessária para quem diz que o PM foi inflacionário) e compararmos o crescimento do PIB com o crescimento da FBKF se o último apresentar um crescimento inferior ao do PIB podemos dizer que em algum momento há de fato excesso de demanda sobre a capacidade.

Entretanto, os valores da FBKF, tabela 2, explicitam que a variável foi a principal locomotiva da economia, apresentando crescimento de 10% já no primeiro ano frente a um aumento de 2,6% do PIB e foi consistentemente superior ao crescimento do PIB em 1957, 1958 e 1959 trazendo evidências de que não houve excesso de demanda no PM. Inclusive, usando o acelerador flexível ou mesmo a explicação estruturalista, a existência de uma capacidade ociosa bastante elevada é o que explica a queda no Investimento em 1960.

Assim, adotar-se-á uma interpretação da inflação, para o período do Plano de Metas, segundo uma abordagem de custos/conflito distributivo, segundo a qual conseguimos apresentar eventos específicos que se relacionam diretamente a trajetória dos preços domésticos.

Parte-se do estudo de Bastian, Bastos, Braga e Bielschowsky (2016) que ao realizarem uma análise de longo prazo para a inflação, entre 1951 e 1985, apontam que 8 entre 9 episódios de aceleração inflacionária foram precedidas por choques cambiais. Essa dinâmica, de instabilidade cambial e aceleração inflacionária, é inteiramente compatível com análises de natureza estruturalista, que remontam as contribuições de autores ligados à CEPAL. Para essa escola, uma das características mais marcantes das economias periféricas latino-americanas, é uma persistente tendência ao desequilíbrio externo, seja através de choques exógenos de termos de troca ou por eventuais problemas de financiamento de déficits de balanço de transações correntes.

Assim, os processos de inflação detonados por choques exógenos/desvalorizações cambiais, por sua vez, são propagados e perpetuados, através da incompatibilidade distributiva entre o salário real resultante do choque cambial e o salário desejado pelos trabalhadores, considerando que os capitalistas são capazes de manter intacta sua lucratividade³⁰. Dessa forma, posteriores elevações dos salariais nominais e a criação de uma espiral câmbio-salários-preços-câmbio explicam as acelerações inflacionárias na maioria dos casos na segunda metade do século XX.

A aceleração de 1958 é identificada em Bastian, Bastos, Braga e Bielschowsky como resultado de um choque cambial:

inflation upsurge preceded by external shock started in February 1958 and ended in August 1959 (lowest rate, 4%; highest rate, 42%). Devaluations took place in the second semester of 1957 and were likely to have been due to the changes in the exchange rate system caused by the Law 3244 [...] and the devaluation in the average nominal exchange rate started from this point on. There was altogether a total of 83% nominal devaluation from July 1957 to May 1958. This was all along a period of growing difficulties in the balance of payments due to a 33% fall in the international price of coffee (average import price in the United States) from 1954 to 1958 (Bacha & Greenhill, 1992) (BASTIAN, BASTOS, BRAGA E BIELSCHOWSKY, 2016, P.15)

³⁰ Essa é uma hipótese usual em modelos de inflação de custos de tradição estruturalista, mas deve ser relaxada em abordagens mais gerais de aplicação da interpretação da teoria de inflação de custo/conflito distributivo. Para uma abordagem geral ver Serrano (2005).

Se a segunda aceleração da inflação do período JK responde claramente ao modelo de choque externo e reação salarial (e de lucratividade) doméstica, a aceleração de 1956 não parece caber nesse perfil. Entretanto, o dado agregado da inflação anual de 1956 frente a 1957 pode esconder uma forte instabilidade ocorrida neste período. Além disso, a taxa de câmbio de venda pode refletir de forma mais apurada as condições do mercado se eliminamos a influência das importações que tinham tratamento favorável (igual ao das importações governamentais) ou desfavorável (categoria especial)³¹. Valendo-se dessa metodologia, a taxa de câmbio, no início de 1956, tem forte aceleração, elevação entre dezembro de 1955 e junho de 1956, pico do processo de desvalorização, de aproximadamente 50%³². A partir de então, a taxa de câmbio começa a recuar e consistentemente a taxa de inflação desacelera no segundo semestre³³.

Todavia, em 1956, observa-se mais um elemento de choque exógeno pelo lado dos custos: uma forte elevação do salário-mínimo, acima de 50% em termos nominais³⁴. É difícil determinar com precisão, o impacto dessa elevação sobre os diferentes segmentos do mercado de trabalho. Os dados de salários industriais em geral não acompanham esse aumento, mas pode-se supor que outros preços, principalmente ligados a cesta básica dos trabalhadores, tenham acompanhado mais de perto essa elevação.

Em 1958, houve a formulação do “Programa de Estabilização Monetária” (PEM) objetivando conciliar o desenvolvimento com a contenção da inflação. Evidentemente, que a interrupção de um espiral câmbio-salário só é factível, sem perdas de uma das

³¹ Para uma definição da proposição dessa metodologia ver Pechman (1983)

³² Revista de Conjuntura Econômica v (7), 1955, p.20-22 e v (10), 1956, p.11-13.

³³ Vale perceber, entretanto, que esse efeito é mais sensível nos preços industriais, que são produtos comercializáveis e com forte participação de bens e insumos importados, ou seja, cujo impacto do câmbio é mais direto. Em realidade, os preços agrícolas têm média mensal no segundo semestre levemente superior à do primeiro (1,96% contra 1,44%) o que acabou contribuindo para uma inflação agregada crescente.

³⁴ Havia diferenças regionais importantes no salário-mínimo, incluindo diferenças dentro de um mesmo estado da federação. Apenas a título de ilustração, a elevação do salário-mínimo mais elevado do país, do Distrito Federal, foi de 58,3% enquanto as faixas mais elevadas de São Paulo e Minas Gerais foram de, aproximadamente, 60% e 50%.

variáveis distributivas, através de um plano de estabilização neutro que reajuste as variáveis nominais pela média histórica. A opção por uma política de desaceleração da atividade econômica, e consequente perda de poder de barganha dos trabalhadores, apostava na interrupção da espiral inflacionária via menores reajustes nominais dos salários, gerando assim, perdas reais para estes. A deterioração das condições externas impossibilitou a utilização do câmbio, através da redução de seus reajustes nominais ou mesmo seu congelamento.

A estabilização era então, neste período, um objetivo de difícil consecução, seja pelo grau de recessão/desemprego necessário para diminuir o poder de barganha dos trabalhadores, incompatível com o projeto desenvolvimentista, seja pela incapacidade de se usar o câmbio como âncora dos preços. Lago (1982, p.136), reconhece a grande dificuldade de conciliar o Plano de Metas com o PEM, contradição que não escapava à percepção do FMI. Ademais, a aceleração da inflação, tendo esta alcançado valores nominais elevados, introduz um importante componente inercial que tornava políticas tradicionais de estabilização altamente ineficientes³⁵.

Somando-se a tais dificuldades estruturais, em janeiro de 1959, o governo reduziu subsídios para controlar o déficit público, ou seja, promoveu um choque de custos em uma economia que já vivia uma espiral inflacionária. Ademais, 1959 foi um ano extremamente difícil devido a deterioração do BP com aumento do gasto público na compra dos excedentes de café não exportados. Ou seja: as medidas inflacionárias de corte de subsídios não conseguiram ter efeito muito positivo sobre o déficit, dada a política de compra de café, e muito menos sobre a inflação, tendo efeito inverso! Tal

³⁵ Quando a inflação chega a níveis elevados, de maneira formal ou informal, acabam se formando mecanismos de indexação, ou correção das variáveis nominais pela inflação passada. Nesse caso, os reajustes nominais de salários abaixo da inflação passada teriam que ocorrer por um prolongado período de tempo, ou seja, a redução gradual da inflação só pode ocorrer com uma longa recessão (ou seja um longo período de desemprego) e queda persistente do salário real. Modiano (1983) discute a ineficiência de políticas de contenção de demanda na presença de inflações elevadas e um grau de indexação idem.

situação, tornou as negociações com o FMI cada vez mais complexas e, em junho de 1959, JK rompeu com o FMI e, em agosto, o PEM foi abandonado. A partir desse momento, a política macroeconômica é administrada pragmaticamente com o relaxamento de todas as metas do PEM.

Retomando a leitura de “poupança forçada”, deve-se observar que não houve uma relação inversa entre o crescimento do investimento e do consumo, ou seja, a expansão do investimento ocorre em simultâneo a do consumo não sendo necessária uma redução de um para elevação do outro (tabela 1 e tabela 2). Esse indicador não é capaz *per se* de contestar de forma definitiva a hipótese de poupança forçada.³⁶ Esta, seria melhor representada pelo consumo induzido³⁷. Assim, um indicador mais adequado é a fração dos salários na renda, mas essa informação não está disponível nas séries das contas nacionais existentes.

Todavia, estimativas sobre a evolução dos salários reais e da produtividade na indústria, como veremos a seguir, indicam que o Custo Unitário do Trabalho (CUT) pode ter se reduzido no período.³⁸ Mesmo que a diminuição do CUT possa ser lida como uma indicação da validade da hipótese da poupança forçada há que se avaliar se existe alguma causalidade que confirme tal suspeita. Inicialmente, como mostramos anteriormente, a dinâmica inflacionária tem uma forte aderência com o comportamento do câmbio,

³⁶ Isso ocorre, porque no total do consumo privado há um componente autônomo, cuja evolução não responde imediatamente a uma possível elevação da renda dos trabalhadores.

³⁷ Este componente é um reflexo direto do comportamento dos salários nominais (contratuais) vis-à-vis a evolução da inflação. Um outro elemento do consumo agregado é aquele financiado por crédito, que chamar-se-ia de consumo autônomo, normalmente relacionado a bens de consumo durável e que não depende diretamente, ou estritamente, das rendas do trabalho.

³⁸ A distribuição funcional da renda estuda de que forma a renda da economia se divide entre salários e lucros. Uma possível definição da CUT é dada pela razão entre os custos totais médios do trabalho, todos os gastos efetivamente realizados em benefício do trabalhador, e a produtividade. Portanto, as variações do CUT explicitam se os salários estão subindo em um ritmo maior, menor ou inferior aos ganhos de produtividade e indicam se há ou não ameaça inflacionária advinda do comportamento dos rendimentos do trabalho.

respondendo a uma dinâmica de choque externo e propagando-se devido ao conflito distributivo (ou tentativa de proteção salarial).

Percebemos, mais especificamente, que em 1956, enquanto a inflação registrava aceleração o investimento aumenta, por sua vez, em 1957, enquanto a inflação cai o investimento se amplia fortemente. Mesmo em um ano no qual há uma queda tanto do investimento quanto da inflação, como 1960, não parece ter havido, nenhuma elevação da parcela dos salários, se tomarmos como base o custo unitário do trabalho industrial. Ou seja, apesar de “aceita” de forma generalizada pela maioria dos analistas do período, a hipótese da poupança forçada na melhor das hipóteses tem uma sustentação empírica das mais frágeis.

A discussão anterior, sobre o custo unitário do trabalho, envolve dois elementos muito importantes do período: o comportamento do salário real e da produtividade. A evolução das variáveis é apresentada na tabela 6. A trajetória dos níveis de produtividade permite constatar, já em 1956, uma elevação da produtividade de 8,87% e um crescimento médio de 7,3% durante o PM, ou seja, um valor médio bastante elevado. Apesar da industrialização promover um deslocamento dos trabalhadores do setor agrícola, em geral de baixa produtividade, para o setor industrial e de serviços, que apresentam produtividade superior, Colistete (2009b) mostra que esse efeito de composição ou estático, é bem menor que o dinâmico, ou seja, de ganho de produtividade dentro das próprias atividades manufatureiras. Para o período que vai de 1945 a 1961, dentro do qual o Plano de Metas se destaca, mais de 90% dos ganhos de produtividade resultaram dos ganhos de eficiência intrasetores industriais e não pelo efeito de crescimento da participação da indústria na economia.

Tabela 6
Evolução do Salário-Consumo, da Produtividade e do Custo Unitário do Trabalho (CUT)

Ano	Salário-Consumo (IPC-Mtb)		Salário-Consumo (IPC-SP)		Produtividade		CUT (IPA-DI)
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	
1956	19.011	8,08	18.103	9,35	76,676	8,87	0,236
1957	19.427	2,19	18.798	3,84	82,932	8,16	0,236
1958	19.326	-0,5	18.444	-1,89	91,036	9,77	0,213
1959	20.225	4,66	18.187	-1,39	99,36	9,14	0,185
1960	20.470	[1,21]	18.066	[-0,66]	99,89	[0,53]	0,184

Fonte: Baseado em dados de Colistete (2009) e Pereira (2006). Os valores em [] foram obtidos por Colistete (2009) por interpolação ou extrapolação linear.

Constata-se que o crescimento dos salários foi moderadamente positivo e registrou salários industriais 7,7% maiores em 1960 comparando-se com 1956 pelo IPC-Mtb. Com o uso do IPC-SP, o salário-consumo teria ficado praticamente estagnado. O que, de maneira geral, esses dados sobre salários nos mostram? Que não houve no período como um todo compressão salarial, ou seja, os ganhos nominais superaram, ou acompanharam, dependendo do deflator, uma inflação que acelera no período, reforçando a ideia de que a hipótese de poupança forçada, através da redução dos salários em consequência de uma inflação de demanda, tem pouco suporte empírico. Aliás, pode-se observar que em 1958 quando claramente a inflação acelera em virtude de um choque cambial há uma redução do salário real em ambos os deflatores.

O substancial aumento da produtividade, 30,3% no período, gerou uma queda do CUT de 22%. A diminuição do CUT expõe que os salários aumentaram em um ritmo inferior aos ganhos de produtividade e fornece evidências de que não existiu ameaça inflacionária advinda dos salários/mercado de trabalho. Para Colistete (2009) “Tal resultado [a diminuição do CUT] é notável diante das altas taxas de crescimento econômico” (Colistete, 2009, P.399)

5. Considerações Finais

O governo JK executou um programa ousado de crescimento acelerado e mudança estrutural com ênfase na industrialização, conhecido como Plano de Metas. Esta etapa importantíssima no processo de desenvolvimento da economia brasileira ocorreu numa conjuntura externa desfavorável, com deterioração dos termos de troca e da conta de transações correntes. Neste período, a balança comercial ainda dependia quase totalmente de bens primários, especialmente o café. As exportações de bens industrializados cresceram, mas ainda representavam uma parcela muito pequena das exportações totais. Ainda assim, graças à entrada de IDE e do crescimento do endividamento externo, foi possível ocorrer um vigoroso processo de desenvolvimento. Todavia, a combinação de crescimento acelerado e restrição externa, acabou por exercer grande influência sobre a aceleração da inflação no período.

O nexos entre o câmbio e a inflação não está presente na interpretação canônica para a aceleração inflacionária do período. Tal interpretação se baseia em uma ligação direta entre o financiamento monetário do déficit público e a inflação. Neste artigo, mostramos que o nexos direto alegado por essas análises é problemático em vários níveis.

Inicialmente, mostrou-se que tanto o financiamento via emissão quanto o por dívida, ou seja, o financiamento direto ou indireto pela Autoridade Monetária, cria capacidade de compra para o Estado, que pode, ou não, gerar uma demanda que seja superior ao produto potencial máximo da economia. O financiamento monetário pode exercer uma pressão extra sobre a demanda caso a Autoridade Monetária não fosse capaz de definir a taxa de juros de curto prazo e isso elevasse ainda mais o gasto privado. Ou seja, *per se* o financiamento monetário (direto pela Autoridade Monetária) não tem nenhuma característica que o torne mais ou menos inflacionário que o por dívida (indireto).

O que se observa no período estudado é que, dada a natureza institucional da Autoridade Monetária, e o nexo Tesouro-Autoridade Monetária, esta última não tinha capacidade de fixar uma taxa de juros básica para o conjunto da economia que permitisse ao setor privado ajustar seu portfólio entre moeda e dívida pública. Assim, independente da forma de financiamento do governo, a taxa de juros básica real fortemente negativa, em tese, poderia ter um impacto sobre o gasto privado levando-o para um valor que causasse um excesso de demanda na economia. Certamente, para um autor marginalista essa é uma taxa abaixo da taxa natural e, conseqüentemente, inflacionária, mas, novamente, repetimos que tal taxa não tem nenhuma relação direta, ou simples, com a forma de financiamento do governo tampouco com o tamanho de seu déficit, dependendo fortemente de condições institucionais muito peculiares no período.

Entretanto, como vimos nesse artigo, o setor bancário privado tinha formas e estratégias para tentar cobrar taxas de juros acima das determinadas pela SUMOC, driblando a Lei da Usura. De fato, o acesso ao crédito acabava sendo limitado para o consumo privado devido a própria dificuldade de funcionamento de um sistema de intermediação financeira eficiente. Assim, mais que uma afirmação genérica, um suposto fenômeno inflacionário por excesso de demanda, a inflação deve ser cotejada com os fatos do período.

O que se sabe é que não há uma conexão direta entre estas taxas de juros muito baixas, determinadas por razões legais, e as taxas efetivamente cobradas no mercado. Assim, os autores que se referem de forma direta ao financiamento monetário como causador de inflação, não explicitam nem a relação do financiamento do governo com a taxa de juros efetivamente praticada pelas instituições financeiras nem tampouco se essas taxas causaram um excesso de demanda na economia.

No decorrer do artigo o comportamento da inflação foi avaliado de forma conjunta com a evolução do déficit público e a simples análise visual das trajetórias desautoriza

estabelecer uma relação persistente e inequívoca entre as variáveis, como afirma a grande maioria dos autores sobre o período. Do lado da arrecadação fiscal, houve um aumento, em % do PIB, puxado pelos impostos indiretos de natureza mais regressiva. A forma de financiamento através de adicionais de impostos específicos e se valendo de, por exemplo, confiscos cambiais, acabou por colocar uma certa instabilidade em relação ao próprio gasto público que, naturalmente, se amplia numa economia em desenvolvimento. Por fim, a ideia de que o processo de desenvolvimento das economias latino-americanas, e da brasileira em especial, tinha como consequência inevitável a tendência a inflação e concentração de renda, via operação do mecanismo de poupança forçada, não se mostrou empiricamente sólida, já que, não se constata na economia brasileira um trade-off de longo prazo entre consumo e investimento e não houve compressão dos salários reais sendo, portanto, a “hipótese da poupança forçada” muito mais frágil do que faz supor a unanimidade que a cerca.

Houve uma tendência a que os trabalhadores do setor industrial não se apropriassem dos fortes ganhos de produtividade do período, o que sinaliza para uma retração da parcela dos salários na renda. Entretanto, este dado deve ser relativizado, em termos de avanço dos trabalhadores, se lembrarmos a forte mudança estrutural, com ampliação do emprego industrial, cuja remuneração é em média superior ao dobro da média praticada no setor agrícola na década de 1950.

Após verificadas as inconsistências teóricas e empíricas inerentes a análise canônica da inflação brasileira no período, adotou-se uma visão alternativa baseada em uma abordagem de custos/conflito distributivo que leva em consideração a persistente tendência ao desequilíbrio externo da economia brasileira, gerada por oscilações nos termos de troca e/ou problemas de financiamento do BP. Seguindo essa abordagem, conseguimos apresentar eventos específicos, choques cambiais e de custos, que se

relacionam diretamente a trajetória dos preços domésticos e que são congruentes com as contribuições da CEPAL e mais aderentes a realidade do que as análises dominantes.

Assim, a despeito das divergências aqui apresentadas sobre questões macroeconômicas, e especialmente quanto à interpretação do fenômeno inflacionário, subscreve-se a tese que o período do Plano de Metas de metas foi de crucial importância para o desenvolvimento econômico e social no Brasil. Foi aí que se deu um salto, tanto qualitativo quanto quantitativo, na indústria e infraestrutura, bem como ocorreram mudanças radicais na estrutura produtiva, na ocupação da população e na direção da ocupação territorial. É importante indicar, contudo, que tais mudanças foram acompanhadas por limitados ganhos reais de renda dos trabalhadores, ou crescimento dos salários reais inferiores aos da produtividade, e por políticas sociais pouco inclusivas, conformando um padrão que prevaleceria durante os outros surtos de aceleração da industrialização nas décadas seguintes.

Artigo 2 - O Sistema Financeiro brasileiro e o financiamento ao setor privado de 1955 a 1964.

1. Introdução

O estudo do sistema financeiro e do financiamento do desenvolvimento de 1955 a 1964 enfrenta um grande conjunto de dificuldades, sejam elas teóricas ou empíricas. A começar pela maior de todas: a incompatibilidade entre a recorrente, e sob certo sentido motivada, crítica as limitações do sistema financeiro e o desempenho macroeconômico do período. Apesar de todas as carências e limitações que, como veremos, de fato existiam, é muito difícil dizer que o sistema de crédito foi um fator limitante ao desempenho macroeconômico. Como vimos no decorrer do primeiro artigo, os primeiros anos do período foram marcados por grande crescimento e transformação estrutural com o Investimento Público aumentando sua importância de 3,27% para 5,79% do PIB³⁹, liderado pela indústria⁴⁰.

Poder-se-ia argumentar que a desaceleração registrada já a partir de 1961 em parte reflete as limitações desse arranjo que, de alguma forma, foi bem sucedido durante os anos anteriores, contudo, a hipótese teria que se sobrepor à interpretações já solidificadas na historiografia brasileira que apontam como causas da desaceleração os problemas de restrição externa aguda, aceleração da inflação, crise política (renúncia de Jânio Quadros, parlamentarismo, presidencialismo sob liderança de João Goulart e Golpe Militar), esgotamento cíclico após forte expansão do investimento e, finalmente, a não utilização da política fiscal como elemento dinamizador da demanda agregada. Embora claramente seja possível acrescentar a ineficiência do sistema financeiro como um fator de mais alta hierarquia nessa lista, a navalha de Occam aponta em direção contrária: se não há,

³⁹ FONTE: IBGE - Diretoria de Pesquisas - Departamento de Contas Nacionais.

⁴⁰ A expansão do setor industrial foi puxada pela indústria extrativa mineral, indústria de transformação e construção civil, todas apresentando crescimento médio acima de 9% ao ano.

aparente movimento de expansão do investimento privado, como a falta de financiamento prejudicaria algo inexistente?

É claro que o esquema de financiamento que de alguma maneira funcionou no período do Plano de Metas, poderia ser disfuncional para o novo ciclo de expansão econômica ocorrido após o Golpe de 1964, entretanto, teríamos que nos dedicar a um infrutífero exercício de história contra factual, uma vez que, uma série de reformas foram realizadas e o novo sistema de financiamento parece ter sido bem sucedido em garantir crédito para tal expansão.

A hipótese de que o sistema financeiro de alguma forma se adequou as crescentes necessidades de curto, médio e longo prazo inerentes ao aprofundamento da industrialização parece ter inegável aderência à realidade, entretanto, levanta toda uma série de questões cuja resposta está longe de ser trivial. Na medida que, a institucionalidade oficial limitou a ação do sistema financeiro e, especificamente, impediu o estabelecimento da taxa de juros nominal em um nível compatível com a inflação, por conta da lei da usura, estabeleceram-se mecanismos extra oficiais de financiamento cujo controle, pelo seu próprio caráter “extra oficial” ou “cinzento” geram enormes dificuldades para o pesquisador determinar valores e taxas com maior precisão.

Dessa forma, pretendemos explicitar essas limitações e organizar a literatura com algumas contribuições primárias ao tratar do tema do financiamento. Para cumprir tal objetivo, tomamos como referencial teórico o conceito de *finance e funding* da abordagem keynesiana em oposição a leitura convencional da teoria dos fundos emprestáveis. Incorporando referências mais atuais mostraremos como e por que o sistema monetário e o nexos Tesouro Nacional - Banco Central não compunham um núcleo consistente com a *MMT* e inviabilizavam a formação de uma taxa básica oficial de juros. Serão listadas de forma sistemática as maneiras como o sistema de crédito criou caminhos alternativos para

superar as limitações institucionais e organizacionais bem como suas falhas, segundo os fundamentos teóricos dos intérpretes mais importantes da literatura brasileira.

Tendo em vista os objetivos supracitados, na próxima seção contrapomos a visão convencional neoclássica com as vertentes keynesianas acerca do funcionamento e papel do sistema financeiro no desenvolvimento econômico. Em seguida, apresentamos as principais considerações da literatura e o arcabouço institucional da economia brasileira ressaltando suas inadequações para avaliar a atuação dos intermediários financeiros e não financeiros. Delineada a resposta dos bancos comerciais frente as crescentes necessidades de financiamento de curto, médio e longo prazo, elencamos possíveis fontes alternativas avaliando o papel do autofinanciamento, do BNDE, da expansão da atividade das Sociedades de Crédito Financiamento e Investimento (SCFI), o desenvolvimento do mercado paralelo de crédito e o papel do Setor Externo (tanto na forma de Investimento Direto Estrangeiro (IDE) quanto na forma de Empréstimos Internacionais). Por fim, à guisa de conclusão, sintetizamos os resultados das seções anteriores buscando construir um quadro mais completo acerca do financiamento do setor privado nos dez anos anteriores a 1964.

2. Fundamentos teóricos: a visão convencional, a teoria do dinheiro moderno (MMT) e o circuito finance-funding.

O papel das instituições e mercados financeiros no processo de acumulação e desenvolvimento é um tema bastante controverso. As recentes crises globais, a percepção de que *“A monetary economy instead refers to an economic system in which the presence of fiat money radically changes the nature of exchange and the characteristics of the production process.”* (BERTOCCO, 2005, P.489) e a operacionalidade dos bancos centrais, expôs as inadequações da teoria monetária convencional dando impulso a teorias heterodoxas, em particular as de origem keynesiana. Nesse contexto, consolidamos a

perspectiva teórica acerca dos sistemas financeiros⁴¹ explicitando as principais características e postulados que contrapõe uma vertente de pensamento de origem neoclássica que prega a “liberalização financeira” a uma visão alternativa de origem keynesiana, que retoma elementos originais do pensamento de Keynes e avança na construção da relação entre sistemas financeiros e o desenvolvimento econômico.

2.1 A análise de origem neoclássica do sistema financeiro.

A visão de origem neoclássica do financiamento foi utilizada para a interpretação da economia brasileira no período 1955-1964 e se diferencia da leitura keynesiana por considerar que a principal função/benefício do sistema financeiro é a otimização da alocação da poupança disponível. Não há distinção entre os atos de poupar e investir e o financiamento é diretamente correlacionado às poupanças individuais. No longo prazo, os recursos para o Investimento só podem ser obtidos pela expansão prévia da poupança, que é estimulada pelo aumento dos juros reais e pela maior competição dentro do sistema financeiro. O crédito é uma transferência de saldos dos agentes superavitários para os deficitários.

Em linha com este arcabouço, desenvolveu-se a Teoria dos Fundos Emprestáveis (TFE) (OHLIN; ROBERTSON; HAWTREY, 1937) que busca mostrar que mesmo em um sistema financeiro mais desenvolvido segue válida a teoria quantitativa da moeda, a dicotomia clássica e que as decisões de poupança e investimento tem influência direta sobre a taxa de juros. A aceitação da hipótese de mercados eficientes (HME)⁴² leva à taxa

⁴¹ Schumpeter (2008) destacou o papel do Sistema Financeiro ao ressaltar que o investidor/empresário não precisava dispor de todo o capital necessário aos seus projetos, dado que, os bancos têm a capacidade de prover tais recursos através da concessão de crédito. Dessa forma, ao buscarem o lucro monetário, os bancos enfrentam ao lado dos empresários as incertezas e riscos inerentes ao processo inovativo e são importantes agentes na promoção do desenvolvimento econômico.

⁴² A HME postula que o mercado de capitais pode ser considerado eficiente se todas as informações relevantes para a determinação de preços de todos os títulos existentes estiverem disponíveis de forma integral e sem custos. Não é possível obter lucros extraordinários de forma sistemática e são válidos os conceitos de eficiência de Pareto e os preços são plenamente flexíveis. Válidas essas hipóteses, a intervenção estatal deve ser evitada para maximizar a eficiência “natural” dos mercados e, consequentemente, o equilíbrio ótimo do sistema econômico.

de juros a se equilibrar, em seu nível ótimo, no que seria a taxa “natural” de juros da economia.

Além disso, a validade da HME torna imprescindível que o Estado minimize ao máximo sua “síndrome intervencionista” evitando políticas financeiras que distorcem e restringem o desenvolvimento financeiro ótimo que é natural na sua ausência. De posse desse instrumental teórico, a literatura da “liberalização financeira” propôs uma série de medidas às economias em desenvolvimento dando preponderância à eliminação da “repressão financeira”⁴³ e de seus efeitos perniciosos sobre o crescimento. A liberalização financeira é o caminho para aumentar a poupança da economia e promover maiores taxas de investimento e crescimento, cabendo ao Estado eliminar toda e qualquer medida que obstaculize a livre operação dos mercados financeiros.

2.2 A resposta keynesiana

A obra de Keynes não pretendia discutir de forma específica o processo de desenvolvimento econômico. Em sua obra de maior destaque, a Teoria Geral (2007), seu ponto chave é a definição do princípio da demanda efetiva e o estabelecimento do investimento como um componente fundamental da demanda agregada. Ao avaliar os determinantes do investimento realizado, abre espaço para o sistema financeiro e, especialmente, para os bancos em sua teoria. Os bancos são responsáveis por viabilizar o investimento do ponto de vista financeiro concedendo primordialmente crédito de curto prazo, *finance*⁴⁴, enquanto o mercado de capitais atua no financiamento a médio/longo prazo, isto é, na concessão de *funding*. Ambos os processos se reforçam e dão relevância ao papel do sistema financeiro no desenvolvimento econômico.

⁴³ A “repressão financeira” é causada pela manutenção de juros sistematicamente abaixo da taxa natural, causando uma carência crônica de poupança e desencadeando políticas paliativas de crédito seletivo cujo resultado são: (i) níveis de investimento abaixo do potencial; (ii) pressões inflacionárias; (iii) alocação ineficiente de recursos.

⁴⁴ O *finance* pode ser definido como o financiamento de curto prazo direcionado a cobrir os custos de produção do investimento.

Pormenorizadamente, o financiamento do investimento pode ser separado na análise keynesiana em duas esferas:

The entrepreneur when he decides to invest has to be satisfied on two points: firstly, that he can obtain sufficient short-term finance during the period of producing the investment; and secondly, that he can eventually fund his short-term obligations by a long-term issue on satisfactory conditions. (KEYNES, 1937b, P.664)

Quanto ao *finance*, ele funciona como um fundo rotativo de recursos, totalmente independente de poupanças prévias por tratar-se de uma mera operação contábil que materializa a criação de liquidez pelo sistema bancário e tem como contrapartida a aceitação de uma obrigação de pagamento pelo empresário. Nesse sentido,

I return to the point that finance is a revolving fund. In the main the flow of new finance required by current ex ante investment is provided by the finance released by current ex post investment. When the flow of investment is at a steady state rate, so that the flow of ex ante investment is equal to the flow of ex post investment, the whole of it can be provided in the way without any change in the liquidity position. (KEYNES, 1937a, P.219-220)

Sendo o Investimento um compromisso de longo prazo, que cria um ativo ilíquido para o financiador externo e não consumível pela sociedade, é importante não só obter o *finance*, necessário a cobrir os custos do processo de produção, como também consolidar as obrigações do investidor através de recursos de longo prazo disponibilizados pelas instituições financeiras e/ou pelo mercado de capitais.

Cabe ao sistema financeiro adequar as condições de oferta e demanda de títulos, coletando as poupanças individuais geradas no decorrer do processo multiplicador e ofertando o *funding* necessário a tais investimentos. Entretanto, como o *finance* cobre apenas os custos de produção, sem incluir os lucros do produtor de bens de capital, as poupanças geradas e coletadas ficam aquém do *funding* exigido pelo investidor e pode ser necessária a criação final de crédito/dinheiro endógeno para financiar totalmente o investimento desejado.

Outra possibilidade ressaltada por Cesaratto (2016, P.26) e muito comum em países como o Brasil, aonde o mercado de capitais é pouco desenvolvido, é a utilização dos lucros

retidos para realizar parte do *funding*. A importância dos lucros retidos é diminuir o volume de *funding* externo necessário e, assim, atuar como uma espécie de investimento financeiro que diminui o valor a ser pago em juros e comissões. Entretanto, isso apenas muda o canal de captação e não o volume de financiamento necessário ao mercado como um todo.

A abordagem pós-keynesiana aprofunda a relação entre o sistema financeiro e o desenvolvimento tendo como ponto de partida a retomada do pensamento de Keynes, postulando que: (a) é a demanda efetiva real que determina a produção e (b) a criação endógena de crédito/dinheiro financia os gastos. Dois elementos são considerados determinantes no papel do sistema financeiro para o crescimento econômico: (i) dada a incerteza, a coordenação econômica demanda um sistema de contratos financeiros que serve de base as relações econômicas⁴⁵; (ii) o desenvolvimento é promovido a partir da expansão do investimento e, portanto, os sistemas financeiros devem prover o *finance* e o *funding* adequados a realização do Investimento e, por conseguinte, do crescimento econômico.

O berço da visão de Keynes acerca do sistema de crédito está no *Treatise on money* (1929) e onde “... *specifies a direct relationship between money and production by underlining that the availability of money is the necessary condition that enables the entrepreneur to initiate production by purchasing the necessary factors of production.*” (BERTOCCO, 2005, P.495) sendo a criação endógena de crédito/moeda pelos bancos comerciais que financia os custos de produção.

⁴⁵ O uso dos contratos traz uma dupla vantagem na mitigação da incerteza: (i) produtores de bens: compromisso do comprador/investidor a pagar e receber o fruto da produção em data futura facilita o acesso ao financiamento bancário para cobrir os custos de produção (Pc): salários, insumos e juros; (ii) comprador/investidor: contrato representa um hedge contra oscilações no preço futuro do bem adquirido e permite planejamento adequado para saldar suas dívidas e avaliar se o projeto de investimento é viável (DAVIDSON, 1986, P.101)

A moeda passa a ser considerada endógena e a taxa de juros deixa de ser a variável de ajuste entre o investimento e a poupança, uma vez que

The monetary nature of the bank loans interest rate is justified by the fact that the credit supply is independent of savings decisions; the interest rate cannot therefore be considered as the reward for abstinence from consumption (BERTOCCO, 2005, P.508).

O sistema bancário opera com moeda fiduciária e é minimamente desenvolvido de modo a permitir a independência do investimento inicial, *finance*, de qualquer forma de poupança prévia, isto é, é o financiamento de curto prazo do investimento através da criação de moeda pelos bancos comerciais que dá início ao processo multiplicador da renda e permite gerar *ex post* a poupança agregada e os lucros retidos. Para Terzi (1986, P.190), o *finance* preenche a lacuna temporal entre as despesas das empresas e a disponibilidade de caixa gerada pela venda da produção. Ao longo do período de produção os bancos criam liquidez para as empresas quitarem seus compromissos. Realizada a produção, as empresas reembolsam os bancos e financiam a dívida remanescente.

Nesse sentido, respaldados pelo Estado, os bancos comerciais assumem a condução do sistema de pagamentos da economia e criam moeda escritural. O processo de criação de moeda é típico do *finance* através de empréstimos bancários de curto prazo. As condições inerentes ao mercado de poupança são totalmente irrelevantes, pois os passivos bancários criados são suficientes para gerar novos empréstimos e mobilizar (contratar) os recursos ociosos necessários ao Investimento. Apenas uma restrição de liquidez, resultante dos bancos se recusarem a criar empréstimos adicionais para o financiamento pode abortar o aumento planejado do investimento real, isto é, *“The problem can never be one of inadequate saving, but is always one of inadequate liquidity”* (DALZIEL, 1996, P.324)

Dessa forma, o mercado de poupança-investimento da teoria convencional não descreve adequadamente o funcionamento da economia:

In Sum, when investment decisions by firms and consumption-and-saving decisions by households are taken independently (and the production of capital and consumer goods is made possible – i.e., is financed – by the extension of Bank Credit), then saving decisions out of current income are, per se, irrelevant for the conditions in the Money Market [...] spend more or less out of this period's income will merely determine how aggregate savings (whose value is fixed at the level of investment) are redistributed among sectors. (TERZI, 1986, p.195)

A institucionalidade vigente deve ser levada em consideração, já que, as características institucionais de algumas economias (restrições legais a atuação dos bancos comerciais, por exemplo.) podem levar a distorções. No caso do financiamento de curto prazo, a institucionalidade pode fazer com que o *finance* não aconteça de forma ‘normal’, via criação endógena de crédito, mas por instituições que criam dinheiro não endógeno, como “financeiras”, mercados paralelos e bolsa de valores. Outra possibilidade é que o *finance* consista em adiantamentos dos compradores, por exemplo, como garantia para pedidos (CESARATTO, 2016, P.8-9).

O objetivo do desenvolvimento financeiro é promover a expansão econômica e a avaliação relevante é a da sua funcionalidade na sustentação do crescimento, disponibilizando: (i) *finance* e *funding* que permitam investimentos em volume e condições apropriadas; (ii) ativos financeiros com perfis e riscos alinhados com a demanda dos agentes privados.

Nesse contexto, os bancos comerciais dependem significativamente das Autoridades Monetárias, já que, influenciam os níveis e a direção dos investimentos através dos instrumentos de política monetária e da possibilidade de institucionalização de novos modelos de política financeira. Assim sendo, o processo de financiamento do investimento possui duas facetas que caminham lado a lado, o *finance* e o *funding* e, de forma mais específica, é o *finance* ao desencadear o processo multiplicador da renda que possibilita o *funding*.

Esquemáticamente, temos que o processo pós-keynesiano de financiamento do investimento é composto pelas seguintes etapas:

(1) decidido o investimento, a empresa pode lançar ações (situação geralmente inviável nos países em desenvolvimento) e/ou contratar uma instituição financeira para captação dos recursos a uma dada taxa de juros de longo prazo. A garantia da instituição financeira de que os recursos estarão disponíveis traz a segurança para realizar o pedido a prazo, fornecendo ao produtor de bens de capital um contrato de venda. Supomos que a empresa investidora (o comprador do bem de capital) deseja financiar o preço total P_k do bem de investimento.

(2) O produtor de bens de capital de posse do contrato de compra obtém junto a um banco comercial o *finance*⁴⁶ para cobrir seus custos de produção P_c , incluindo o pagamento de juros do empréstimo, mas sem considerar os lucros. Então, esperamos que $P_c < P_k$.

(3) A obtenção do *finance* e a contratação de recursos ociosos⁴⁷ faz com que um maior fluxo de poupança real *pari passu* ocorra através da operação do multiplicador da renda.

(4) As poupanças geradas encontram-se dispersas na economia, assumem inicialmente a forma de papel-moeda e são eventualmente utilizadas para financiar a compra final de bens de capital (*funding*). Tendo sido o investimento de fato produzido e a cadeia de gastos associados concluída, a instituição financeira realiza nova captação, cujo valor nominal é igual ao preço de compra do novo investimento. Se houver êxito na captação, à taxa de juros do contrato será o custo do financiamento e o subscritor obtém lucro.

As características institucionais variam de acordo com a estrutura do mercado financeiro do país analisado e, por conta disso, é necessário avaliar cada país individualmente pois “*Indeed, every country is likely to have variations in the procedures actually followed for financing investment and then converting subsequent saving into equity*” (DALZIEL, 1996, P.320). Nesse sentido, avançamos com a análise da experiência brasileira

⁴⁶ Nessa etapa pode haver também adiantamentos do sistema bancário aos investidores/compradores.

⁴⁷ Ressaltamos, que nesse exemplo, as decisões de produção são tomadas com base na demanda: uma ordem do produtor de bens de capital.

estabelecendo a visão da literatura para, em seguida, apresentar a institucionalidade e as possibilidades existentes para o financiamento privado.

3. Características do Sistema Financeiro Brasileiro (SFB) e do financiamento ao setor privado.

O estudo do SFB no período 1955-1964 permite facilmente constatar que a literatura está repleta de referências ao seu papel limitante ao crescimento:

O ponto de partida da inadequação financeira pode ser colocado no marco da industrialização brasileira dos anos 50 [...] [a] implantação de setores produtores de meios de produção e bens de consumo duráveis “pesados” teve um significado múltiplo para o problema de financiamento (das empresas), ensejando uma substancial elevação da demanda por recursos financeiros de curto, médio e longo prazo. (ALMEIDA, 1984, P.2-3)

Na segunda metade dos anos 1950, “A economia não estava preparada, em termos de fontes de fundos, para empreender sem sérias distorções esse enorme esforço de investimento.” (SOCHACZEWSKI, 1993, P.115). Era esperado que a adoção de um grande programa de investimentos fosse acompanhada por um processo de complexificação e diversificação do sistema financeiro, entretanto, “Mantem-se o largo predomínio das instituições financeiras do sistema bancário tradicional, que operava fundamentalmente no curto prazo, demonstrando pouca vontade de expandi-lo além de certo limite.” (CÔRREA, 1995, P.121).

Analisando as ondas de crescimento contidas no período 1955-1973, MOURA DA SILVA (1978) aponta que “Na primeira – a de 1954/55 até 1961 – o crescimento econômico ainda que rápido foi marcado por crescentes dificuldades de obtenção de recursos financeiros” (MOURA DA SILVA, 1978, P.3). Lessa (1981), considera que o Plano de Metas foi marcado pela ausência de desenvolvimento “... do mercado de capitais, seja para valores públicos ou privados [...] [que] esgotou as possibilidades do modelo pretérito de financiamento.” (LESSA, 1981, P.51-52). De 1961 a 1964, as características do sistema financeiro permanecem inalteradas levando a “... crescente dificuldade do

complexo comercial industrial de financiar suas atividades.” (SOCHACZEWSKI, 1993, P.290)

A análise oficial considerava que a aceleração da inflação associada a Lei da Usura, teto nominal dos juros em 12% ao ano, atrofiou o sistema financeiro levando ao desaparecimento dos empréstimos bancários de médio e longo prazo. Para os técnicos do BNDE a questão do financiamento era tão relevante que a instituição procurou “... despertar a atenção de agências internacionais de crédito para a questão, propondo e sendo aceito [...] Grupo de Estudos para examinar o problema do capital de giro para a indústria” (BNDE, 1964, P.VII). Em sua “Exposição sobre o Programa de Reparcelamento Econômico de 1964” apontou que o progresso da industrialização

vem sendo sacrificado por dois problemas cruciais. O primeiro deles tem sua origem na incapacidade das empresas de financiar, com recursos próprios, a fabricação de máquinas e equipamentos, que demanda períodos longos para construção, como ainda de oferecer condições de venda, principalmente quanto a prazos favoráveis ou condizentes com as possibilidades dos compradores. O crédito bancário não oferece solução para problema dessa natureza. Urgia, por isso mesmo, que se criasse um mecanismo de crédito apropriado, pois a capacidade ociosa que se acumulava na indústria mecânica nacional, pela falta de capital de giro, dificultava a execução de qualquer plano de industrialização. (BNDE, 1964, P.vii)

Avaliando os impactos do binômio inflação-lei da usura sobre o sistema bancário é estabelecido que “... teve uma consequência importante que não seria solucionada, até a década de 60: a excessiva concentração do crédito bancário nas atividades correntes” (SOCHACZEWSKI, 1993, P.26). Outro problema relatado era quanto ao destino do crédito:

No início dos anos 1960 o crédito se tornou uma graça concedida a poucos, no âmbito de reciprocidades e favores no interior de bancos públicos e privados. Era um sistema composto de personalismos, compensações e cordialidades, do qual resultou uma gigantesca atrofia nos mercados de crédito e capitais. (FRANCO, 2017, P.56-57)

Quanto as instituições presentes, constata-se que “... a atuação do banco de investimento não estava também no horizonte do setor bancário nacional, que auferia grandes lucros especulativos por trabalhar no curto prazo, em uma situação inflacionária” (CÔRREA,

1995, P.101). Dessa forma, a concessão de *funding*, isto é, “O financiamento do Investimento em capital fixo, mais dependente de créditos a longo prazo, no entanto, era praticamente inexistente.” (SUZIGAN, 1974, P.172).

Para Baer (1965), a incapacidade do sistema financeiro fez com que “*Banks furnish only a very small proportion of funds.*” levando a que

... most large firms in industry do not rely much on credits from financial institutions. The greater reliance on internal finance and on direct credits from suppliers cannot also be attributed to inflationary conditions, but should be considered as a characteristic of undevelopment. (BAER, 1965, P.133)

Buscando mostrar o quão pouco “moderno” era o sistema financeiro brasileiro tanto devido a sua organização e ordem institucional quanto pelas condições estruturais da economia que conformaram um sistema financeiro repleto de peculiaridades, só alteradas após as reformas da ditadura militar, na próxima seção apresentamos de forma mais detalhada suas principais características.

3.1 Quadro institucional e suas implicações.

O período 1955-1964 inicia-se com forte tensão política desencadeada pelo suicídio do então presidente Getúlio Vargas. Nas eleições de 1955, sai vitorioso Juscelino Kubitschek que sob o mote “50 anos em 5” alterou a estrutura econômica e social do país sem, no entanto, modernizar o Sistema Financeiro Nacional que, até 1964, tinha na Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC) seu órgão normativo, o BB atuava como Banco Central Misto, respondendo pelas funções executivas de Banco Central dentre elas a execução da política de redescontos, através da Carteira de Redescontos (CARED), e o recolhimento dos compulsórios, ao mesmo tempo em que, era o maior banco comercial do país.

Nesse contexto, o sistema bancário brasileiro se expandiu⁴⁸ de forma rápida apesar da aceleração da inflação, do teto de 12% dos juros nominais (Lei da Usura) e da crescente instabilidade política pós-JK. A SUMOC, através de Instruções, estipulava as taxas de juros respeitando a Lei da Usura e, portanto, não estabelecia taxas reais positivas. A vigência de juros reais negativos, inviabilizou o desenvolvimento de um mercado de títulos públicos, primário e secundário, e, conseqüentemente, impediu a realização de operações de mercado aberto que pudessem permitir a formação de uma taxa básica de juros oficial.

Assim sendo, “A evolução do processo inflacionário brasileiro [...] parece mostrar perfeita similitude com a desaceleração no ritmo de expansão do saldo em circulação dos Títulos Públicos Federais.” (FERREIRA, 1974, P.14) A colocação de títulos públicos ocorreu de 3 formas: (i) compulsória pelos bancos comerciais, exportadores e importadores quando obrigados por lei; (ii) voluntária atrelada a possibilidade de redesconto dos títulos na CARED; (iii) como forma alternativa de cumprimento do percentual de compulsórios obtendo-se alguma remuneração.

Dadas tais características, a evolução da dívida pública fundada, que possui maior prazo e é usada para atender a desequilíbrios orçamentários e financeiros, tendeu a estagnação nominal até 1961⁴⁹ e cresceu abaixo da inflação até 1964, isto é, em um cenário de aceleração inflacionária e elevado crescimento médio do PIB houve a diminuição da participação real da dívida pública fundada no PIB. Nesse sentido, o Plano Decenal afirma que até 1965 “Nenhuma das funções da dívida pública [...] foi estabelecida a contento no Brasil” (PLANO DECENAL, 1967, P.47) e, considera que isso ocorreu devido:

⁴⁸ O número de agências passa de 4.038 em 1955 para 6.826 em 1964 enquanto o de matrizes bancárias diminui de 366 para 328, ampliando a concentração bancária. (Fonte: Ministério do Planejamento e Coordenação Econômica, 1966).

⁴⁹ Fontes: O Brasil em números 1960. Rio de Janeiro: IBGE, 1960. Apêndice do Anuário Estatístico do Brasil 1960. Rio de Janeiro: IBGE, v. 21, 1960. Quadro XCVII; O Brasil em números 1966. Rio de Janeiro: IBGE, v. 2, p. 165, quadro E, 1966.

A associação da inflação corroendo o principal e juros durante a maturação da dívida, com os hábitos de mau pagador do governo, que fez tradição em não resgatar devidamente suas obrigações, impediu que houvesse progresso nesse importante ramo do mercado de capitais. [...] Na maioria dos casos, uma vez subscritos, nunca foram resgatados, mas sempre substituídos compulsoriamente, por outros com características semelhantes quanto ao prazo, juros e mesmo forma de resgate. (PLANO DECENAL, 1967, P.48)

Igualmente impactados foram os juros reais inerentes às taxas de Redesconto já que também estavam sujeitas a Lei da Usura. Sendo inviável atuar via taxa de juros, foram efetuadas limitações quantitativas no redesconto e seus valores corresponderam em média a apenas 3,9%⁵⁰ do total de empréstimos dos bancos comerciais ao setor privado nos dez anos cobertos pela análise. Além disso, o redesconto era concedido pela CARED que fazia parte da estrutura interna do Banco do Brasil (BB), e era, desde 1942, a detentora da faculdade de emissão monetária. O primeiro resultado desse arranjo é que o BB foi o responsável pela grande maioria das demandas de redesconto⁵¹ ao lado dos bancos de menor porte. Os demais bancos privados, de médio e grande porte, viam suas demandas limitadas quantitativamente e, em muitos casos, evitavam recorrer ao redesconto em virtude da sinalização negativa quanto a saúde financeira passada ao mercado.

O arranjo supracitado também permitiu que o BB, atuando como agente financeiro do Tesouro Nacional, pudesse financiar os déficits do Tesouro Nacional de forma eficiente e ágil. Dessa forma,

No contexto de sua atuação como agente do Tesouro nacional, o recurso sistemático à emissão de dinheiro para cobrir gastos governamentais e a utilização do artifício da “encampação” constituíram mecanismos importantes que permitiram manter elevados os gastos governamentais e ao mesmo tempo cancelar estes gastos da contabilidade do Banco do Brasil e do Tesouro Nacional. (BENEVIDES, 1981, P.130)

⁵⁰ Fonte: Situação Monetária, Creditícia e do Mercado de capitais – Diagnóstico Preliminar (1966, P.73 e P.109)

⁵¹ De 1955 a 1964, o Banco do Brasil recebeu aproximadamente 85% da assistência financeira concedida pela CARED aos bancos comerciais. Fonte: Relatórios do Banco do Brasil: 1955 (1956, p.16 e 63, parte III); 1956 e 1957 (1958, p.30 e p.119, parte III); 1958 e 1959 (1960, p.134-135 e 186); 1960 e 1961 (1962, p.146 e 235); 1962 e 1963 (1964, p.166 e 238); 1964 (1966, p.226 e 290).

As encapações e o redesconto ‘ilimitado’ para financiar o TN podem ser descritos da seguinte forma: (i) O BB, como agente financeiro do TN, cobria seus déficits de caixa; (ii) o BB levava os papéis da operação com o TN a CARED buscando recompor suas reservas; (iii) a CARED, situada dentro do BB, se incumbia em efetuar as emissões, registrando um débito do TN pelo papel-moeda posto à disposição do BB; (iv) havia um limite para as emissões assim realizadas, mas quando era atingido os débitos e créditos eram anulados por uma decisão de encaptação promovida pelo Congresso Nacional.

A possibilidade de utilização do redesconto como um instrumento misto de liquidez e de expansão de negócios dos bancos pode contribuir também para a atrofia do mercado aberto. Entretanto, no caso brasileiro, o controle do redesconto de forma quantitativa fez com que o fator determinante para inviabilizar as operações de mercado aberto fossem as taxas de juros reais negativas dos títulos públicos e a falta de um mercado secundário eficiente de revenda.

Outra distorção originou-se da interação de uma inflação crescente com a evolução dos depósitos compulsórios. A inflação naturalmente contribuiu para a diminuição do caixa e dos encaixes voluntários dos bancos comerciais, entretanto, buscando diminuir a oferta de crédito para controlar a inflação, a SUMOC promoveu, após 1956, uma gradativa elevação dos compulsórios que intensificou a tendência. Os níveis de caixa e de encaixes voluntários representavam respectivamente 33,5% e 53,1%, em março de 1955, e diminuem para 23,5% e 35,3% dos encaixes totais em dezembro de 1964. Por sua vez, os depósitos compulsórios passam de 13,4% para 41,2% dos encaixes totais.⁵²

A conjugação da precariedade do mercado de títulos públicos e privados, da impossibilidade de a Autoridade Monetária estabelecer uma taxa básica de juros e a

⁵² Fonte: Estatísticas Históricas Brasileiras, seção 10, Moeda e sistema bancário, volume 3, 1990.

diminuição dos níveis de encaixes voluntários fizeram também com que o mercado interbancário de reservas fosse praticamente não utilizado.

A existência de um ambiente de taxas de juros reais negativas expôs o país à possibilidade de uma fuga de capitais. Poderia ter havido também, o direcionamento das poupanças para a compra de dólares buscando proteger-se da inflação e obter algum ganho cambial. No primeiro caso, as restrições regulatórias tornavam inviável a concretização desse cenário, pois havia limitações relevantes ao envio de dólares ao exterior e à compra de ativos estrangeiros desvinculados de transações comerciais e/ou produtivas. No segundo caso, os dados do mercado oficial mostram um volume de negócios pouco expressivo, assim como, no mercado paralelo de dólares “... um movimento diário da ordem de 10 milhões de dólares (entre RJ e SP) [...] decerto, inteiramente desprezível comparativamente aos mercados financeiros” (PECHMANN, 1983, P.19). Quando se analisa os dados do BP, ambas as conclusões são ratificadas.

A leitura oficial indica que o investimento em imóveis, excetuando-se a compra para uso próprio, foi prejudicado “por vários fatores causados pela inflação: exaustão do mercado de capitais a longo prazo, o declínio dos lucros impostos pela inflação e o teto dos aluguéis.” (PLANO DECENAL, 1967, P.124-125). Entretanto, não existem motivos concretos para que os lucros (da economia como um todo? Somente da construção civil?) necessariamente caiam com o aumento da inflação. Além disso, os dados do setor da construção civil mostram que apesar da diminuição do valor real dos aluguéis, fruto da Lei do Inquilinato, houve um crescimento real médio de aproximadamente 9% ao ano da atividade de 1955 a 1964⁵³ mostrando que não houve arrefecimento do setor.

Esse dado traz uma dupla reflexão importante. Em primeiro lugar, como é óbvio, revela que não houve restrição de financiamento habitacional no período ou, talvez mais bem

⁵³ IBGE – Diretoria de Pesquisas – Departamento de Contas Nacionais.

colocado, não houve escassez de recursos para construção habitacional. Esses recursos foram alocados de forma desigual, como fica evidente na urbanização heterogênea do período e no déficit habitacional, que passa a ser uma marca registrada do país⁵⁴. Nesse sentido, o financiamento público habitacional pode

ser avaliado pelo número de casas construídas entre 1938 e 1964: em vinte e seis anos de atividade estes organismos financiaram a construção de 120 mil habitações, ou seja, uma média de 6 mil casas anualmente. Do total construído até 1964, apenas 17 mil unidades foram financiadas pela Fundação da Casa Popular, órgão criado em 1951 e que havia sido destinado a satisfazer as necessidades de moradia dos grupos de baixa renda. (MENDONÇA, 1964, P. 146)

O financiamento habitacional pelo setor privado foi capitaneado por instituições de aposentadoria e pensões (IAPs), que foram os responsáveis pelo surgimento de diversos conjuntos habitacionais e, em menor número, de alguns prédios de mais alto padrão, fazendo com que a moradia fosse um bem cuja posse trazia “status” a certas classes de trabalhadores. Como coadjuvantes atuaram as Caixas Econômicas concedendo financiamentos sem correção monetária a alguns poucos privilegiados⁵⁵.

É possível especular que o investimento imobiliário tenha sido uma forma de alocação da riqueza de famílias do extrato de renda superior, entretanto, esta não é uma forma de alocação da riqueza mobiliária do setor privado, logo seu único suposto impacto negativo seria a existência de excesso de demanda na economia. Afirmativa esta, que necessita de uma série de qualificações que são mais bem tratadas no primeiro ensaio desta tese.

O próprio setor bancário contribuiu para essa tendência, uma vez que, além de buscar expandir as possibilidades de captação de recursos, a compra de imóveis para a abertura de agências foi uma forma encontrada para: (1) burlar a proibição de que realizassem investimentos imobiliários; (2) minimizar a corrosão inflacionária de seus recursos.

⁵⁴ Uma análise do tema pode ser encontrada em Campos (1965), Mendonça (1980) e Fischilowitz (1965).

⁵⁵ Campos (1965) estima que a concessão desse tipo de crédito pelas Caixas Econômicas foram responsáveis por uma grande transferência de rendas dos pequenos poupadores para os tomadores de maior poder econômico sendo, unicamente no Rio, entre 1959 e 1963, a importância assim transferida atingiu a soma de Cr\$ 45 bilhões (calculado a preços em moeda de 1963).

Como consequência dessa orientação, a importância do ativo imobilizado no ativo total do sistema bancário mais do que duplica no período em análise passando de 3,5% para 8,5% entre 1955 e 1964⁵⁶.

Analisada a institucionalidade do sistema financeiro brasileiro e seus principais impactos, passamos a avaliar como foram atendidas as demandas de financiamento do setor privado surgidas a partir do aumento das demandas de *finance* e *funding* derivadas da expansão da economia e da constituição dos setores de bens de consumo duráveis e de bens de capital.

3.2 A concessão de crédito no Brasil

Do ponto de vista do financiamento, expandiram as demandas por recursos, privadas e públicas, frente a um sistema financeiro incipiente e pouco diversificado. O Estado assumiu a função de planejar e promover o desenvolvimento econômico e, internamente, contou com a expansão do sistema financeiro em sua via pública, majoritariamente Banco do Brasil (BB) e o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE), para viabilizar os vultosos investimentos sob sua responsabilidade. Relativamente ao financiamento do setor privado avaliaremos as fontes de financiamento, públicas e privadas, disponíveis. Nesse contexto, o setor externo também será analisado, já que, apresentou papel relevante no financiamento da economia, com o capital alienígena recebendo tratamento preferencial em grande parte do período e influenciando de forma significativa os resultados apresentados pela economia brasileira.

3.2.1 O papel dos bancos comerciais

O SFB no período tem nos bancos comerciais seu protagonista, demonstrando farta criatividade para burlar a Lei da Usura e cobrar juros efetivos maiores que os nominais através de: (i) novas taxas bancárias, método mais amplamente utilizado; (ii) cobrança de

⁵⁶ Fonte: Situação Monetária, Creditícia e do Mercado de Capitais, Diagnóstico Preliminar, EPEA, Maio de 1966.

juros por fora: juros extras sem qualquer escrituração contábil por nenhuma das partes; (iii) contas vinculadas: exigência de empréstimos com volume ou prazo maiores do que os necessários e manutenção de saldos mínimos; apesar de ser a mais refinada das alternativas, foi gradativamente abandonada em consequência da elevação dos percentuais de depósitos compulsórios. (DIAGNÓSTICO PRELIMINAR, 1966, P.70).

Mesmo se valendo de todos esses artifícios, “As instituições financeiras se mantinham graças ao ‘spread’ entre a taxa negativa à que captavam e a taxa menos negativa à qual aplicavam os recursos captados” (LAGO, 1989, P.50). O aumento do lucro bancário foi fruto da aplicação rigorosa da Lei da Usura apenas a remuneração dos depositantes e o sistema bancário

... certamente não sofreu com a inflação, uma vez que, bem ao contrário, os anos de mais forte inflação (1961-1964) foram também o período durante o qual os bancos aumentaram mais rapidamente a relação entre os lucros e os empréstimos a vencer. Isso foi conseguido apesar de uma grande aceleração nos custos bancários⁵⁷, que resultaram principalmente de grandes aumentos nas despesas de pessoal (CHRISTOFFERSEN, 1969, P.18-19)

Devido a inexistência de estatísticas consolidadas da evolução e magnitude das taxas de captação e aplicação dos bancos privados que permitam comprovar essa tendência, encontramos como uma aproximação possível o trabalho de Christoffersen (1969, p.28) que analisa uma amostra de 11 bancos privados que discriminam em seus balanços os valores referentes aos juros, comissões e emolumentos. De posse dessas variáveis, o autor as cotejou com os saldos médios de empréstimos em cada semestre e construiu a

⁵⁷ A elevação dos custos bancários merece qualificação por não ser o resultado esperado de um processo de adensamento bancário. Esse aumento decorreu da expansão das despesas gerais (salários, aluguéis e outras despesas administrativas) atribuída a: (i) abertura de agências em zonas rurais (quase exclusivamente por parte do Banco do Brasil); (ii) busca por aumentar a captação de depósitos através de gastos com publicidade e da criação de uma série de facilidades aos potenciais consumidores: (1) reforma de agências buscando propiciar maior luxo e comodidade aos depositantes; (MONTORO FILHO, 1982, P.29) (2) aumento do expediente bancário com a criação de um dia de trabalho com dois turnos; (3) aumento do número de sucursais urbanas que duplicavam funções já existentes; (4) aumento contínuo das gratificações concedidas aos trabalhadores das instituições de crédito levando o salário médio por empregado a ser superior ao de qualquer outro ramo de atividade (Conjuntura Econômica, Maio de 1966, p.54). Por outro lado, o aumento das despesas gerais foi suavizado pelas economias de escala estimuladas por um processo de fusões e incorporações, iniciado nos anos 50, sob a tutela da SUMOC, buscando aumentar a credibilidade do sistema financeiro brasileiro (LAGO, 1982, P.65).

aproximação das taxas de juros reais efetivas praticadas pelo sistema bancário apresentadas abaixo:

Tabela 1
Taxas de juros nominais e reais (% ao ano)

	Média Efetiva dos Juros Nominais (% ao ano)		Taxas de Juros Reais (IPA)		Taxas de Juros Reais (ICV-Guanabara)	
	Empréstimos Bancários	Depósitos	Empréstimos Bancários	Depósitos	Empréstimos Bancários	Depósitos
1955	13,80	4,40	- 1,81	- 9,92	- 4,45	- 12,34
1956	14,50	4,20	- 9,34	- 17,50	- 6,30	- 14,73
1957	15,10	4,20	11,21	0,68	1,77	- 7,87
1958	16,00	4,70	- 14,64	- 22,96	- 1,20	- 10,80
1959	17,50	4,00	- 13,35	- 23,30	- 22,54	- 31,44
1960	18,60	4,00	- 11,82	- 22,68	- 4,20	- 15,99
1961	18,20	4,00	- 22,90	- 32,16	- 17,52	- 27,42
1962	21,00	3,80	- 16,95	- 28,76	- 22,04	- 33,12
1963	27,50	3,60	- 30,37	- 43,42	- 29,40	- 42,64
1964	33,20	3,60	- 27,65	- 43,73	- 28,62	- 44,48

Fonte: Adaptado de Christoffersen, 1969, p.28.

O cenário de aceleração inflacionária levou as taxas nominais efetivas dos empréstimos a ultrapassarem durante todo o período o teto de 12% ao ano, sendo que, até 1955, situaram-se próximas ao limite estabelecido, mas foram se distanciando até alcançarem 33,2% ao ano em 1964. Apesar da elevação nos níveis nominais, a taxa de juros real⁵⁸ dos empréstimos foi positiva apenas em 1957, independente do índice utilizado.

As dificuldades práticas dos bancos comerciais em cobrar taxas de juros reais positivas nos empréstimos foi acompanhada da concentração da atividade bancária em operações de curto prazo e baseadas no desconto de títulos, implicando no desaparecimento dos empréstimos hipotecários, perfil de longo prazo, e da diminuição da participação dos

⁵⁸ Entretanto, cabe ressaltar que os artifícios (i), (ii) e (iii) supracitados levantam evidências de que as taxas encontradas por Christoffersen (1969) são um piso para as taxas de fato praticadas no sistema bancário.

empréstimos em conta corrente. Esse declínio é ainda maior se considerarmos apenas o conjunto dos bancos comerciais privados, nesses, em 1955, 69,13% dos empréstimos era através do desconto de títulos, em 1960 84,1% e em 1964 foi 89,3%⁵⁹.

A razão para a substituição de outros ativos por títulos descontados na carteira dos bancos comerciais privados é que tais operações têm maior liquidez e menor risco que os demais tipos de empréstimos. Nesse sentido:

De fato, títulos descontados referiam-se quase que integralmente a efeitos comerciais, isto é, aqueles que representavam uma transação 'real'. [...] a mercadoria transacionada representava ela mesma uma garantia colateral da operação. Além disso, os títulos mantidos em carteira pelo banco podiam ser redescotados pelo Banco do Brasil ou qualquer outro banco privado, o que lhes assegurava liquidez maior que a dos empréstimos em conta corrente os quais, do ponto de vista do banco, eram ilíquidos até o resgate. [...] Uma terceira razão, e talvez a mais importante sob o ponto de vista da realização de operações de desconto, dizia respeito à limitação legal das taxas de juros, a qual podia ser mais facilmente contornada nesse tipo de transação. [...] ficando os bancos dispensados, assim, de utilizar expedientes que nem sempre eram bem aceitos pelos mutuários ou pelas autoridades. (SOCHACZEWSKI, 1993, P.145-146)

Quanto aos depósitos, os juros pagos apresentaram leve tendência de baixa apesar da aceleração inflacionária e, portanto, as taxas de juros reais, em ambos os índices, assumiram valores cada vez mais negativos até seu ponto de mínimo em 1964. A avaliação das taxas de juros praticadas sobre os distintos tipos de depósitos bancários, ressalta que os depósitos a prazo fixo, com horizonte de maturação de 12 meses, e os depósitos a prazo com aviso prévio, máximo de 120 dias, tinham taxas máximas de juros muito próximas as vigentes nos depósitos à vista.

Apesar da manutenção de depósitos bancários, no cenário descrito, proporcionar rendimentos reais negativos, não houve diminuição de sua importância no PIB, uma vez que, o aumento da participação dos depósitos a vista compensou a diminuição dos

⁵⁹Fonte: IBGE, Estatísticas do Século XX, Tabela MC-51. Disponível em <https://seculoxx.ibge.gov.br/economicas/moeda-e-credito> acessado em 01/07/2020. e Sochaczewski, 1983, p.278. Saldos Trimestrais ajustados Sazonalmente (Média Móvel de 5 períodos).

depósitos a prazo. A aceitação de rendimentos reais negativos, por si só, já expõe a falta de alternativas para aplicação de recursos.

Os depósitos a prazo eram majoritariamente captados pelo sistema bancário privado e, considerando-se a totalidade do sistema passam de 18,3% para 3,6% do total de depósitos entre março de 1955 e dezembro de 1964. No Banco do Brasil, esse tipo de depósito seguiu a mesma tendência, diminuindo sua participação de 12,9% para 0,4%. Por sua vez, a participação dos depósitos à vista no total de meios de pagamento da economia tem trajetória ascendente, passando de 66% para 76%⁶⁰, explicitando que o público optou crescentemente por manter depósitos à vista em detrimento dos depósitos a prazo⁶¹ e do papel moeda.

A preferência por depósitos à vista foi considerada fruto de seis motivações centrais: (i) a expansão da rede de agências bancárias tornou mais conveniente e seguro manter depósitos à vista; (MONTORO FILHO, 1982, P.29) (ii) recebiam alguma remuneração ao contrário da retenção de moeda (FERREIRA, 1974, P.21); (iii) é fato estilizado que uma economia em crescimento rápido apresenta um deslocamento da moeda para os depósitos à vista; (iv) em termos empresariais, há um certo volume de liquidez que as empresas acham necessário manter para suas transações; (CHRISTOFFERSEN, 1969, P.9-10) (v) os depósitos a prazo tinham taxas muito próximas e apresentavam menor liquidez; (vi) inexistência de ativos de prazos mais longos de maturação que fossem atrativos aos olhos do público (SOCHACZEWSKI, 1993)

Esse enredo, aliado a expansão da demanda por crédito, oriunda da industrialização, fez com que os bancos encurtassem o prazo dos empréstimos, para adequar sua estrutura de

⁶⁰ Fonte: IBGE – Estatísticas do Século XX, séries de meios de pagamento e depósitos a prazo nas tabelas MC-20 e MC30. Disponível em: <https://seculoxx.ibge.gov.br/economicas/moeda-e-credito.html> acessado em 01/07/2020.

⁶¹ A concentração da captação bancária nos depósitos a vista fez com que as Caixas Econômicas Federais e Estaduais que só estavam autorizadas a captar depósitos de poupança tivessem sua atuação bastante reduzida.

ativos e passivos, focando no fornecimento de empréstimos de prazo cada vez mais curto e, conseqüentemente, de menor risco. Entretanto, como possível alternativa de longo prazo havia a atuação da Carteira de Crédito Agrícola e Industrial (CREAI) do Banco do Brasil, que pode ser considerada a primeira instituição estatal voltada para o crédito especializado e de longo prazo:

Embora voltada basicamente para o financiamento do início de lavouras, teve importante participação no estabelecimento de indústrias em setores não compreendidos na escala de prioridades do BNDE, como: celulose e papel, metalurgia do alumínio e siderurgia a base de carvão mineral.” (SUZIGAN et al, 1974, P.172)

Um indicativo de sua influência sobre os setores supracitados está na participação do capital privado nacional nesses setores. Imediatamente após o término do bloco de Investimentos do PM, em 1961, a participação do capital privado nacional era de 78% na indústria da celulose, 85% na de papel, 36% na Siderurgia (mais que o dobro do capital estrangeiro)⁶². Apesar de seu pioneirismo na área e de sua importância no financiamento desses setores, sua atuação acabou sendo pouco abrangente, já que, os empréstimos industriais concedidos pela carteira apresentaram participação decrescente, passando de 8,26% para 3,26% do total dos empréstimos realizados pelo BB entre 1955 e 1964⁶³.

A evolução dos empréstimos concedidos pelos bancos comerciais ao setor privado é apresentada na tabela 2 e expõe a diminuição de seu fornecimento relativo através da diminuição de sua relação com o saldo de meios de pagamento da economia, 0,963, em 1955, para 0,675 em 1964. O mesmo comportamento é constatado na proporção dos Empréstimos ao Setor Privado no PIB que atinge seu menor valor em 1964.

Dessa forma, os dados indicam que frente a um momento de crescimento da economia e em que “... o principal papel dos intermediários financeiros era o de prover recursos para capital de giro” (MONTORO FILHO) a oferta de *finance* pelos bancos decresceu quando

⁶² Fonte: Lima, 1976, p.403.

⁶³ Fonte: Relatórios trimestrais do BB: 1955 (1956, p. 35, seção III); 1956 (1957, p.17, seção III); 1957 (1958, p.17, seção III); 1958 (1959, p.17, seção III); 1963 (1964, p.176); 1967 (1964, p.195).

a resposta esperada do sistema bancário em um período de forte desenvolvimento econômico é exatamente a oposta: a expansão do *finance* para prover a liquidez necessária aos investimentos. Esse resultado, frente a um incremento médio do investimento acima de 8% ao ano, ressalta a necessidade de se investigarem fontes alternativas de crédito que possam ter atuado de forma auxiliar.

Tabela 2
Empréstimos ao Setor Privado e Saldo dos meios de Pagamento (Cr\$ bilhões)

	Empréstimos ao Setor Privado (I)	Saldo dos meios de pagamentos (II)	Produto Interno Bruto(III)	I/III	I/II
1955	171,40	177,92	695,10	0,247	0,963
1956	205,40	217,28	887,20	0,232	0,945
1957	254,40	290,94	1.059,80	0,240	0,874
1958	311,50	355,16	1.313,60	0,237	0,877
1959	400,90	500,57	1.806,00	0,222	0,801
1960	565,00	692,03	2.418,80	0,234	0,816
1961	781,40	1.041,84	3.498,60	0,223	0,750
1962	1.254,50	1.702,31	5.498,00	0,228	0,737
1963	1.944,90	2.792,18	9.591,00	0,203	0,697
1964	3.506,30	5.190,70	18.867,30	0,186	0,675

Fonte: Relatório do Banco Central, 1965, p.210.

É possível visualizar na tabela 3 o comportamento dos empréstimos reais, calculados através do uso do deflator implícito do PIB, dos bancos comerciais, públicos e privados, ao setor privado. Constata-se que os empréstimos reais ao setor privado não acompanharam de forma consistente o crescimento do PIB nem tampouco o aprofundamento do processo de substituição de importações. O valor real dos empréstimos do sistema bancário ao setor privado se expandiu pouco no decorrer do período, uma vez que, a economia acumulou crescimento real de 77,6%, enquanto os

empréstimos reais do sistema bancário apresentam crescimento real de 12,9% no mesmo período.

Tabela 3
Sistema Bancário – Empréstimos Reais ao Setor Privado

	Bancos Comerciais		BB		Sistema Bancário	
	Em Cr\$ bilhões	Variação Anual (%)	Em Cr\$ bilhões	Variação Anual (%)	Em Cr\$ bilhões	Variação Anual (%)
1955	1.928,2	0,6%	1.176,8	1,5%	3.105,0	1,0%
1956	1.924,0	-0,2%	1.108,4	-5,8%	3.032,3	-2,3%
1957	2.130,8	10,8%	1.201,9	8,4%	3.332,7	9,9%
1958	2.278,8	6,9%	1.352,3	12,5%	3.631,1	9,0%
1959	2.285,7	0,3%	1.152,9	-14,7%	3.438,6	-5,3%
1960	2.585,9	13,1%	1.249,2	8,4%	3.835,1	11,5%
1961	2.549,0	-1,4%	1.421,3	13,8%	3.970,3	3,5%
1962	2.620,8	2,8%	1.611,2	13,4%	4.232,0	6,6%
1963	2.293,2	-12,5%	1.393,1	-13,5%	3.686,2	-12,9%
1964	2.227,9	-2,8%	1.278,4	-8,2%	3.506,3	-4,9%

Fonte: IBGE, estatísticas do século XX, Tabela MC-52. Disponível em <https://seculoxx.ibge.gov.br/economicas/moeda-e-credito> acessado em 01/07/2020. Ipeadata para o Deflator Implícito do PIB. Valores reais calculados a preços de 1964.

Em 1955, os empréstimos reais ficam próximos a estabilidade, crescimento real de 1%.

De 1956 a 1960, período de grande necessidade de recursos desencadeada pelo Plano de Metas, a economia acumulou um crescimento real de 47,5% enquanto os empréstimos reais ao setor privado do sistema bancário cresceram 26,7%. Se considerarmos o BB isoladamente, o banco expandiu seus empréstimos reais ao setor privado em apenas 12,7% frente a um aumento de 34,41% por parte dos demais bancos comerciais.

De 1961 a 1964, os bancos comerciais privados apresentam crescimento real negativo em 3 dos 4 anos o que leva a uma queda de 13,85% nos seus empréstimos reais. No mesmo período, o BB registra variações positivas em 2 dos 4 anos e um crescimento real médio de 1,13%. Em 1961 e 1962, o BB ajudou a diminuir a escassez de empréstimos bancários

na economia, mas, sem sombra de dúvidas, 1963 e 1964 foram anos de forte restrição creditícia por parte do sistema bancário.

A visão convencional supracitada avalia que a não expansão dos financiamentos ao Setor Privado decorre, em parte, de um processo de direcionamento das atividades de empréstimo do Banco do Brasil (BB) ao financiamento do TN para que esse pudesse fazer face aos investimentos, a cargo do Setor Público, constantes do Plano de Metas (DIAGNÓSTICO PRELIMINAR, 1966, P.75-76; P.121). Tal afirmação faz parecer, que ao financiar o Tesouro Nacional, conforme visto no primeiro ensaio basicamente através da emissão monetária via CARED, o BB, de alguma forma não explicitada por seus propositores, não pode ou fica limitado de financiar o Setor Privado. Seguindo a leitura keynesiana de *finance e funding* nos parece no mínimo estranho que um banco com as características do BB, produza, ao atuar como agente financeiro do Tesouro Nacional, alguma forma de externalidade negativa sobre sua atividade enquanto banco comercial. Como criador de moeda fiduciária, esse tipo de limitação só ocorreria se houvesse alguma restrição institucional autoimposta, o que não foi, em absoluto, o caso do que ocorreu no período estudado.

Por outro lado, os empréstimos dos bancos comerciais privados eram negativamente impactados pelas políticas de estabilização restritivas que promoveram o aumento contínuo dos compulsórios, mas, principalmente, pelo enrijecimento quantitativo do redesconto que os induziam a comprimir os empréstimos totais. Avaliando os impactos da elevação dos compulsórios sobre os empréstimos ao setor privado, a leitura convencional estabelece erroneamente que houve a diminuição do volume de empréstimos dos bancos comerciais devido ao aumento das reservas compulsórias.

Entretanto, *Sheard* (2013, p.6-8), em relatório da *Standard & Poor's* explicita que não é a partir de reservas/poupanças prévias que os empréstimos bancários são gerados no

mundo real, já que, os bancos concedem empréstimos criando simultaneamente um ativo de empréstimo, e um passivo de depósito e é por isso que é chamado de "criação" de crédito - o crédito é criado literalmente do nada (ou com um simples registro contábil). O empréstimo não é criado a partir de reservas, nem tampouco a partir de poupanças/depósitos: os empréstimos criam depósitos, e não o contrário.

Dessa forma, um aumento dos compulsórios pode provocar o encarecimento do crédito pelo fato dos bancos virem a ter que captar recursos no interbancário. Entretanto, conforme explicitamos, a institucionalidade vigente inutilizou o mercado interbancário e tornou o redesconto a única fonte de recursos possível dotando a SUMOC, ao limitar quantitativamente a concessão de recursos via redesconto e não ao aumentar os compulsórios, de influência direta sobre o volume de crédito.

Além disso, a literatura afirma em diversos momentos que a manipulação do compulsório não buscava atingir objetivos de política monetária, mas permitir que o Governo Federal utilizasse as reservas compulsórias para cobrir suas despesas sem as pressões inflacionárias intrínsecas a déficits adicionais e/ou emissões de moeda (DIAGNÓSTICO PRELIMINAR, 1966, P.125-126). A seguinte passagem sintetiza a ideia de que o declínio dos empréstimos reais ao setor privado:

... foi uma consequência indireta do aumento das reservas compulsórias imposto pela SUMOC [...] o qual permitiu que o Governo Federal cobrisse suas despesas através de montantes equivalentes sem déficits adicionais nem emissões de dinheiro, não permitindo, entretanto, que firmas privadas obtivessem novos empréstimos. (DIAGNÓSTICO PRELIMINAR, 1966, P.121)

Sochaczewski (1993, P.122-125), por exemplo, concorda que, na prática, a manipulação dos percentuais de reservas compulsórias foi feito de forma tímida e, em geral, para transferir fundos para o setor público e não para controlar a liquidez do sistema monetário. Esse possível direcionamento dos compulsórios ao Tesouro Nacional seria possível devido ao caráter *sui generis* do Banco do Brasil que era ao mesmo tempo o maior banco

comercial do Brasil e realizava funções executivas de Banco Central. Dessa maneira, postulavam que os compulsórios eram recolhidos e custodiados pelo BB abrindo a possibilidade de que fossem direcionados ao Tesouro Nacional.

Entretanto, a existência desse mecanismo representa mais uma opinião de seus formuladores do que um fato econômico, uma vez que, no caixa do BB se misturam recursos próprios com recursos adquiridos no desempenho de suas funções executivas de Banco Central, contabilmente não se consegue determinar quando o banco está realizando suas operações se o faz com recursos provenientes de depósitos ou de operações cambiais ou de emissões de papel moeda ou dos compulsórios a ele direcionados.

A ligação umbilical entre o financiamento direto/monetário, via emissão, e a inflação está por trás da criação desse complexo mecanismo de transferência de recursos do setor privado para o setor público buscando evitar um suposto impacto inflacionário intrínseco ao financiamento público via emissão de moeda⁶⁴. Além disso, como mencionado anteriormente, faz pouco sentido que tendo acesso ‘ilimitado’ ao Redesconto que o BB necessitasse obter os recursos demandados pelo Tesouro Nacional através de um complexo sistema de utilização dos compulsórios.

Dessa forma, nos parece mais razoável afirmar que o aumento dos compulsórios representa um retrato de uma época em que a política monetária era praticada através dos “agregados monetários” do que atribuir sua manipulação a criação de um suposto esquema de financiamento “não-inflacionário” pelo Estado brasileiro.

Avaliando a composição setorial dos empréstimos, vemos que o Setor Público não concorreu com o Setor Privado por empréstimos junto ao sistema bancário privado, já

⁶⁴ Conforme demonstramos no primeiro ensaio per se o financiamento monetário (direto pela Autoridade Monetária) não tem nenhuma característica que o torne mais ou menos inflacionário que o por dívida (indireto).

que, em média 2,6% dos empréstimos totais do setor direcionaram-se ao Setor Público⁶⁵. No setor privado, houve diminuição mais acentuada dos empréstimos direcionados aos setores mais frágeis e voláteis, visto que, houve uma leve expansão da participação da Indústria no total de empréstimos de 36,9% em 1955 para 40,3% em 1963 em detrimento do Comércio que vê sua participação passar de 37,7% para 26,3% no mesmo período⁶⁶. Dessa forma, a institucionalidade vigente no sistema financeiro brasileiro e os dados relativos aos empréstimos bancários ao setor privado esboçam um quadro de desenvolvimento marcado pela escassez de *finance*, taxas de juros reais negativas na captação bancária, inexistência de alternativas rentáveis no mercado de capitais e escassez de fontes de financiamento de longo prazo para o setor privado. Frente a esse cenário,

... a atividade econômica se viu em crescentes dificuldades de manter um adequado financiamento, dependendo cada vez mais de um sistema bancário tradicional e obsoleto, incapaz de dar uma resposta satisfatória aos requisitos do setor real. Nestes primeiros anos [década de 1960] o setor privado buscou alternativas para o seu financiamento fora dos canais institucionais que no entanto eram de fôlego curto dado seu caráter semi-legal (SOCHACZEWSKI, 1993, P.262)

Portanto, devemos agora verificar a existência de formas de financiamento alternativas que permitam explicar como foi possível a economia brasileira financiar o crescimento médio de quase 7% ao ano apresentado de 1955 a 1964. Na próxima seção avaliamos como a trajetória da industrialização brasileira influenciou e foi influenciada por cada uma dessas formas de financiamento, buscando definir a relevância de cada uma delas e, se possível, determinar a magnitude de suas contribuições.

3.3 Avaliação das fontes não bancárias de financiamento ao setor privado.

No decorrer do aprofundamento do processo de industrialização por substituição de importações, as necessidades de financiamento foram sendo alteradas e surgem maiores demandas para capital de giro (curto prazo), venda de bens de alto valor unitário (médio

⁶⁵ Fonte: IBGE, estatísticas do século XX, Tabela MC-52. Disponível em <https://seculoxx.ibge.gov.br/economicas/moeda-e-credito> acessado em 01/07/2020.

⁶⁶ Plano Decenal de Desenvolvimento econômico e social, Aspectos Macroeconômicos, Tomo 2, Volume 2, P.132-133, Quadro 24-25.

prazo) e para o estabelecimento de indústrias com alta demanda financeira inicial e indivisível, bens de consumo duráveis e de capital (longo prazo).

Uma possível fonte de recursos, o mercado acionário apresentou rendimentos reais expressivos, considerando o índice conjunto das ações negociadas na bolsa de valores (IBV), em alguns dos anos analisados, por exemplo 49,5% em 1959 e 74% em 1962, mas era formado por poucas empresas, os volumes negociados eram pequenos e não foram realizadas aberturas de capital relevantes. Além disso, estava sujeito a fortes oscilações, como por exemplo a desvalorização em termos reais de 30,3% em 1963 e de 45,3% em 1964 (Conjuntura Econômica, dez. 1972, P.49-52). O baixo volume de títulos negociados na bolsa, diminuía a liquidez do mercado e era mais um fator de desestímulo:

Em países como o Brasil, no qual muitas sociedades anônimas são mantidas fechadas ou nos domínios familiares, onde o volume de venda de ações é pequeno e o mercado restrito, a compra de ações significa muitas vezes uma substancial perda de liquidez. (PLANO DECENAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO, 1967, P.19-20)

Quanto à possibilidade de lançamento de debêntures, a situação era ainda mais desanimadora, já que, por exemplo, em 1962 a “... emissão total de debêntures restringia-se a Cr\$2.4 bilhões, isto é, a menos de 1 por cento do lançamento de novas ações” (MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO E COORDENAÇÃO ECONÔMICA, 1965) e no ano anterior a emissão havia sido de apenas Cr\$ 0,6 bilhões ou 0,01% do PIB⁶⁷. Portanto, fica claro que até 1964 o mercado de capitais não possui relevância como fonte de financiamento.

Resumidamente, as fontes internas de financiamento não bancário para o setor privado elencadas na literatura são: (i) *finance* obtido através de adiantamentos dos compradores como garantia de pedidos realizados (em geral associados a contratos com o Setor Público) (SOCHACZEWSKI, 1993); (ii) *funding* interno ou direcionado a empresas do

⁶⁷ Fonte: Plano Decenal de Desenvolvimento Econômico e Social, volume 2, Tomo 2, Política Monetária e de Capitais, P.51.

mesmo grupo, através do reinvestimento de lucros funcionando como uma espécie de aplicação financeira (MONTORO FILHO, 1982, P.82); (iii) *funding* através da concessão de crédito subsidiado de Longo Prazo pelo BNDE⁶⁸ e Banco do Brasil; (iv) SCFI e mercado paralelo originalmente para crédito a médio prazo. Por sua vez, as fontes externas são: (i) créditos de fornecedores externos e financiamento as importações e, em alguns casos, as exportações (CRUZ, 1993, P.66); (ii) investimento direto estrangeiro (CRUZ, 1993, P.67); (iii) créditos de agências internacionais de desenvolvimento (iv) concessão de avais a empréstimos externos pelo BNDE (VIANA, 1981, P.90);

Passamos agora a caracterização das formas supracitadas verificando se, de fato, foram relevantes na viabilização crescimento econômico experimentado.

3.3.1 O papel do Setor Público

Não houve o desenvolvimento de bancos de investimento, públicos ou privados, e os bancos de fomento estaduais ainda davam seus primeiros passos. Na esfera federal, desponta o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE), fundado em 1952 com o intuito de financiar projetos de infraestrutura e indústrias de base. Desde sua fundação tornou-se a principal agência de planejamento e fomento da economia brasileira e, até 1964, era a única fonte interna relevante de financiamento de longo prazo para a indústria, fazendo com que “A empresa que não obtivesse o financiamento em moeda nacional do BNDE, e o seu aval para financiamento externo, encontrava grandes dificuldades para ‘entrar’ nas áreas novas que se abriram a partir de 1956.” (VIANNA, 1981, P.90)

A escassez de crédito bancário foi constatada pelo quadro técnico do BNDE e, mesmo não sendo seu segmento de atuação, já em 1953, tentou dar início a operações de crédito

⁶⁸Uma característica interessante da atuação do BNDE na concessão de crédito privado é que a Lei 2.973, de 26 de novembro de 1956, isentava o BNDE do cumprimento da Lei da Usura, levando-o a desenvolver uma carteira de empréstimos, porque agora lhe era permitida a correção monetária sobre o valor histórico do capital emprestado.

de curto prazo voltadas para os fornecedores e empreiteiros de seus mutuários. Com a agudização do problema após a constituição do setor de bens de consumo duráveis criou, em 1961, a Coordenadoria das Operações Especiais de Financiamento de Venda (COFIVE), que seria o embrião do FINAME. Entretanto, esbarrou em sua limitação de recursos e o volume de financiamentos de curto prazo concedidos até a criação do COFIVE foi em média 0,5% do total dos empréstimos do BNDE e, até 1964, esse quadro não se alterou.

As principais fontes de recursos do banco eram mecanismos compulsórios que coletavam recursos fiscais e direcionavam a fundos, vinculados ou não, sob sua responsabilidade. Dentre esses recursos fiscais, o Adicional de Imposto de Renda, instituído pela Lei nº1.474/51, era o mais significativo e se destinava ao Fundo de Reparelhamento Econômico (FRE). No decorrer do período, foram criados fundos e impostos setoriais vinculados que aumentaram sua capacidade de investimento. Os recursos externos prometidos foram rapidamente reduzidos ou frustrados, ficando o BNDE na dependência de fundos internos.

É interessante notar, a partir da descrição anterior, que apesar da sua importante posição para o fomento/financiamento da economia, o banco não tinha capacidade de criação de crédito *ex nihilo*, ou seja, dependia basicamente de fundos parafiscais para a realização de seus empréstimos. Tal quadro, distinguia-se da situação do Banco do Brasil que, como visto, funcionava como um misto de banco de crédito e Autoridade Monetária e, portanto, não estava sujeito a restrições ou limitações, de qualquer natureza estritamente econômica, quanto a expansão de crédito. Sem dúvidas, se essa capacidade fosse estendida ao BNDE a deficiência de financiamento que permeou a economia brasileira ao longo do período poderia ser facilmente resolvida, entretanto, a predominância da

visão convencional neoclássica fez com que o fantasma do “financiamento inflacionário” fizesse a medida nem ao menos ser considerada.

Relativamente aos financiamentos⁶⁹, suas primeiras operações em moeda nacional foram no setor de transportes, na recuperação do sistema ferroviário nacional. Posteriormente, em 1957, com a fundação da Rede Ferroviária Federal (RFFSA), diminuíram acentuadamente seus dispêndios no setor. De 1952 a 1956 as operações de empréstimo em moeda nacional direcionadas ao setor de transportes foram equivalentes a 68,4% do total, passando para aproximadamente 2% do total no período 1957 a 1964. Por sua vez, as operações de aval concedidas a empresas do setor representaram 22,7% do total ou US\$165 milhões de 1955 a 1964.

A segunda metade da década de 1950, assiste a expansão das operações do BNDE voltadas ao setor elétrico, contemplando projetos públicos de aumento da capacidade de geração e transmissão de energia elétrica valendo-se de recursos provenientes do Imposto Único sobre Energia Elétrica e do Fundo Federal de Eletrificação. Até 1964, o banco dedicou ao setor 24,3% do total de empréstimos realizados em moeda nacional e 20,6% do total de avais a financiadores no estrangeiro, US\$149,7 milhões, que permitiram a importação dos equipamentos não produzidos no país. Após a fundação do Ministério de Minas e Energia (1960) e da Eletrobras (1962) foi diminuindo gradativamente sua participação no setor.

Em sua terceira fase, iniciada ainda no final da década de 1950, seu foco principal passa para a indústria básica, executando o vasto programa de investimento no setor siderúrgico sob responsabilidade estatal. Prova disso, é que a indústria básica recebeu, em 1960, 86% dos empréstimos em moeda nacional e de 1955 a 1964 a ela couberam 69,6% do valor

⁶⁹ Os dados apresentados nessa seção tem como fonte a “Exposição sobre o Programa de Reaparelhamento Econômico de 1968” disponível em < <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/2651> > acessado em 01/07/2020.

total. Quanto a prestação de garantias, 54,9% dos avais ou US\$398,9 milhões foram direcionados ao setor. A siderurgia era a área mais relevante, o que fica explícito no fato de ter sido a receptora de 83% dos empréstimos e de 81% dos avais direcionados a indústria básica. Além desses setores, ao longo do período 1955-1964 as atividades agropecuárias e setores complementares receberam aproximadamente 2% do total de empréstimos e de garantias.

O direcionamento dos empréstimos (em moeda nacional) e avais (equivalente em US\$) entre o Setor Público e o Privado pode ser visualizado na tabela 4 que apresenta as participações relativas dos setores. A maior parte dos empréstimos em moeda nacional e dos avais concedidos, 91,01% e 78,27% respectivamente, se dirigiu ao setor público. O direcionamento dos empréstimos em moeda nacional do BNDE ao setor privado teve alguma relevância na segunda metade dos anos 50 quando o setor recebeu em média 19,2% dos empréstimos, chegando a receber, em 1959, 34% dos empréstimos totais.

Tabela 4
Colaboração Financeira Aprovada em Benefício dos Setores Público e Privado (%)

	Empréstimos		Avais	
	Público	Privado	Público	Privado
1955	77,1	22,9	70,7	29,3
1956	95,3	4,7	94,4	5,6
1957	78,8	21,2	65,2	34,8
1958	86,6	13,4	89,5	10,5
1959	66,0	34,0	95,9	4,1
1960	91,8	8,2	11,2	88,8
1961	90,5	9,5	100,0	0,0
1962	95,6	4,4	37,3	62,7
1963	90,9	9,1	81,4	18,6
1964	94,2	5,8	100,0	0,0
1955-1964	91,01	8,99	78,27	21,73

Fonte: BNDE, 1968, Anexo Estatístico, s.n.

Relativamente a concessão de avais, a participação do setor privado se mostra mais relevante, recebendo 21,73% dos recursos totais nos dez anos analisados, com destaque para 1960 e 1962 quando conseguiu captar 88,8% e 62,7% dos recursos totais. Outro ponto importante é que os créditos obtidos através de avais tinham taxas de juros mais baixas, em comparação com a modalidade sem aval, prazos de pagamento muito superiores aos créditos concedidos internamente e, em algumas situações, sua obtenção era um pré-requisito a concessão do empréstimo.

Assim sendo, durante o período analisado o BNDE, não resta dúvida, agiu precipuamente como um banco do setor público, ao qual concedeu financiamento de longo prazo subsidiado e prestou avais a operações. Não realizou operações em moeda doméstica relevantes com o Setor Privado⁷⁰ mas avalizou a captação pelo setor de quase US\$158 milhões⁷¹, permitindo a importação de equipamentos de capital, sem os quais a formação de capital doméstica seria prejudicada. Contribuíram para esse desempenho às limitadas fontes de recursos parafiscais para concessão de empréstimos, em moeda nacional, e a visão governamental acerca do papel da instituição.

Por fim, ressaltamos que desempenhou importante papel no processo de industrialização e, apesar de não equacionar o problema de financiamento do setor privado da economia, viabilizou a expansão de setores com elevados requerimentos de capital e longos períodos de maturação dos investimentos, gerando a infraestrutura e permitindo a produção de insumos e bens intermediários vendidos por empresas estatais a preços subsidiados, proporcionando externalidades positivas que auxiliaram na intensificação da industrialização e do crescimento. (CÔRREA, 1995, P.131)

⁷⁰ Exemplo dessa situação é que em 1960, os empréstimos do BNDE ao setor privado eram equivalentes a 2% dos empréstimos concedidos pelo BB ao setor.

⁷¹ A captação total de recursos através de avais foi de US\$726 milhões o que representa 20% dos capitais autônomos que ingressaram no país de 1955 a 1964.

3.3.2 O autofinanciamento

A quase inexistência de *funding* fez com que os lucros retidos tenham tido alguma relevância, já que, as empresas, motivadas pelas expectativas positivas existentes na maior parte do período, utilizaram recursos internos para se financiarem. A visão convencional que permeia a literatura⁷², aceitando o modelo de McKinnon (1973) cujo foco está no autofinanciamento do investimento, fez com que a solução para o problema do financiamento privado, tanto do *finance* quanto do *funding*, fosse constantemente atribuída a possibilidade de aferição de elevadas margens de lucro, que uma vez retidos, serviriam ao financiamento da expansão das atividades de investimento.

Entretanto, conforme expusemos anteriormente, os lucros retidos são o resultado do processo multiplicador da renda, sendo necessário que as empresas tenham tido acesso a alguma fonte de *finance* para a “ignição” de seu processo produtivo e, posterior, geração de lucros. Fica claro, portanto, que os lucros retidos podem ser uma fonte acessória de *funding*, isto é, podem diminuir a necessidade de captação externa de recursos de longo prazo, mas que não podem ser a ignição do processo em que são gerados.

Nesse cenário, dentro do paradigma keynesiano de *finance-funding*, os recursos internos podem vir a se constituir em uma fonte de *funding* e, se porventura, as condições no mercado de crédito fossem mais propícias, não seria esperada a diminuição do financiamento próprio, mas sim, o aumento do investimento total.

De fato, o autofinanciamento foi viabilizado pelo aumento da participação societária de matrizes ou associadas através do ingresso de capital externo e pelo aumento das margens de lucro no período de forte crescimento econômico, 1955 a 1962, através: (i) do distanciamento entre os ganhos de produtividade e os salários reais graças à relativa abundância de mão de obra e à ação do Estado (SUZIGAN et al, 1974, P.41); (ii) da

⁷² Exemplos desse pensamento estão presentes no Plano Decenal (1965, P.23), Baer (1965, P.104-106); Cruz (1993, P.66-68); Côrrea (1995, P.90-92; P.114), Tavares (1983, P.110) entre tantos outros.

concessão pelo Estado de subsídios cambiais, fiscais, tarifários e creditícios, como, por exemplo, barreiras legais proporcionadas pelo instituto da reserva de mercado e a imposição de tarifas de até 150% sobre importações de produtos com similar nacional (CAMPOS, 2003, p.73); (iii) da oligopolização crescente tanto das indústrias tradicionais de não duráveis de consumo, que ao se modernizarem passam por um processo de concentração na década de 1950, quanto dos setores novos que já nascem oligopolizados, como a indústria automobilística ou a indústria de equipamentos pesados padronizados (CRUZ, 1993, p.66-67).

Dessa forma, enquanto a economia se manteve crescendo “... o complexo industrial-comercial valeu-se de diversas formas, bastante conhecidas de mobilização financeira que, em geral, resultaram no fortalecimento da capacidade de autofinanciamento das empresas.” (SUZIGAN et al, 1974, P.41). Esse cenário perdurou até meados de 1962 quando o arrefecimento do crescimento econômico e do otimismo diminuem ainda mais a importância desse canal acessório de financiamento.

3.3.3 As Sociedades de Crédito Financiamento e Investimento (SCFI) e o mercado paralelo.

A supracitada inexistência de alternativas rentáveis no mercado de capitais fez com que os poupadores fossem atraídos por alternativas que ofertassem melhores condições de rentabilidade, liquidez e/ou risco. Por outro lado, o supracitado desenvolvimento da produção interna de bens de consumo duráveis de alto valor unitário fez surgir uma demanda de crédito a médio prazo para o financiamento das vendas já no final da década de 1950.

Dessa forma, se desenvolveu um mercado de intermediação financeira através da figura das Sociedades de Crédito Financiamento e Investimento (SCFI)⁷³ que “atuaram no

⁷³ As SCFI têm origem na década de 40.

mercado de capitais praticamente por auto-regulação até 1959 [...] quando foi baixada [...] a Portaria nº 309” (CONJUNTURA ECONÔMICA, Dez. 1972, P.57) além de um “mercado paralelo”. A proliferação das SCFI estava centrada no eixo Rio – São Paulo, eram apenas 33 em 1952, chegam a 64 em 1958, são 91 em 1961 e 204 em 1964 com a maior parte ainda não tendo registro junto a SUMOC.

A Revista de Conjuntura Econômica considera que o surgimento das financeiras era uma consequência da

rápida expansão econômica [...] sobre a estrutura do sistema bancário [...] no sentido de adaptá-lo às condições impostas pela diversificação acelerada porque vem passando o país [...] [levando a] criação e difusão de instituições financeiras destinadas a captar economias voluntárias dos indivíduos para financiamento, não só de capital fixo das indústrias, mas também de capital de giro [...] Em virtude da inexistência [...] de instituições financeiras especializadas na canalização de poupanças individuais em direção a empreendimentos produtivos (REVISTA DE CONJUNTURA ECONÔMICA, ABRIL DE 1959, P.47).

O discurso governamental criticava esses novos mercados devido a discrepância entre as taxas cobradas dos mutuários e pagas aos mutuantes⁷⁴, problema semelhante ao do sistema bancário, e considerava que o deságio, ao antecipar a inflação, era um elemento dificultador do sucesso de uma eventual política de estabilização⁷⁵. (DIAGNÓSTICO PRELIMINAR, 1966, P.37-38) Por outro lado, a avaliação de Simonsen (1965) acerca da atuação das financeiras é bastante otimista, considerando o uso do deságio nas letras de câmbio o precursor da correção monetária.

Fato é, que o aprofundamento do processo de industrialização expandiu as demandas de financiamento do setor privado, além das necessidades para capital de giro e para investimento em capital fixo, a produção interna de bens de consumo duráveis fez surgir a demanda pelo financiamento de produtos com custo unitário elevado. Essa demanda de

⁷⁴ Afirmavam que os poupadores aceitavam as taxas de juros reais negativas pelo fato de serem a opção menos pior disponível e, como consequência, investidores de maior porte e sofisticação não eram atraídos para o mercado.

⁷⁵ Consideravam que o deságio ao antecipar a inflação futura era um elemento alimentador da inflação corrente e, portanto, dificultava o sucesso das políticas de estabilização.

crédito a médio prazo, no final da década de 1950, foi a responsável pelo impulso inicial as SCFI⁷⁶. Em muitos casos, as próprias empresas de maior porte articularam um esquema embrionário de financiamento de suas vendas criando seções internas voltadas a concessão de financiamentos que, posteriormente, assumiram a forma legal de SCFI. (ALMEIDA, 1984, P.4)

Esse foi o caso da indústria automobilística, cujas primeiras fábricas se instalaram no final da década de 1950⁷⁷ e para onde se dirigiu a maior parcela dos capitais internacionais. Produzindo bens de alto valor agregado, o setor enfrentou a escassez no fornecimento de crédito para comercialização de automóveis criando um sistema de cotas de consórcio que “... foram as precursoras de ativos com correção monetária” (MONTORO FILHO, 1982, P.84). As cotas de consórcio permitiam o financiamento pela própria montadora dos bens produzidos e por serem automaticamente reajustadas pelas elevações do preço dos automóveis “... muitos poupadores compravam quotas não apenas para adquirir carros, mas como aplicações financeiras.” (MONTORO FILHO, 1982, P.84).

Os artificios utilizados pelas SCFI para burlar a Lei da Usura eram basicamente dois: (i) os fundos de participação; (ii) as letras de câmbio (aceite cambial). Os fundos de participação coletavam recursos de seus participantes que podiam entrar ou sair do fundo a qualquer momento mediante aviso prévio, normalmente, de 180 dias⁷⁸. Com os recursos angariados, realizava financiamentos mediante recebimento de duplicatas ou notas promissórias das vendas a prazo da empresa solicitante. Dessa forma, investidores e financeira recebiam lucros e não juros, escapando completamente de qualquer restrição inerente a Lei da Usura.

⁷⁶ Era necessário incorporar ao mercado consumidor as camadas de renda média da população, mediante esquemas de crédito com prazos mais longos do que os ofertados pelo sistema bancário convencional.

⁷⁷ Por exemplo, a instalação da primeira fábrica da Toyota em 1958 e da Volkswagen em 1959.

⁷⁸ Nos primeiros 180 dias era vedado o aviso prévio de saída.

A aceleração da inflação ao longo da década de 1950 tornou o prazo dos fundos de participação irrealista, ensejou a criação das letras de câmbio (LC) e fez com que a atividade de investimento fosse dominada pela de financiamento a médio prazo. No decorrer dos anos 1960, as operações foram se deslocando para o curto prazo. Esse comportamento foi assim descrito na literatura:

[...] [as] financeiras se distanciaram parcialmente do campo operacional que até então lhes era próprio, qual seja, o refinanciamento das vendas a prazo, particularmente de bens duráveis de consumo [...] De certo modo, reagiram como os bancos [...] Mas demonstraram relativamente aos bancos maior capacidade de expandir o crédito. (ALMEIDA, 1984, P.6-7)

O uso das letras de câmbio para o *finance* aparece também na imprensa especializada:

Com a impossibilidade de obter a totalidade dos recursos necessários para o financiamento de suas operações no sistema bancário, a indústria e o comércio acorreram em larga escala para empresas de aceite, como a única solução para o angustiante problema de capital de giro. (APEC, 1963, P.51)

O mercado paralelo vivência idêntico processo visto que os agentes que atuavam nele “... assim procediam pela impossibilidade de obter junto aos bancos e às companhias de crédito e financiamento, os recursos necessários para movimentar sua produção” (APEC, 1964, P.9). Dessa forma, as SCFI e o paralelo se transformaram em uma espécie de linha complementar aos bancos comerciais e possibilitaram um relativo alívio no que se refere as necessidades de *finance*.

A literatura aponta que esse movimento foi uma consequência direta do “processo de ‘industrialização pesada’, desencadeada a partir do chamado ‘Plano de Metas’” (ALMEIDA, 1980, P.25) Entretanto, o fato de que as SCFI, o mercado paralelo e os bancos comerciais tenham impresso em suas operações um perfil cada vez mais curto prazista não nos parece ter sido apenas uma escolha voluntária ou uma imposição exclusiva da “industrialização pesada” e sim um fenômeno multifacetado gerado pela interação das circunstâncias político econômicas, da institucionalidade vigente e dos mecanismos utilizados para concessão de empréstimos.

Nesse sentido, os bancos comerciais concentraram seus empréstimos em operações com títulos descontados

... procurando diminuir sua exposição aos riscos da atividade bancária, uma vez que seu estado de confiança sobre as perspectivas da economia e dos negócios se deteriora e os riscos percebidos aumentam. Por isso, procuram evitar ao máximo o descasamento de taxas e maturidades entre suas operações ativas e passivas, ao mesmo tempo em que se tornam mais cautelosos na concessão de crédito, inclusive solicitando maiores cauções (colaterais) neste tipo de operação. (PAULA; ALVES JR, 2003, P.11)

O mercado paralelo, por sua vez, dependia da disposição dos agentes em adquirir as “letras diretas”, que nada mais são do que notas promissórias vendidas pelas empresas, sem que tenham nenhum tipo de autorização para operar no ramo do crédito e financiamento, e que oferecem rendimentos maiores que as Letras de Câmbio. É natural, que em um mercado onde inexistem garantias legais, que a aceleração da inflação impactasse a percepção de risco dos compradores e afetasse o prazo e as taxas das “letras diretas”, como de fato ocorreu.

No caso das SCFI, ao concederem seu aval as letras de câmbio dos mutuários e capacitá-los a levá-las ao mercado, assumiam a coobrigação no resgate do título, prevenindo-se, contudo, mediante o “casamento” da letra de câmbio, da qual eram avalistas, com o vencimento das promissórias ou duplicatas entregues pelo mutuário como garantia. Com a aceleração da inflação os vencimentos das garantias foram se tornando cada vez menores e, por conta disso, automaticamente, as Letras de Câmbio tinham seus prazos diminuídos.

Parafraseando a supracitada mecânica de financiamento de Davidson (1986), o desenrolar da transação com LC ocorre da seguinte forma: **(1)** as empresas realizam a venda de bens de consumo duráveis ou bens de capital de maior valor agregado recebendo dos compradores duplicatas ou notas promissórias que são compostas pelas seguintes rubricas: $P_k(t) = P_c + J + \text{lucro}$, onde J são os juros/taxas inerentes ao financiamento necessário da produção, isto é, $J = \text{deságio } (J_d) + \text{taxa praticada pela financeira } (J_f)$; **(2)** o

produtor leva as duplicatas a uma financeira e emite uma letra de câmbio com seu aval e vencimento casado com o da duplicata, no valor de $P^k(t) = P_c + J$, podendo ser vendida imediatamente com deságio; **(3)** a letra de câmbio é vendida em um mercado secundário do tipo balcão por $P^k - J$ e, com os recursos obtidos, é realizada a produção e viabilizada a entrega do bem ao demandante; **(4)** concretizada a venda, o comprador efetua o pagamento de $P^k(t)$ ao produtor permitindo a ele resgatar a letra de câmbio remunerando os intermediários e realizando seu lucro.

A mecânica expõe o baixo risco para as SCFI, dado que, apenas concediam seu aval para uma transação que tinha como garantia um bem concreto, e, apesar disso, havia grande diferencial entre as taxas pagas e cobradas, o que pode ser explicado pela existência de muitos intermediários remunerados, pela taxa de lucros puramente nominais e pela existência de demanda reprimida no mercado de crédito. Além das altas taxas incorridas pelos mutuários, havia ainda, para eles, o risco de mercado, isto é, não era possível determinar de antemão, com 100% de certeza, com qual deságio a letra de câmbio seria de fato vendida.

A anuência dos poupadores era explicada, na visão oficial, pela falta de conhecimento técnico do mercado de capitais, pela boa liquidez das letras de câmbio com deságio, pela possibilidade de fraudar a Lei da Usura e, principalmente, pela escassez tanto de alternativas rentáveis aos poupadores quanto de formas alternativas de financiamento. As letras de câmbio eram a opção “menos ruim” disponível, posto que, tinham prazo médio e risco reduzido. (DIAGNÓSTICO PRELIMINAR, 1966, P.37-38)

As características do mercado atraíram empresas de pequeno e médio porte, majoritariamente nacionais, que não tinham acesso a crédito via sistema bancário nem tampouco possibilidade de obter empréstimos/captações externas. O fato de os empréstimos através das letras de câmbio serem mediante o recebimento de garantias

reais, representadas por duplicatas ou notas promissórias referente às vendas das empresas, praticamente vetava o acesso direto de pessoas físicas a operação.

Em comparação com os fundos de participação, o sistema apresenta maior adequação a inflação, simplicidade operacional e liquidez, uma vez que, permitia “ao portador” negociar as Letras de Câmbio a qualquer momento. Por conta disso, tornou-se amplamente majoritário nas SCFI e no mercado privado de títulos, no decorrer da década de 1960, havendo “... indiscutível predominância das letras de câmbio no mercado de valores mobiliários. Só em 1963, elas representaram 85,4% da quantidade total de títulos particulares negociados naquele mercado” (PLANO DECENAL, 1967, P.64-65).

A evolução da importância das operações com Letras de Câmbio após a regulamentação das SCFI ocorrida em 1959 é apresentada a seguir:

Tabela 5
Letras de Câmbio e empréstimos dos Bancos Comerciais* ao Setor Privado - 1959/1964 (Cr\$ bilhões)

	Aceites Cambiais das Financeiras (A)	Empréstimos ao Setor Privado dos Bancos Comerciais (B)	A/B
1959	0,96	266,46	0,4%
1960	6,17	378,08	1,6%
1961	11,64	501,68	2,3%
1962	44,13	775,02	5,7%
1963	73,00	1.209,90	6,0%
1964	245,00	2.227,90	11,0%

Fonte: IBGE, estatísticas do século XX, Tabela MC-52. Disponível em <https://seculoxx.ibge.gov.br/economicas/moeda-e-credito> acessado em 01/07/2020 e Revista de Conjuntura Econômica, abril de 1971, P.76. *Exceto Banco do Brasil.

Houve o rápido crescimento das operações após 1959 e suas transações equivalem a 11% dos empréstimos dos bancos comerciais em 1964. Com o aprofundamento da crise no final de 1962, o aumento do volume de letras de câmbio em um momento de diminuição das vendas explicita o foco crescente das operações voltadas a rolagem do *finance* de empresas que se viram sem acesso a renovação de seus créditos bancários.

Por outro lado, apesar de terem adquirido "... posição de certa relevância frente aos até então quase absolutos créditos dos bancos comerciais." (ALMEIDA, 1980, P.25) e de se constituírem em uma fonte alternativa de financiamento de curto e médio prazo, apresentaram vicissitudes semelhantes às dos bancos comerciais. O resultado é que nem as financeiras nem os bancos comerciais atenderam plenamente as empresas, que com o passar do tempo perceberam que poderiam prescindir do aval das financeiras e lançar diretamente suas letras o que criou um mercado paralelo de "letras diretas". O mercado paralelo de letras foi, portanto, criado e se desenvolveu em virtude da insuficiência de financiamento na economia brasileira e da exigência de garantias reais pelas SCFI. A característica distintiva do mercado era o baixo custo de transação e o não pagamento de impostos resultando em taxas maiores aos poupadores como compensação aos riscos enfrentados.

A Lei nº 4.242, de 1963, exigiu a coparticipação de Instituição Financeira autorizada pela SUMOC para a colocação de papéis junto ao público, o que, teoricamente, proibia toda e qualquer venda de títulos de forma direta. Entretanto, ao majorar impostos sobre o deságio a lei tornou o sistema legal ainda mais custoso e estimulou o mercado paralelo. Apesar da ilegalidade e dos maiores riscos envolvidos, os poupadores eram atraídos pelas remunerações ofertadas e os tomadores pela falta de fontes alternativas de financiamento.

Nos últimos dois anos do período:

Os cortes de liquidez monetária, agravando a já precária situação financeira das empresas mais combatidas, acentuava a necessidade dessas mesmas empresas recorrerem ao paralelo. Este, as absorvia e, a pretexto do risco implícito nas operações e da ilegalidade dos negócios, cobrava taxas exorbitantes de juros. Estas altas taxas, por sua vez, atraíam um maior volume de dinheiro, mobilizado para aplicação neste mercado, fechando-se o círculo. (ALMEIDA, 1980, P.66)

No entanto, em virtude da falta de garantias⁷⁹, inerente a sua clandestinidade, era um mercado de pequenos poupadores e pequenas e médias empresas. Mesmo com toda a instabilidade de um mercado ilegal, a literatura oficial via com bons olhos sua existência e “Não consta de qualquer dos diagnósticos [oficiais] sequer uma referência contrária à continuidade do mercado paralelo” (ALMEIDA, 1980, P.61)

Esse apreço estava atrelado a aceitação da visão convencional neoclássica que levou os formuladores de política econômica do período a acreditar, pelo fato do mercado operar sem intermediários e sem a “indevida” interferência estatal, que sua operação se aproximava de uma situação de livre mercado e, portanto, “as taxas de juros contidas nessas transações poderiam ser consideradas aproximações de uma taxa livre de equilíbrio.” (DIAGNÓSTICO PRELIMINAR, 1966, P.38-39), isto é, a existência do mercado paralelo era vista, equivocadamente, como um elemento revelador da “taxa natural” de juros de equilíbrio da economia.

Curiosamente, o paralelo se originou e era operado diretamente na Bolsa de Valores, mesmo sem a anuência de nenhuma instituição financeira oficial e seguidamente tendo sido colocado na ilegalidade, com as letras diretas emitidas sem intermediação, negociadas em pregões e o limite da operação dado pelo crédito do captador junto ao público. Infelizmente, apesar de terem sido registradas no momento de sua realização, tais registros não foram encontrados⁸⁰ para que se pudesse aferir de forma mais precisa os volumes diários transacionados e/ou a magnitude do mercado.

⁷⁹ Não era possível recorrer a qualquer instância judicial nem tampouco que o Estado pudesse intervir em caso de uma eventual ruptura/quebra de importância no mercado.

⁸⁰ Foram realizados contatos por e-mail e telefone com o setor de registros históricos da B3 onde foi informado que os registros desse período não mais estavam disponíveis e que uma opção seria buscá-los nos arquivos e registros da biblioteca da Bolsa de SP e da Bolsa do Rio doados a biblioteca da Faculdade de Economia da USP (FEA-USP). Infelizmente, a análise presencial do material doado a FEA-USP explicitou que ele não contém os dados inerentes a negociação de Letras Diretas.

O jornal “O GLOBO” do dia 04 de Maio de 1964 afirmava que o mercado paralelo corresponderia a 70% do mercado legal de letras de câmbio. Posteriormente, no primeiro semestre de 1965, momento de maior relevância do mercado, o volume de negócios no paralelo era “equivalente ou maior ao de letras de câmbio aceitas pelas companhias de financiamento...” (APEC, 1966, P.45). O Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) estimou o mercado “... em 1964 êle foi superior ao volume das operações com letras de câmbio das companhias de financiamento” (BID, O Mercado Brasileiro de Capitais, 1968, P.110). Por sua vez, o Plano Decenal dava importância muito maior ao mercado ao afirmar que houve “o surgimento daquilo que se convencionou chamar de “mercado paralelo”, cujas transações chegaram a representar [...] cerca de 8 a 10 vezes o volume transacionado através das sociedades de Crédito e Financiamento.” (PLANO DECENAL, 1967, p.136)

A avaliação oficial estimou um tamanho semelhante ao conjunto das operações dos bancos comerciais o que, todavia, parece exagerado mesmo em um cenário de escassez de fontes de *finance* e *funding*. Dada a maior convergência de valores entre as três primeiras estimativas e as semelhanças operacionais e de trajetória do paralelo com o mercado legal de letras de câmbio nos parece razoável atribuir aos mercados importância semelhante, o que nos leva a considerar, portanto, que representava em dezembro 1964 em torno de 10% dos empréstimos dos bancos comerciais e quase 9% do total de empréstimos concedidos ao setor privado pelo sistema financeiro legalizado.

Avaliadas as possibilidades internas de financiamento, cabe agora verificar o papel do setor externo tanto no tocante ao Investimento Direto Estrangeiro (IDE) quanto aos empréstimos internacionais. Essa análise se mostra relevante, dado que, a internacionalização econômica brasileira, em comparação aos demais países latino americanos, foi a mais expressiva do setor industrial o que se soma a insuficiência de

fontes internas de financiamento ao setor privado para levantar a hipótese de que o capital internacional tenha sido relevante para viabilizar os elevados índices de expansão do Investimento e de complexificação industrial verificados.

3.4 O papel do Setor Externo

A estratégia de desenvolvimento econômico concebida no bojo do PM se harmonizou com os interesses do capital internacional ao proteger

... o mercado por barreiras tarifárias. [...] [pelo] sistema cambial que favorecia as importações de equipamentos e matérias-primas, pela tarifa aduaneira protecionista, pelos favores cambiais e financeiros ao capital estrangeiro e pela presença do Estado como empresário para os setores de infraestrutura e de linhas de financiamento via BNDE. Tais elementos favoreciam a estratégia do capital internacional de penetração no mercado nacional, de forma muito vantajosa para aquelas empresas. (CAPUTO E MELO, 2009, P.517)

Nesse contexto,

a maioria das importações reais eram tão baratas como, ou mesmo mais baratas sob a vigência do sistema em vigor, do que seriam em uma situação de taxa de câmbio de livre comércio e inexistência de impostos [...] política comercial funcionou no sentido de facilitar as operações da industrialização brasileira. A proteção era elevada para a maioria dos bens produzidos internamente e muito baixa para produtos que tinham que ser importados. (BERGSMAN; MALAN, 1970, P.132)

Tais medidas coincidiram com um movimento de expansão mundial dos capitais norte-americanos, europeus e japoneses e fizeram do Brasil o principal receptor de recursos externos na América Latina. Nesse sentido, é possível afirmar que o capital estrangeiro era pouco dependente do sistema financeiro doméstico visto que tinha a seu dispor duas fontes de recursos autônomas:

suas próprias atividades econômicas (autofinanciamento), alavancadas por elevadas taxas de mark-up, e as oriundas do capital externo, [...] na forma predominante de financiamento às importações e investimentos diretos (anos cinquenta). (NETO, 2008, P.84-85)

Entretanto, não se pode afirmar que o capital internacional era independente do sistema financeiro doméstico porque “Mesmo os investimentos diretos, feitos parcialmente com capitais estrangeiros (que, em geral, correspondiam ao equipamento importado) exigem a mobilização de recursos adicionais no mercado financeiro interno.” (SUZIGAN et al,

1974, P.41). A participação da importação de máquinas e equipamentos nessa modalidade de investimento é um bom indicativo da importância do Setor Externo no processo de industrialização. Não dispondo de dados acerca da “Importação de máquinas e equipamentos” utilizamos como proxy os dados do Anuário Estatístico do Brasil para a “Importação de máquinas e veículos, seus pertences e seus acessórios” e apresentamos os resultados abaixo:

Tabela 6
Investimento (I máq.) e Importação (M Máq.) de máquinas e equipamentos (Cr\$ bilhões)

	I Máq.	M Máq.	% Mmáq/I Máq.
1955	41,4	6,3	15,1%
1956	50,9	7,6	14,8%
1957	66,7	30,9	46,3%
1958	94,8	37,8	39,9%
1959	165,2	49,9	30,2%
1960	180,6	66,1	36,6%
1961	240,0	95,6	39,8%
1962	415,3	177,1	42,6%
1963	840,0	233,7	27,8%
1964	1 370,3	296,9	21,7%

Fonte: IBGE - Diretoria de Pesquisas - Departamento de Contas Nacionais e Anuário Estatístico do Brasil: 1954,1955,1956 (1957,P.227); 1957,1958,1959 (1960, P.181); 1960,1961 (1962, P.159); 1963,1964 (1966, P.184)

A tabela expõe a grande relevância das Importações de Máquinas na constituição do parque industrial brasileiro, exemplo disso, é que no período 1957-1962 em que houve grande expansão das necessidades de Investimento em decorrência dos desdobramentos do PM, a participação média das máquinas importadas foi de 39,3%, chegando a apresentar valores acima de 40% em 1957 e 1962. A desaceleração da participação coincide com a maturação do grande bloco de Investimentos do PM e com a desaceleração da economia em virtude de crises político-econômicas.

Por sua vez, o IDE recebeu tratamento preferencial da política cambial⁸¹, da Instrução 113 e garantias de mercado e rentabilidade. Para Campos (2003), “... JK só sustentou os ambiciosos objetivos do Plano de Metas, porque contou com a Instrução nº 113⁸² da SUMOC que concedia diversas vantagens ao IDE e as condições externas favoráveis” (CAMPOS, 2003, P.35).

A Instrução 113 pode ser considerada o pilar do estabelecimento de um tripé constituído pelo Estado, setor privado nacional e internacional na promoção do desenvolvimento industrial brasileiro não tanto pelo volume de recursos internalizados⁸³ e sim, pelo fato dos recursos se direcionarem a setores com fortes barreiras à entrada de natureza tecnológica e financeira:

A quase totalidade dos investimentos diretos estrangeiros sem cobertura cambial que entraram no País entre 1955 e 1963 foi para o setor de Indústrias de Transformação [...] 97,69% do total dos investimentos [...] seguido pelo setor de Indústrias Extrativas, com 1,87%.[...] Fabricação e Montagem de Veículos Automotores, Reboques e Carrocerias foi o maior beneficiado com US\$ 189,6 milhões, equivalentes a 38,1% do total. O setor de Fabricação de Produtos Químicos foi o segundo a receber mais investimentos, com US\$ 58,2 milhões investidos, 11,69% do total do período. Foi seguido de perto pelo setor de Fabricação de Máquinas e Equipamentos, com US\$ 55,9 milhões, 11,24% do total. Estes três setores concentraram, então, 61,0% dos investimentos feitos sem cobertura cambial.” (CAPUTO E MELO, 2009, P.525-526)

Os IDE são sintetizados na Tabela 7 expondo que os investimentos estrangeiros líquidos (Investimentos e reinvestimentos estrangeiros no Brasil menos os investimentos brasileiros no exterior) apresentaram crescimento de 107% já em 1956 e totalizaram US\$565 milhões no quinquênio do PM frente a US\$81 milhões no lustro imediatamente anterior. Os reinvestimentos de lucro das empresas estrangeiras instaladas totalizaram

⁸¹ A taxa de câmbio geral se manteve durante todo o período acima da taxa de mercado livre, incentivando o IDE, uma vez que, a remessa de lucros e dividendos se faria através de um câmbio mais favorável à firma multinacional.

⁸² Abolia critérios seletivos e permitia a realização de Investimentos sem cobertura cambial, na forma de mercadorias/equipamentos, gerando a possibilidade de modernizar a indústria brasileira através da importação de equipamentos sem gerar os tradicionais problemas para o balanço de pagamentos.

⁸³ Os países que mais investiram no período 1955 a 1963 foram os Estados Unidos, US\$216,5 milhões e a Alemanha, US\$93 milhões.

US\$176 milhões no governo JK e foram inferiores aos US\$266 milhões registrados no quinquênio anterior, explicitando um novo padrão de IDE no decorrer do PM.

O total de remessas gravita ao redor da média US\$ 62,5 milhões registrando seu pico, US\$79 milhões, em 1960 para em seguida declinar. De 1955 a 1964 o total de remessas foi de US\$502 milhões distribuídos entre “lucros e dividendos”, US\$237 milhões e “royalties e serviços” com US\$275 milhões.

Tabela 7
IDE no Brasil de 1955 a 1964 (US\$ milhões)

	Investimentos Líq.	Reinvestimentos	TOTAL	Total de Remessas	Saldo
	A	B	C = A + B	D	G = C - D
1955	43	36	79	70	9
1956	89	50	139	56	83
1957	143	35	178	55	123
1958	110	18	128	64	64
1959	124	34	158	57	101
1960	99	39	138	79	59
1961	108	39	147	74	73
1962	69	63	132	47	85
1963	30	57	87	0	87
1964	28	58	86	0	86

Fonte: Estatísticas históricas do Brasil: séries econômicas, demográficas e sociais de 1550 a 1988, 1990, P.582 e 583 e Boletim do Banco Central, fev/1972.

No decorrer da década de 1960, desacelera o crescimento da economia brasileira e o IDE é afetado pela crescente instabilidade política e econômica e por tentativas de imposição de limites institucionais no decorrer do governo João Goulart. Foi determinante também o fato do *cluster* de investimentos do período JK ter se esgotado, sendo a desaceleração do investimento frente a existência de setores com capacidade ociosa, gerada pela magnitude dos investimentos realizados, algo esperado. Já em 1963, o IDE volta a ser menor que os reinvestimentos e, em 1964, apresenta nível semelhante ao de 1953. Apesar

disso, o saldo final entre Investimentos líquidos, reinvestimentos líquidos e remessas foi positivo em US\$770 milhões e contribuiu efetivamente para o aprofundamento do processo de ISI experimentado.

Outro grande contribuição pode advir dos fluxos de empréstimos e financiamentos internacionais. Tais operações tinham os EUA como credor majoritário e, dada a fragilidade financeira das contas externas brasileiras, os empréstimos internacionais exerceram papel relevante na estratégia de desenvolvimento. Os empréstimos e financiamentos estrangeiros são descritos abaixo:

Tabela 8
Empréstimos e Financiamentos Internacionais (US\$ Milhões)

	(A) Capitais Autônomos			(B) Capitais Compensatórios			Total A + B = C	Amortiz. D	Ing. Líq. C - D = E
	Emp. e Financ.	Outros (CP)	TOTAL	FMI	Eximbank	Outros			
1955	84	16	100	0	45	16	161	140	21
1956	231	18	249	-28	0	0	221	187	34
1957	319	35	354	37	0	0	391	242	149
1958	373	25	398	37	100	58	593	324	269
1959	439	-4	435	-21	0	0	414	377	37
1960	348	85	433	48	3	10	494	417	77
1961	579	-46	533	40	101	119	793	327	466
1962	325	117	442	-18	81	57	562	310	252
1963	250	45	295	5	79	103	482	364	118
1964	221	35	256	-28	1	79	308	277	31

Fonte: Estatísticas históricas do Brasil: séries econômicas, demográficas e sociais de 1950 a 1988, 1990, P.582 e 583. Banco de Exportação e Importação de Washington (EXIMBANK).

Os capitais internacionais autônomos foram basicamente captados por empresas estatais e instituições privadas estrangeiras e apresentaram um crescimento de 175% já em 1956, totalizando US\$1.710 milhões no PM frente a US\$310 milhões no quinquênio imediatamente anterior. A tendência desses capitais é semelhante à do IDE, isto é,

umentam no decorrer do PM, perdem força de 1962 a 1964, mas, ao contrário do IDE, apresentam valores superiores aos verificados no início dos anos 1950.

Os capitais compensatórios foram mais escassos em virtude da discordância do BIRD e FMI frente a política econômica expansionista de JK e ao governo João Goulart. Apesar de sua brevidade, o governo Jânio Quadros expôs o impacto positivo do alinhamento com as medidas de política econômica preconizadas pelas agências financeiras internacionais: em 1961 ocorre o maior ingresso de capitais autônomos, US\$533 milhões e de capital compensatório com US\$260 milhões.

O financiamento às importações respondeu por grande soma de recursos, crescendo de forma acentuada até 1960 para posteriormente seguir crescendo em um ritmo mais lento até 1964. Em 1955, os créditos oficiais, concedidos pelos governos dos países exportadores dos bens de capital, representavam 84,4% do total, mas, a partir de 1959, os créditos de fornecedores externos, geralmente direcionados a empresas coligadas ou controladas por um mesmo grupo empresarial, já representam 51,3% do total e seguem sendo majoritários até 1964⁸⁴.

Considerações Finais

O presente ensaio buscou estabelecer como foi possível o financiamento do Setor Privado no período 1955-1964. Inicialmente, apresentamos a visão teórica inerente ao papel do sistema financeiro no desenvolvimento econômico, contrastando o pensamento neoclássico com o keynesiano. Assim sendo, mostramos a maior adequação da abordagem keynesiana, em particular da corrente pós-keynesiana, que diferencia o financiamento nos conceitos de *finance*, fornecido tipicamente pelos bancos comerciais no curto prazo, e *funding*, fornecido pelo mercado de capitais e voltado para a consolidação dos investimentos no longo prazo.

⁸⁴ Fonte: Estatísticas históricas do Brasil: séries econômicas, demográficas e sociais de 1550 a 1988, 1990, P.589).

Nesse contexto, a institucionalidade do sistema financeiro era marcada por uma série de peculiaridades que, dentre outras consequências, fizeram vigorar em praticamente todos os anos do período taxas de juros reais negativas no sistema bancário e diminuíram sua eficiência no fornecimento tanto do *finance* quanto do *funding*.

Na concessão do *finance*, o financiamento do setor privado foi marcado por sua insuficiência, já que, os bancos comerciais elevaram o volume de empréstimos reais em ritmo inferior ao crescimento do PIB. Além disso, a aceleração da inflação impactou a atividade bancária levando-a a conceder empréstimos com prazos cada vez menores. Nesse contexto, o crescimento expressivo da economia explicita que o setor produtivo e o governo desenvolveram uma série de “soluções *ad-hoc*” para viabilizar os níveis de investimento e crescimento verificados.

O início do processo de crescimento acelerado obteve *finance* através do sistema bancário, o que é exposto pela elevação real dos empréstimos em 9,9% em 1957 e 9% em 1958. Em 1959, o financiamento de curto e médio prazo foi afetado pela ocorrência simultânea de três circunstâncias: (i) a breve adoção do Plano de Estabilização Monetária, imposto pelo FMI, gerando uma contração de 5,3% dos empréstimos bancários reais frente a um crescimento do PIB de quase 10%; (ii) os investimentos desencadeados pelo PM dão origem a instalação de fábricas produtoras de bens de alto valor unitário, por exemplo Toyota (1958) e Volkswagen (1959); (iii) a inflação atinge um novo patamar e, dado o aumento da incerteza, os bancos comerciais encurtam ainda mais o prazo dos empréstimos.

Nesse contexto, no decorrer de 1959, houve a proliferação das financeiras e de um mercado paralelo que “... teve origem e se expandiu acentuadamente, antes como decorrência da incapacidade demonstrada pelo sistema financeiro institucionalizado em exercer a função de criar crédito.” (ALMEIDA, 1980 ,P.70). Frente a esse quadro, a

atividade das financeiras e o mercado paralelo começam a ganhar impulso em virtude da necessidade de financiamento a médio prazo. Por outro lado, as grandes empresas desenvolvem formas de ofertarem elas próprias crédito aos seus consumidores, por exemplo, a indústria automobilística que vende “cotas de consórcio” indexadas para permitir o financiamento da venda de veículos.

Na década de 1960, as transações das SCFI e do mercado paralelo são estimuladas pela diminuição da oferta de crédito bancário, principalmente nos anos de 1963 e 1964. As letras de câmbio se tornam amplamente dominantes no mercado legal de títulos privados e, no mercado paralelo, as letras diretas têm sua expansão estimulada, no período 1962-1964, pela crise econômica e pelo aumento de impostos sobre as operações legais. O resultado é que ambos os mercados concentraram sua atividade em operações de prazos cada vez mais curtos e responderam juntos por um volume de crédito que estimamos equivalente a quase 25% de todo crédito concedido pelo sistema bancário privado em 1964. Dessa forma, é correto afirmar que se transformaram em uma linha complementar ao sistema bancário na concessão do *finance*.

Quanto ao problema do *funding*, por sua vez, demonstramos que o mercado de capitais era insignificante, que não havia bancos de investimento e que o BNDE teve alguma relevância na concessão de empréstimos de Longo Prazo ao setor privado apenas na década de 1950 com sua relevância sendo mais significativa na concessão de avais a grandes empresas. A CREAM do BB era uma das poucas fontes domésticas de *funding* e apesar de ter contribuído, ainda na década de 1950, para que o capital privado nacional constituísse uma indústria doméstica de papel e celulose e participasse do setor siderúrgico, os créditos indústrias concedidos pela carteira representaram em média apenas 5,4% dos créditos concedidos pelo BB no período.

A interação das peculiaridades do sistema financeiro com a manutenção de elevadas margens de lucro propiciadas por um amplo esquema de benesses estatais fez com que o autofinanciamento, apesar de considerado atípico por Keynes, acabasse sendo uma fonte acessória de *funding* enquanto as expectativas de crescimento da economia eram positivas, isto é, até meados de 1962.

Demonstramos que foi vital a existência de condições externas favoráveis e a manutenção em quase todo o período de políticas comerciais e cambiais que privilegiaram o capital internacional. O resultado desse conjunto de fatores foi que o financiamento às importações, o IDE e os fluxos de capital se expandiram até 1962 e permitiram o aprofundamento da industrialização por substituição de importações brasileira. Um dado que ilustra essa relevância é que a Importação de máquinas e equipamentos respondeu em média por 39,3% de todo o Investimento em máquinas realizado de 1957 a 1962.

O papel do Estado foi relevante por assumir diretamente a responsabilidade de investir em setores de infraestrutura fundamentais ao processo de industrialização e que pelo elevado volume de capital e longo prazo de maturação não poderiam contar com o sistema financeiro existente para sua viabilização. Indiretamente, o Estado foi importante por adotar medidas de atração ao capital internacional, por exemplo, a Instrução 113, e por criar uma estrutura de proteção industrial que incentivava o investimento privado no setor. Além disso, muitos dos setores estabelecidos pelo Estado foram responsáveis pela produção de insumos subsidiados para a indústria privada e, portanto, provocavam um efeito *crowding in* frente ao investimento privado nacional e internacional ao melhorar as condições para sua efetivação.

Artigo 3 - As Finanças Públicas e a Contribuição da Política Fiscal para o crescimento econômico do Plano de Metas ao “Milagre Econômico”.

1.Introdução

Na segunda metade do século XX, a economia brasileira vivenciou o fortalecimento do pensamento desenvolvimentista de superação do atraso econômico e social através da industrialização por substituição de importações. Ao Estado coube promover o processo de forma direta via aquisição de bens e serviços e estabelecimento da infraestrutura e, de forma indireta, através da concessão de incentivos e subsídios para os setores considerados estratégicos/prioritários.

O período abarcado pelo presente ensaio, 1956-1973, apresenta oscilações na primazia do pensamento desenvolvimentista: (i) de janeiro de 1956 a janeiro de 1961, o governo JK pôs em marcha o “maior instrumento de planejamento de toda a história do país: o Plano de Metas [...] momento em que a ideologia desenvolvimentista incorporava-se à retórica oficial do governo” (BIELCHOWSKY, 2004, P.401) e deu um salto qualitativo na industrialização e no crescimento; (ii) de meados de 1961 ao golpe militar de 1964 o projeto de industrialização planejada foi delegado a segundo plano frente a uma série de crises políticas e econômicas que se auto reforçavam diminuindo o crescimento e enrijecendo a inflação e as tensões sociais; (iii) de 1964 a 1967, após o golpe militar, os altos níveis de inflação iniciais dão a ela o status de meta chave de política econômica. A literatura aponta seu combate de forma gradual através da Política Fiscal e Monetária, ao mesmo tempo que uma série de reformas foi realizada no Sistema Financeiro e Tributário; (iv) de 1967 a 1973, ocorreu o auge do autoritarismo e do processo desenvolvimentista, dormente desde o fim do Plano de Metas, no que ficou conhecido como “Milagre Econômico”.

O diagnóstico convencional presente em autores monetaristas como Friedman (1968) e novos-clássicos como Lucas e Sargent (1981) considera que o keynesianismo legitima o uso constante dos déficits fiscais como arma de promoção da prosperidade econômica e atuou na corrosão da importância da disciplina fiscal. Nesse sentido, o déficit público é a fonte básica dos desequilíbrios econômicos e o Brasil pode ser caracterizado como um caso clássico de *crowding-out* do setor privado pelo setor público.

As inadequações dessa análise são muitas, já que, na realidade, Keynes considera que o Estado pode atuar em prol do desenvolvimento econômico, na existência de recursos produtivos ociosos, através do uso da Política Fiscal, aumentando os gastos públicos, deficitários ou não. Além disso, não há uma correlação direta entre o déficit público e a inflação e, especificamente, no caso brasileiro para o período 1956-1973, nem tampouco existem dados que permitam constatar a existência de um excesso de demanda causado pelo déficit público⁸⁵.

Dessa forma, em oposição a leitura ortodoxa que predomina na interpretação da Política Fiscal brasileira realizada por autores como, por exemplo, Simonsen e Campos (1974) e Lessa (1975), buscaremos avaliar não só o comportamento das Finanças Públicas, como também o impacto das ações de Política Fiscal sobre a demanda efetiva. Para cumprir esse último objetivo, é necessário examinar a composição das receitas e despesas públicas avaliando o sentido e a intensidade da contribuição do Setor Público. Para tanto, será utilizado um indicador de Impacto Fiscal nos moldes do estabelecido em Bastos, Rodrigues e Lara (2015) e cuja construção visa diferenciar e mensurar o efeito direto sobre a demanda agregada inerente às variações do Investimento Público e aquisição de bens e serviços do efeito indireto, através da modificação da renda disponível ao consumo

⁸⁵ Avaliando a inflação brasileira de 1951 a 1985, Bastian et al (2016) demonstra que os episódios de aceleração inflacionária foram majoritariamente precedidos por choques cambiais não sendo a inflação brasileira um fenômeno de demanda.

das famílias, atrelado a variações nos gastos com pessoal, transferências, subsídios e impostos, levando em conta o efeito multiplicador, para determinar a real influência da Política Fiscal sobre a economia.

Com esse objetivo, apresentamos a abordagem keynesiana para a relação entre as finanças públicas e a determinação do nível de renda, buscando construir o arcabouço para avaliar as finanças públicas brasileiras e, posteriormente, mensurar o impacto sobre a demanda agregada da Política Fiscal realizada. Por fim, à guisa de conclusão a última seção condensa as principais conclusões obtidas e aponta qual foi o impacto do Estado sobre o ritmo de crescimento brasileiro no período 1956-1973.

2. A Política Fiscal na tradição Keynesiana

A ocorrência da Grande Depressão em 1929 levou economistas como Kalecki e Keynes a estabelecerem o papel da demanda efetiva na determinação do produto e do emprego, dando início a uma série de debates acerca dos efeitos da Política Fiscal sobre a economia. A ocorrência da II Guerra Mundial colapsou as economias europeias e respaldou a adoção de políticas de pleno emprego através da atuação do Estado. Os trabalhos de Lerner (1943), Kalecki (1944) e Haavelmo (1945) são exemplos de análises focadas na garantia do pleno emprego surgidas no período. O desenvolvimento dessa abordagem teórica deu origem ao que se intitulou “revolução keynesiana” e difundiu a visão de que ao Estado cabe um papel ativo na economia.

Já na década de 1970, uma nova conjuntura política e econômica abalou a hegemonia keynesiana⁸⁶ e revalorizou a visão convencional neoclássica onde as ações do Estado são perniciosas ao sistema econômico e a austeridade é condição indispensável a Política Fiscal. No final da década, países como a Inglaterra e os Estados Unidos veem a Política

⁸⁶ Tal processo foi desencadeado pela ocorrência do primeiro choque do petróleo e do rompimento do sistema cambial fixo de Bretton Woods, ambos em 1973, iniciando um período de ocorrência simultânea de inflação e desemprego.

Fiscal com foco na promoção do desenvolvimento e do pleno emprego uma ameaça ao funcionamento eficiente dos mercados inviabilizando o crescimento e a estabilidade. Nesse contexto, tem início a defesa da adoção de metas numéricas para a condução da Política Fiscal e Monetária em países centrais e periféricos.

Autores como Friedman (1968) com sua “Curva de Phillips aceleracionista” e Barro (1974) com a “Equivalência Ricardiana” foram essenciais para a retomada das ideias neoclássicas que se fortaleceram nas décadas seguintes através da escola “novo-clássica” em artigos como “*Rational Expectations and Econometric Practice*” de Lucas & Sargent (1981) e “*Tales of fiscal adjustments*” de Alesina e Ardagna (1998).

Após a crise de 2008, que só foi superada através de pesados estímulos fiscais, passa a ocorrer, ao menos, um questionamento quanto a condenação total ao ativismo fiscal⁸⁷. Em Lavoie (2013, P.4) se reafirma a importância da Política Fiscal em relação a Política Monetária revisitando o papel das finanças funcionais de Lerner e da endogeneidade da moeda e demonstrando que o Setor Privado doméstico só pode ter acesso a ativos financeiros se o Setor Público aceita endividar-se, isto é, o déficit público não é necessariamente um problema. Mesmo entre autores seguidores da ortodoxia marginalista, um papel mais ativo da política fiscal começou a ser defendido, como o caso de Lawrence Summers e Olivier Blanchard (2017).

A seguir, apresentamos brevemente a visão, por assim dizer, keynesiana de política fiscal buscando definir de que forma se processam os diferentes impactos da PF e, a partir daí, realizar uma mensuração que não seja meramente contábil e permita dimensionar o impacto da atuação do setor público sobre o desempenho econômico brasileiro.

⁸⁷ Um exemplo dessa contestação está presente nos relatórios do FMI publicados ao longo de 2009 (Disponível em <https://www.imf.org/en/publications/weo?page=5>) que, em linhas gerais, apontam a mudança de postura do órgão frente a importância da política fiscal, através do uso de estímulos fiscais, para a retomada do crescimento econômico.

2.1 As finanças funcionais de Abba Lerner

Em seu artigo de 1943, *Functional Finance and the Federal Debt*, Abba Lerner aponta que após a II GM a tarefa estatal mais importante é eliminar a instabilidade econômica e reconstruir as economias europeias, receitando Políticas Fiscais que eliminem o desemprego involuntário e ampliem a renda (LERNER, 1943, P.297). Nesse contexto, a moeda é uma “criatura estatal” e, portanto, sempre passível de emissão adicional pelo Estado, a taxa de juros exógena e a economia guiada pelo princípio da demanda efetiva. (LERNER, 1947, P.312-313; CESARATTO, 2016, P.47)

A Política Fiscal deve ser realizada considerando seus resultados/efeitos no que foi chamado pelo autor de Finanças Funcionais. A primeira responsabilidade fiscal do governo é manter os gastos com bens e serviços no nível ao qual, aos preços correntes, são comprados todos os bens que é possível produzir. Se o gasto total fica acima desse nível ocorre inflação e caso fique abaixo haverá desemprego. Déficits ou superávits são indiferentes, na primeira situação o Estado pode guardar os recursos e/ou pagar parte da dívida e no segundo caso pode se financiar através de aumentos de impostos, empréstimos ou emissão. O importante é sempre manter o foco em evitar o desemprego e a inflação ajustando a demanda agregada⁸⁸.

Em resumo, as Finanças Funcionais rejeitam a tradicional doutrina de “Finanças Saudáveis” e o princípio de que é necessário manter o equilíbrio orçamentário em um período arbitrário. No lugar disso: (i) o ajuste do gasto total deve se valer da elevação do gasto público quando a demanda agregada total estiver muito baixa (combatendo o desemprego) e do estabelecimento de impostos quando a demanda agregada total estiver muito alta (combatendo a inflação); (ii) o ajuste entre o dinheiro em poder do governo e os títulos públicos deve buscar alcançar a taxa de juros que resulta no nível desejável de

⁸⁸ Essa proposição de política econômica é chamada pelo autor de primeira Lei das Finanças Funcionais (LERNER, 1943, P.298-299).

Investimento. A emissão, acumulação ou destruição monetária pode ser usada para levar adiante os dois objetivos anteriores.

Apresentada a visão de Abba Lerner⁸⁹ (1943) em sua teoria das Finanças Funcionais, na próxima seção avaliamos a visão de Michael Kalecki (1944) em seu artigo seminal “*Three ways to full Employment*”.

2.2 O papel da Política Fiscal segundo Kalecki

Para Kalecki, qualquer agente econômico decide autonomamente quanto gastar e não quanto receber e, dessa forma, reforça a importância da Política Fiscal e da mensuração do seu impacto sobre o crescimento econômico. No artigo *Three ways to full Employment* (1944), apresenta três formas para alcançar o pleno emprego através da Política Fiscal: (i) gastos deficitários, que consistem no endividamento público para realização de Investimentos ou Subsídios ao consumo privado; (ii) estímulos ao investimento privado via diminuição de tributos e/ou juros⁹⁰; (iii) taxaço progressiva visando redistribuir renda dos ricos, que tem propensão baixa a consumir, para os mais pobres, sob a hipótese de que consomem toda sua renda.

Avaliando a taxaço progressiva da renda, aponta sua viabilidade aumentando tributos dos ricos e direcionando os recursos as classes mais pobres⁹¹ ou diminuindo os tributos pagos pelos menos abastados. De forma equivalente, a valorização do salário real pode melhorar de forma direta a distribuição de renda. O aumento da renda disponível às classes mais pobres expande a demanda efetiva, dada a sua maior propensão marginal a

⁸⁹ Aspromorgous (2014, P.415-420), mostra que inicialmente Keynes não poupou elogios ao artigo de Lerner, ressaltando a redescoberta do problema da demanda efetiva e a demonstração de que a elevação dos níveis de renda tende a criar um gap crescente entre a renda e o consumo havendo espaço para adoção de Políticas Fiscais. Entretanto, considerava que Lerner ignorava as dificuldades ligadas à sua aplicabilidade e acreditava ser pouco provável a estabilização automática da dívida pública.

⁹⁰ É reticente quanto a essa possibilidade na existência de capacidade produtiva ociosa, isto é, na situação considerada por ele “típica”, e pela dependência do investimento privado de fatores subjetivos inerentes a reação dos empresários frente a ação estatal.

⁹¹ O mesmo efeito expansivo sobre a demanda agregada pode ser obtido direcionando os recursos ao aumento do Investimento Público.

consumir, e, portanto, é essencial para avaliar o impacto de uma medida de Política Fiscal que se estabeleça a propensão marginal a consumir da economia.

Por fim, estabelece que o gasto público para promoção do pleno emprego será maior, *ceteris paribus*, no caso em que é financiado por impostos progressivos do que no caso em que os gastos são deficitários. Apesar disso, considera que o financiamento através da tributação progressiva por promover não apenas o crescimento da demanda efetiva como também a melhoria da distribuição de renda é preferível à via endividamento.

2.3 Haavelmo (1945) e o teorema do multiplicador do orçamento equilibrado

Em seu artigo *Multiplier effects of a balanced budget*, Haavelmo (1945), inova ao apresentar a possibilidade de que para um mesmo déficit, ou superávit, existem diferentes impactos fiscais. A manutenção de um orçamento equilibrado não é necessariamente neutra do ponto de vista da renda agregada, apresentando tanto impactos negativos quanto positivos e, portanto, os gastos públicos não são eficientes contra o desemprego apenas se forem deficitários, isto é, não compensados por um montante idêntico de impostos. Nesse sentido, se alinha a Lerner e Kalecki ressaltando a importância de mensurar o impacto direto das ações de Política Fiscal. Para os autores, o Governo não pode ser caracterizado como um agente econômico qualquer, já que, é o único capaz de gerar poder de compra *ex nihilo* em uma economia monetária de produção cuja característica basal é a insuficiência de demanda agregada.

Resumidamente, Haavelmo (1945, p.315), expõe que a expansão do Gasto Público financiado integralmente por impostos, ao absorver parte da renda e gastá-la em sua totalidade, impede que uma fração desse montante seja poupado e, havendo quantidade suficiente de mão de obra e recursos ociosos, tem impacto positivo mesmo com o orçamento sendo mantido equilibrado.

Por fim, mostra que os resultados independem do valor numérico da propensão marginal a consumir e da forma da função consumo⁹². O multiplicador do orçamento equilibrado é afetado por mudanças na distribuição de renda e pode diferir do valor unitário apresentado em seu exemplo. Portanto, o perfil dos gastos públicos, das transferências, subsídios e da tributação muda a renda disponível final mesmo com um orçamento equilibrado e devem ser avaliados caso a caso.

2.4 A Política Fiscal Pós-Keynesiana⁹³

A visão keynesiana passou por quase 3 décadas de ostracismo estigmatizada por uma “...concepção neoclássica que identifica a criação de moeda para financiar os gastos públicos [...] como sendo a causa principal da inflação [...] [baseada na] crença na Lei de Say e na neutralidade da moeda no curto e no longo prazo.” (GOBETTI, 2008, P.11). De acordo com Carvalho (2008, P.8-10), os críticos mais grosseiros atribuem a escola uma total permissividade com relação a intervenção estatal, legitimando a realização de sistemáticos déficits públicos para a busca da prosperidade econômica. O déficit público seria inócuo na promoção do crescimento econômico e umbilicalmente ligado ao enrijecimento inflacionário, promovendo um efeito *crowding-out* sobre o Investimento Privado ao elevar as taxas de juros da economia.

Até mesmo autores de origem keynesiana, atrelados a síntese neoclássica, endossavam a realização de políticas deficitárias no curto prazo para acelerar a convergência ao equilíbrio, mas acreditavam na necessidade posterior de uma Política Fiscal

⁹² HAAVELMO (1945, P.312).

⁹³ O termo Pós-Keynesiano é utilizado aqui de uma forma bastante restritiva, ou seja caracterizando apenas um grupo de economistas que seguindo a tradição de Paul Davidson, nos EUA, e influenciados no Brasil pelo economista Fernando Cardim de Carvalho, buscavam fazer uma releitura o mais fiel possível aos escritos originais de Keynes. Vale lembrar que o termo pode ser utilizado de uma forma mais ampla de maneira a englobar várias escolas de pensamento heterodoxas, como, por exemplo, em Lavoie (2014, capítulo 1, P.1-71).

contracionista, dada a neutralidade da moeda no longo prazo, porque o único efeito persistente é o aumento dos preços e a inflação.

A leitura pós-keynesiana, segundo Hermann (2006, P.3), se constrói sobre dois pilares: (i) são as decisões de gasto o motor do crescimento, isto é, vale o princípio da demanda efetiva no curto e no longo prazo; (ii) a teoria dos fundos emprestáveis, na qual a taxa de juros é determinada pelo equilíbrio entre a oferta e a demanda por moeda, é substituída pela teoria da preferência pela liquidez (TPL) que postula que os agentes, frente a incerteza intrínseca as economias monetárias, demandam moeda como fonte de riqueza⁹⁴. Nesse modelo, a taxa de juros é determinada exogenamente pelo governo e mantida no nível desejado através da compra e venda de títulos públicos rompendo com a teoria dos fundos emprestáveis neoclássica. O resultado “surpreendente” é que, dessa forma, um aumento do Gasto Público não compensado pela Política Monetária, através da venda de títulos para ajustar a liquidez da economia, promove uma diminuição dos juros e, portanto, não pode haver efeito *crowding-out* como afirmado pelos adeptos do modelo IS-LM e da leitura clássica em geral.

É a interação entre as expectativas de demanda e o grau de confiança da economia que determinam, a cada período, a preferência pela liquidez e o nível de investimento. Através do multiplicador, o investimento determina o nível final da demanda efetiva. Portanto, sendo fruto de uma composição de fatores lógicos e instintivos a demanda efetiva é inerentemente instável nas economias modernas de mercado.

A releitura do pensamento de Keynes expõe que seu elemento central não é o déficit público e sim o gasto público, deficitário ou não. A preponderância do dispêndio público em uma economia monetária de produção decorre da existência de uma crônica

⁹⁴ A possibilidade lógica da moeda ser um fim em si mesma, isto é, dos empresários produzirem buscando lucros monetários, representa um “vazamento” inibidor da atividade econômica e é justificada pela presença da incerteza em economias onde a moeda é a unidade de conta e, portanto, sua retenção é uma forma de proteção contra imprevistos e eventos desfavoráveis.

deficiência de demanda efetiva e, seu impacto, via multiplicador, é idêntico ao provocado pelo Investimento Privado. Quanto a esse último, o gasto público promove um efeito inverso ao *crowding-out*, já que, seu comprometimento com o pleno emprego gera uma sinalização positiva para o setor privado quanto a demanda agregada futura.

Diante do exposto, vemos que o nível de emprego e produto da economia dependem diretamente da demanda efetiva e, conseqüentemente, que a Política Fiscal tem importância crucial devido a sua influência, direta e indireta, sobre ela. A composição das receitas e despesas públicas passa a ser fundamental, uma vez que, cada componente apresenta efeito diferente sobre a demanda agregada. Além disso, é fundamental para a análise considerar o efeito multiplicador e a existência de diferentes canais pelos quais as variáveis impactam a demanda agregada.

Apresentada a construção do pensamento keynesiano, na próxima seção, em um primeiro momento descrevemos brevemente o caminho percorrido no Brasil para a construção de um Sistema de Contas Nacionais e, posteriormente, avaliamos as Finanças Públicas e o Impacto Fiscal do Estado de 1956 a 1973.

3. O comportamento das Finanças Públicas de 1956 a 1973

O desenvolvimento da teoria keynesiana foi preponderante para o estabelecimento dos sistemas de Contas Nacionais ao redor do mundo. No Brasil, o IBGE, fundado em 1934, não apresentava condições técnicas e, por conta disso, os cálculos das Contas Nacionais foram iniciados, em 1947, pela Fundação Getúlio Vargas. O sistema esteve sujeito a constantes mudanças metodológicas e revisões, até que uma última grande revisão na década de 1980 marcou a passagem da responsabilidade de produção das Contas Nacionais para o IBGE. Sob sua alçada, o órgão publicou os dados históricos para o setor público consolidado (União, Estados e Municípios) oriundos da revisão de 1986/1987 sob o título “Estatísticas Históricas do Brasil – Séries Econômicas, Demográficas e Sociais

de 1550 a 1988” e, posteriormente, através do site <https://seculoxx.ibge.gov.br/economicas/contas-nacionais.html> disponibiliza os dados acima da linha e com frequência anual utilizados no presente estudo. Na próxima subseção avaliamos a adequação dos dados disponíveis, possíveis limitações e adições que possam vir a se mostrar úteis ao cálculo mais apurado do Impacto Fiscal do Estado sobre a economia brasileira.

3.1 Metodologia de tratamento dos dados fiscais brasileiros

A avaliação dos aspectos fiscais requer não só a verificação prévia da qualidade e possíveis discontinuidades metodológicas dos dados, é crucial que se consiga visualizar separadamente a composição das receitas e despesas públicas dado o impacto diferenciado de cada uma delas. A determinação dos resultados fiscais pelo conceito acima da linha⁹⁵, isto é, avaliando-se de forma desagregada as variações dos diferentes gastos (‘Aquisição de bens e serviços finais’ e ‘Formação Bruta de Capital Físico’), transferências (‘assistenciais e de previdência’ e ‘Subsídios’) e impostos em um determinado ano calendário, se mostra mais adequada ao cálculo do Impacto Fiscal do Estado do que pelo conceito abaixo da linha⁹⁶.

Além disso, as peculiaridades institucionais esmiuçadas nos outros ensaios fazem com que a avaliação das Necessidades de Financiamento do Setor Público mensurada “acima e abaixo da linha” fosse inadequada ou imprecisa. Para que se consiga uma contabilidade robusta, é necessário que “acima da linha” estivessem todas as formas de gasto, ou seja não apenas as orçamentárias, mas também aquelas, que como veremos com maiores detalhes, eram alocadas no Banco Central e em Autarquias, assim como todas as receitas

⁹⁵ Resumidamente, o critério “acima da linha” realiza a mensuração de fluxos, isto é, corresponde à diferença entre as receitas e as despesas do setor público enquanto o critério “abaixo da linha”, mede estoques, correspondendo à variação da dívida líquida total, interna ou externa.

⁹⁶Conforme mostramos anteriormente em Haavelmo (1945) resultados superavitários ou deficitários idênticos podem gerar efeitos diferentes sobre a demanda agregada dependendo de sua composição.

de tais unidades, e não apenas a arrecadação tributária, *estrito senso*. “Abaixo da linha” teríamos que contar com uma contabilidade precisa de todas as dívidas, ou seja, não apenas do Tesouro Nacional como também da Autoridade Monetária, que no período se confundia com o Banco do Brasil, um banco comercial. A contabilidade consistente de fluxos e estoques só foi introduzida no Brasil na década de 1980 no bojo dos acordos de refinanciamento da dívida com o FMI.

Apesar das limitações, no sentido específico de mensuração do impacto fiscal, é possível afirmar que os dados “herdados” pelo IBGE se mostram satisfatórios. O período 1956 – 1973 é marcado pelo fortalecimento da figura do Estado-Empresário tanto de forma direta quanto indireta. Um elemento característico desse processo é a intensificação, principalmente após a ditadura militar, da descentralização administrativa onde surgiram “... várias formas organizacionais ligadas direta ou indiretamente ao Governo central que adotaram dentre outras as denominações de empresas públicas, economias mistas, autarquias, fundações” (WERNECK, 1969, P.90).

Essa evolução fez mister a decomposição da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) Total em seus subcomponentes, a saber, FBCF Estatais, FBCF Setor Público (Entes Federativos e suas respectivas autarquias e fundações), e FBCF Setor Privado. Avaliando-se a metodologia aplicada aos dados originais organizados pelo IBGE, constatamos que a metodologia adotada pelo Instituto Brasileiro de Economia (IBRE) efetuava ativamente o cálculo tanto da FBCF Total quanto da FBCF do Setor Público e obtinha, por resíduo, a FBCF Setor Privado. Essa prática fazia com que os dados superestimassem a FBCF do Setor Privado de três formas: (i) o cotejamento dos dados de FBCF apresentados pelo IBGE em suas estatísticas do século XX com os dados constantes das últimas publicações da RCE (julho de 1977, dezembro de 1979, julho de 1984 e junho de 1985) apontam que a revisão das fontes primárias e metodologias, em meados de 1986, provocaram uma

diminuição da FBCF Total mantendo-se inalterada a FBCF Setor Público⁹⁷; (ii) durante todo o período analisado a incipiência do SCN fazia com que a FBCF Setor Público não abrangesse de fato todo o esforço estatal. Essa deficiência pode ser ilustrada pela “... impossibilidade, por insuficiência de informações, de inclusão das despesas da construção de Brasília, que aparecem, portanto, como formação bruta de capital do setor privado.” (Contas Nacionais do Brasil, P.30, 1972); (iii) A FBCF Setor Público não levava em consideração nenhuma forma de atividade empresarial federal nem estadual fazendo com que, na prática, a atividade empresarial do Setor Público (basicamente federal) acabasse contabilizada como Investimento Privado (resíduo);

O ponto (iii) foi mitigado pelo IBGE com a separação da FBCF das Empresas Estatais sob a rubrica ‘Atividade Empresarial do Governo Federal’ e provocou uma diminuição proporcional da FBCF Setor Privado que até então englobava tais Investimentos. A base dos dados das estatais ofertados pelo IBGE provém de trabalhos como o de Villela (1962), que avalia o período 1956-1960 com uma amostra de 21 empresas federais, Werneck (1969), examina o período 1955-1965 a partir de 38 empresas federais. Os autores buscaram medir a participação através de contatos diretos mantidos pela equipe do Centro de Estudos Fiscais com as estatais e análises dos Balanços Gerais da União e seus trabalhos apresentam discrepâncias de resultados consideráveis.

Posteriormente, Trebat (1980)⁹⁸ dá mais robustez aos dados em sua análise do período 1965-1975 avaliando 40 empresas estatais federais em 6 subsetores (eletricidade, telecomunicações, siderurgia, petroquímica, extrativa mineral e transporte ferroviário). Suas principais fontes de dados foram a análise dos Balanços Gerais da União, relatórios

⁹⁷ Dessa forma, apesar de corrigido o problema nos dados utilizados no presente estudo, o leitor deve ficar atento ao fato de que os trabalhos realizados até 1985 com base nos dados anteriores a supracitada revisão tendem a superestimar o Investimento Privado.

⁹⁸ Esse trabalho é uma condensação de “*An evaluation of the economic Performance of Public Enterprises in Brazil*” dissertação de doutorado (Vanderbilt University, 1978).

anuais das empresas estatais e companhias *holdings*, arquivos de dados do Centro de Estudos Fiscais, estudos anuais da situação financeira das empresas, entrevistas com diretores e publicações diversas, individuais ou documentos similares de indústrias majoritariamente formadas por estatais.

As demais variáveis relevantes (Consumo do Governo, Gastos com Pessoal, Transferências e Subsídios ao setor privado, Consumo das Famílias e Carga Tributária) mostram apenas alterações marginais ao longo das publicações da Revista Brasileira de Economia, Revista de Conjuntura Econômica e os dados divulgados pelo IBGE. As séries de receita e despesa disponíveis se referem ao regime de competência, isto é, a receita se refere à receita arrecada do exercício, podendo estar no caixa do Tesouro Nacional, Estadual ou Municipal, ou ainda se encontrar na rede arrecadadora. As despesas se referem à despesa empenhada no exercício, isto é, englobam todas as despesas firmadas no período, mas não necessariamente executadas. Para o presente estudo o ideal são as despesas liquidadas, isto é, de fato executadas no período, mas esta informação não está disponível.

Interpostas as explicações pertinentes, iniciamos a análise do comportamento das Finanças Públicas utilizando os dados desagregados do IBGE mensurados pelo critério acima da linha e compartimentalizando o período 1956 a 1973 de acordo com mudanças estruturais e políticas que motivaram oscilações na Política Fiscal: (i) 1956 a 1960 – Juscelino Kubitschek (JK) e o Plano de Metas; (ii) 1961 a 1964 – A instabilidade político econômica e o Golpe Militar; (iii) 1964 a 1967 - Castelo Branco e o Programa de Aceleração Econômica do Governo (PAEG); (iv) 1967 a 1973 – Delfim Netto e o “milagre econômico”⁹⁹.

⁹⁹ Nessa seção antes de analisar as finanças públicas e o Impacto fiscal devemos verificar se algumas mudanças institucionais introduzidas após o golpe militar de 1964 podem gerar impacto direto tanto sobre as finanças públicas quanto sobre as mensurações apresentadas pelo indicador de Impacto Fiscal.

3.2 1956 a 1960 – Juscelino Kubitschek (JK) e o Plano de Metas (PM)

O governo JK buscou adotar medidas, reunidas em seu PM, que acelerassem o desenvolvimento econômico e a transformação estrutural do país. A interpretação canônica e dominante na literatura e nos livros texto (Lessa 1975, Abreu, 1990; Gremaud et al, 2017; Giambiagi et al, 2016; Veloso et al, 2013 e etc.) confirma que de fato ocorreram importantes transformações na estrutura produtiva e social. Entretanto, essa mesma literatura, valendo-se da Teoria Quantitativa da Moeda (TQM) e da Lei de Say, estabelece que o Plano de Metas, ao se valer de uma Política Fiscal expansionista, tanto através de políticas de incentivo quanto de intervenção direta do Estado, ao mesmo tempo em que “... o governo se esquivou de apresentar em paralelo, uma proposta detalhada de financiamento” (VILLELA, 2016, P.37), gerou um “descontrole” das finanças públicas que, dentre inúmeros malefícios, impulsionou, ao gerar excesso de demanda na economia, a inflação brasileira.

Será que, de fato, os dados comprovam que tenha ocorrido tal descontrole das finanças públicas? Ou, na realidade, o resultado primário permaneceu estável? Para responder a essas questões passamos agora a avaliação das contas públicas apresentadas na tabela 1. Pelo lado das receitas (em % do PIB), a tabela mostra o comportamento da Carga Tributária Bruta (CTB) e da Carga Tributária Líquida (CTL)¹⁰⁰. A CTB aumenta já em 1956, atingindo 16,4%, puxada pela expansão na arrecadação federal. A CTB média do governo JK foi 2% do PIB maior do que a do quinquênio imediatamente anterior. Os anos centrais foram os de CTB mais elevada, 18,7% em 1958 e 17,9% em 1959, devido a expansão na arrecadação de tributos indiretos pela União. A CTL acompanhou esse crescimento representando 12,9% em 1960 frente a 10,9% em 1955.

¹⁰⁰ Para encontrarmos a CTL devemos subtrair da CTB os gastos governamentais com transferências, quais sejam, os gastos com transferências assistências e previdência e os subsídios concedidos ao setor privado.

Tabela 1
Evolução da Receita e Despesa Primárias de 1956 a 1960

	Receita Primária		Desp. Prim. Total	Aquisição de Bens e Serviços Finais				Transferências		
	CTB	CTL		Total	Pessoal	B & S	Inv*.	Total	Sub.	Assist. e Prev.
1956										
% do PIB	16,4	11,4	20,7	15,7	6,9	5,7	3,0	5,0	0,4	4,6
Var. Real	12,2	7,5	12,5	9,0	23,9	2,2	-5,0	24,6	258,5	17,5
1957										
% do PIB	16,7	11,5	22,0	16,8	6,7	5,5	4,6	5,1	0,4	4,7
Var. Real	9,4	9,2	14,2	15,6	4,3	3,4	65,0	9,7	-1,2	10,7
1958										
% do PIB	18,7	13,3	22,6	17,2	6,2	5,4	5,6	5,4	1,1	4,3
Var. Real	24,3	27,1	14,0	12,8	2,4	8,6	33,0	18,0	217,8	1,4
1959										
% do PIB	17,9	13,1	20,5	15,8	5,8	4,8	5,2	4,8	0,8	3,9
Var. Real	5,1	8,8	-0,2	0,9	3,5	-3,0	1,8	-3,8	-18,4	0,0
1960										
% do PIB	17,4	12,9	21,7	17,2	5,8	5,7	5,6	4,5	0,8	3,8
Var. Real	6,4	7,5	15,4	19,0	7,9	31,6	19,8	3,5	-0,1	4,3
1956-1960										
Média (% do PIB)	17,4	12,4	21,5	16,5	6,3	5,4	4,8	5,0	0,7	4,3
Taxa de Cresc. (% a.a.)	11,3	11,8	11,0	11,3	8,1	8,0	20,5	9,9	55,8	6,6

Fonte: Fonte: IBGE – Estatísticas Históricas do Brasil. Disponíveis em: https://seculoxx.ibge.gov.br/images/seculoxx/economia/contas_nacionais/4_setor_publico.xls *Aos Investimentos Públicos adicionamos a rubrica “Atividades Empresariais do Governo Federal”. ** As taxas de crescimento dos 4 subperíodos avaliados (1956-1960; 1961-1963; 1964-1966; 1967-1973) são obtidas, dado seu crescimento não linear, dividindo-se o valor apresentado pelo componente no ano final do período a que se refere pelo valor do último ano do período imediatamente anterior. De posse desse resultado, elevamos o valor ao inverso do número de anos do subperíodo avaliado obtendo qual foi a taxa de crescimento anual de cada um dos componentes da despesa e da receita primária.

Dessa forma, JK contou com um maior volume de recursos fiscais, provenientes de impostos indiretos que elevaram a regressividade do sistema tributário e, apesar da Política Fiscal estar subordinada ao desenvolvimentismo, a elevação da CTB ocorreu tanto de forma orgânica, isto é, devido ao elevado crescimento da economia¹⁰¹, quanto de

¹⁰¹ Isso ocorre porque devido ao princípio da demanda efetiva a carga tributária tem um comportamento pró-cíclico, movendo-se sempre na mesma direção da taxa de crescimento do PIB.

forma legislada, através, por exemplo, da Lei 3.244, em 1957, que realizou a introdução de impostos *ad valorem* minimizando a perda de receitas inerente a inflação e na ampliação dos campos de incidência de alguns impostos, como o imposto de consumo (Oliveira, 2009, P.180-181).

A receita primária cresceu 11,3 pontos percentuais ao ano (p.p.) e representou em média 17,42% do PIB. Quanto as despesas primárias, de fato houve aumento significativo, média de 21,51% do PIB, aumento de mais de 2% do PIB frente ao lustro anterior e, sua taxa de crescimento foi de 11 p.p.. As Transferências expandem sua relevância em quase 1% do PIB frente a média do período 1951-1955 devido principalmente ao crescimento dos subsídios¹⁰². A “Aquisição de bens e serviços finais” tem taxa de crescimento semelhante à despesa primária puxada pelos Investimentos Públicos que cresceram 20,5 p.p.. É importante salientar que os Investimentos Públicos foram construídos de forma a representar o Investimento dos Entes Federativos e das empresas estatais federais¹⁰³ e sua decomposição e evolução são apresentadas na tabela 2.

Nela é possível constatar que o Investimento Público apresentou taxas de crescimento expressivas tanto no investimento realizado diretamente pelo Governo, taxa de crescimento de 16,5 p.p., quanto no realizado por Empresas Estatais, taxa de crescimento de 35,7 p.p.. A decomposição do Investimento Público, ressalta a elevação da relevância das Estatais Federais, uma vez que, a importância delas passa de 0,4 % do PIB com participação de 3% no Investimento Total em 1956 para 1,7% do PIB e participação de 11% no Investimento Total em 1960, revelando o início da utilização dessas empresas como instrumento de política econômica. Em 1960, o Investimento Público equivale a

¹⁰² Os subsídios têm como característica apresentarem fortes oscilações devido ao caráter mais discricionário de sua concessão.

¹⁰³ Não há informação disponível para o período acerca das estatais em âmbito estadual ou municipal, entretanto, a amostra contendo somente as empresas federais é uma boa aproximação do Investimento total realizado.

5,6% do PIB frente a 3,3% em 1955 e sua participação média no Investimento Total alcança 30% puxada por uma taxa de crescimento de 20,5 p.p. que representa mais que o dobro da taxa de crescimento do Investimento Privado.

Tabela 2
Composição do Investimento Público de 1956 a 1960

	Investimento Público		
	Governo Geral	Estatais	Total
1956			
% do PIB	2,6	0,4	3,0
Participação no Inv. Púb.	86%	14%	
Participação no Inv. Total	18%	3%	21%
1957			
% do PIB	3,8	0,8	4,6
Participação no Inv. Púb.	82%	18%	
Participação no Inv. Total	25%	5%	31%
1958			
% do PIB	4,4	1,1	5,6
Participação no Inv. Púb.	79%	21%	
Participação no Inv. Total	26%	7%	33%
1959			
% do PIB	3,7	1,5	5,2
Participação no Inv. Púb.	71%	29%	
Participação no Inv. Total	20%	8%	28%
1960			
% do PIB	4,0	1,7	5,6
Participação no Inv. Púb.	70%	30%	
Participação no Inv. Total	25%	11%	36%
1956-1960			
Média (% do PIB)	3,7	1,1	4,8
Participação Média no Inv. Púb.	78%	22%	
Participação Média no Inv. Total	23%	7%	30%
Taxa de Crescimento (% a.a.)	16,5	35,7	20,5

Fonte: IBGE – Estatísticas Históricas do Brasil. Disponíveis em: https://seculoxx.ibge.gov.br/images/seculoxx/economia/contas_nacionais/4_setor_publico.xls.

Logo, a expansão do Investimento Público foi a principal responsável pelo aumento da despesa pública total, elevando sua participação na mesma de 19% para 33%. A expansão do Gasto Público através do Investimento produz importantes impactos sobre a renda no curto prazo tanto de forma direta através do multiplicador quanto de forma indireta ao provocar um efeito *crowding in* sobre o Investimento Privado que de fato apresentou taxa

de crescimento de 7,8 p.p. . No Longo Prazo, a expansão dos níveis de Investimento traz como consequência um aumento da taxa de crescimento e da produtividade global da economia.

Por fim, se compararmos a evolução das receitas e despesas primárias (% do PIB) é possível constatar que apresentaram taxa de crescimento médio equivalente e que o déficit primário foi em média de 4,1% de 1956-1960 contra média de 3,8% nos cinco anos imediatamente anteriores. Logo, é possível concluir que não houve o tão propalado descontrole das finanças públicas atribuído ao governo JK, uma vez que, as receitas se mantiveram crescendo tanto de forma orgânica quanto legislada e apesar das despesas também terem se elevado, a expansão foi centrada na variável investimento que produz efeitos positivos sobre o crescimento e a produtividade da economia. Na comparação com o lustro anterior, os anos JK apresentam uma piora de 0,3 % do PIB no déficit primário o que não corrobora a imagem de um presidente gastador e irresponsável conforme convencionou-se na literatura.

Analisados os “anos dourados” de JK passamos na próxima seção ao conturbado período que vai de fevereiro de 1961 a março de 1964 onde o país foi presidido por Jânio Quadros (JQ) e João Goulart (JG) além de um interregno parlamentarista.

3.3 1961 a 1964 – Da instabilidade político-econômica ao Golpe Militar.

O período se inicia sob a presidência de Jânio Quadros que considerou a situação macroeconômica marcada pela indisciplina fiscal, aceleração inflacionária e deterioração do Balanço de Pagamentos (ABREU, 1990, P.197). Elencou uma série de medidas de cunho ortodoxo para conter o gasto público, diminuir e/ou eliminar subsídios, desvalorizar e unificar o câmbio. Renunciou com menos de 6 meses de mandato não permitindo avaliar o resultado das medidas adotadas.

Entre setembro de 61 e dezembro de 1962 o presidencialismo foi substituído pelo parlamentarismo. Houve grande rotatividade de gabinetes que mantiveram, em linhas gerais, a ideia de que a adoção de uma Política Fiscal restritiva era o mais adequado para a economia brasileira. Em janeiro de 1963, João Goulart reassume a presidência e coloca em prática o Plano Trienal que, apesar de formulado por Celso Furtado, mantém o diagnóstico de inflação por excesso de demanda provocado pela despesa pública e, mais uma vez, considera necessária a austeridade fiscal. João Goulart rapidamente abandona a Política Fiscal restritiva promovendo aumentos salariais e reintroduzindo subsídios. O cenário de aceleração inflacionária e baixo crescimento do PIB conjuga-se a insatisfação crescente de diversos setores sociais e culmina no Golpe Militar de março de 1964. O comportamento da receita primária, da despesa primária e de seus subcomponentes é apresentado abaixo:

Tabela 3
Evolução da Receita e Despesa Primárias de 1961 a 1963

	Receita Primária		Desp. Prim. Total	Aquisição de Bens e Serviços Finais (1)				Transferências (3)		
	CTB	CTL		Total	Pessoal	B & S	Inv.	Total	Sub.	Assist. e Prev.
1961										
% do PIB	16,4	11,0	22,7	17,3	6,6	5,0	5,8	5,4	1,1	4,3
Var. Real	2,2	-7,2	13,7	9,7	23,5	-5,8	11,5	28,9	49,5	24,7
1962										
% do PIB	15,8	9,9	23,1	17,3	6,8	4,4	6,1	5,9	1,2	4,7
Var. Real	2,5	-4,3	8,7	6,4	10,1	-5,2	12,1	16,5	18,0	16,1
1963										
% do PIB	16,1	10,5	22,8	17,3	7,4	4,5	5,4	5,5	1,5	4,0
Var. Real	2,5	6,9	-0,8	0,7	10,4	1,7	-10,9	-5,0	32,8	-14,4
1961-1963										
Média (% do PIB)	16,1	10,5	22,9	17,3	6,9	4,6	5,8	5,6	1,3	4,3
Taxa de Cresc. (% a.a.)	2,4	-1,7	7,1	5,5	14,5	-3,2	3,7	12,6	32,8	7,4

Fonte: IBGE – Estatísticas Históricas do Brasil. Disponíveis em: http://seculoxx.ibge.gov.br/images/seculoxx/economia/contas_nacionais/1_2_scn_consolidado.xls.

Constatamos que a CTB diminui sua participação em 1,3% do PIB em comparação ao subperíodo anterior apesar do crescimento de 2,4 p.p.. A CTL apresenta o menor valor de todo o período analisado em 1962, 9,9% do PIB, devido a combinação de queda na CTB e aumento das transferências. A CTL média diminui quase 2% do PIB frente a média do governo JK, apesar dos seguidos discursos oficiais a favor de uma Política Fiscal restritiva no triênio. A centralização dos impostos na União apresenta leve diminuição, de 64% para 61,6, e a participação média dos impostos indiretos fica estável ao redor de 70%¹⁰⁴. As despesas primárias cresceram 7,1 p.p., fechando o período com média equivalente a 22,9% do PIB, isto é, 1,4% do PIB acima da média do período JK. As Transferências apresentam taxa de crescimento de 12,6 p.p. puxadas pela concessão de subsídios. A “Aquisição de bens e serviços finais” se expandiu impulsionada pelo crescimento de 14,5 p.p. dos gastos com pessoal, entretanto, cabe ressaltar, que a tendência ao aumento dos gastos com pessoal já estava presente mesmo antes da volta ao presidencialismo e foi mais pronunciada no ano de 1961. A finalização do bloco de Investimentos do Plano de Metas fez com que a variável se mantivesse crescendo até 1962, o que explica a taxa de crescimento médio de 3,7 p.p. apesar do conturbado cenário político, da interrupção dos fluxos internacionais de capital para o Brasil, em meados de 1962, e da estagnação e aceleração inflacionária de 1963. A evolução do Investimento é detalhada na Tabela 4 e permite visualizar que o Investimento das Estatais apresentou taxa de crescimento superior à do Governo Geral levando a expansão de responsabilidade na execução do Investimento Público. Apesar da retração do Investimento Público em % do PIB verificada em 1963, ambas as variáveis viram aumentar sua participação média no Investimento Total, fazendo com que o Setor Público visse sua participação média no Investimento Total ser de 38% no triênio frente a 30% no subperíodo 1956-1960.

¹⁰⁴ Fonte: IBGE – Estatísticas Históricas do Brasil. Disponíveis em: http://seculoxx.ibge.gov.br/images/seculoxx/economia/contas_nacionais/1_2_scn_consolidado.xls.

Tabela 4
Evolução da composição do Investimento Público de 1961 a 1963

	Investimento Público		
	Governo Geral	Estatais	Total
1961			
% do PIB	3,7	2,1	5,8
Participação no Investimento Público	64%	36%	
Participação no Investimento Total	28%	16%	44%
1962			
% do PIB	4,0	2,1	6,1
Participação no Investimento Público	66%	34%	
Participação no Investimento Total	26%	14%	39%
1963			
% do PIB	3,6	1,7	5,4
Participação no Investimento Público	68%	32%	
Participação no Investimento Total	21%	10%	32%
1961-1963			
Média (% do PIB)	3,8	2,0	5,8
Participação Média no Investimento Público	66%	34%	
Participação Média no Investimento Total	25%	13%	38%
Taxa de Crescimento (% a.a.)	2,3	6,9	

Fonte: IBGE – Estatísticas Históricas do Brasil. Disponíveis em: https://seculoxx.ibge.gov.br/images/seculoxx/economia/contas_nacionais/4_setor_publico.xls.

Por fim, o cotejamento das receitas e despesas primárias na tabela 3 permite constatar a piora do resultado primário (% do PIB) no triênio. Já em 1961, houve um déficit primário de 6,3%, mais de 2 pontos percentuais acima do verificado em 1960. Em 1962 o déficit primário atinge 7,4%, maior valor para todo o período 1956-1973, diminuindo levemente para 6,8% em 1963. Os resultados explicitam que a retórica constante acerca da necessidade de uma Política Fiscal restritiva não levou a sua efetiva aplicação.

Resumidamente, ao final de 1963, havia um cenário de elevado déficit primário, aceleração da inflação e baixo crescimento do PIB que se somou a radicalização política de amplos quadros da sociedade e teve como desfecho trágico um golpe militar realizado em 31 de Março de 1964. Na próxima seção avaliamos o governo do marechal Humberto Castello Branco que ficou marcado pelo PAEG e pela realização de diversas reformas.

3.4 1964 a 1966 – Castello Branco e o PAEG

Devido a interrupção em Março de 1964 do governo JG por um Golpe Militar, optou-se por avaliar esse ano na presente seção por ser majoritariamente presidido por Castello Branco (CB) e os dados do período são apresentados abaixo:

Tabela 5
Evolução da Receita e Despesa Primárias de 1964 a 1966

	Receita Primária		Desp. Prim. Total	Aquisição de Bens e Serviços Finais (1)				Transferências (3)		
	CTB	CTL		Total	Pessoal	B & S	Inv. *	Total	Sub.	Assis t. e Prev .
1964										
% do PIB	17,0	11,4	21,8	16,2	7,3	3,8	5,0	5,6	1,5	4,1
Var. Real	9,6	12,2	-1,3	-3,2	2,2	-12,3	-3,3	4,7	-0,8	6,8
1965										
% do PIB	19,7	13,1	24,0	17,5	7,3	3,3	6,8	6,6	1,4	5,1
Var. Real	18,6	17,9	12,8	10,4	2,2	-10,2	37,8	20,0	0,6	26,9
1966										
% do PIB	22,1	15,5	23,3	16,7	7,3	3,3	6,1	6,6	0,9	5,7
Var. Real	19,8	25,8	3,5	1,9	6,8	5,0	-4,9	7,8	-30,3	18,5
1964-1966										
Média (% do PIB)	19,6	13,4	23,0	16,8	7,3	3,5	6,0	6,3	1,3	5,0
Taxa de Cresc. (% a.a.)	15,9	18,5	4,8	2,9	3,7	-6,1	8,2	10,6	-11,4	17,1

Fonte: IBGE – Estatísticas Históricas do Brasil. Disponíveis em: http://seculoxx.ibge.gov.br/images/seculoxx/economia/contas_nacionais/1_2_sen_consolidado.xls.

De 1964-1966 ocorre a maior taxa de crescimento da receita primária de todo o período analisado: 15,9 p.p. com a CTL acompanhando o movimento e registrando expansão de 5% do PIB frente a 1963. A evolução ocorreu pelo fato de o governo CB considerar que “A eliminação da herança inflacionária exigiria um conjunto de medidas catalogadas em três grandes grupos: a) medidas fiscais; b) ação sobre expectativas; c) ação de emergência sobre a oferta.” (CAMPOS, 1994, p.577) e se aproveitou da remoção dos obstáculos institucionais, políticos e sociais inerentes a ditadura militar para estabelecer um novo

sistema tributário, buscando elevar receitas, pois “... o estancamento do déficit público era visto como primordial para o sucesso da política de estabilização.” (PAEG, 1964, p.29). Já em 1964, foi realizada uma Reforma Tributária de Emergência, que ao elevar imediatamente o imposto de renda¹⁰⁵, consumo, selo e o Imposto Único sobre os Combustíveis e Lubrificantes (SOCHACZWESKI, 1993, P.237-238) expandiu a CTB em quase 1% do PIB.

A tendência ascendente se manteve em 1965 com a introdução da correção monetária dos débitos fiscais, a tipificação do crime de apropriação indébita para impostos não recolhidos no prazo de 180 dias e a criação de instrumentos que permitiam maior controle sobre os contribuintes. O resultado dessas e de outras medidas de modernização do aparato fiscal foi uma elevação da CTB de 2,7 % do PIB frente ao ano anterior. Em dezembro de 1965, houve uma Reforma Tributária mais ampla através da Emenda Constitucional nº18 e a aprovação de um novo Código Tributário Nacional (CTN), Lei nº 5.172 de Outubro de 1966, permitindo a CTB alcançar 22,13% do PIB em 1966, expansão de 6% do PIB frente a 1963.

Outra característica das mudanças tributárias foi o caráter centralizador na figura da União em detrimento dos Estados e Municípios, levando a ‘centralização fiscal média’ a 66,67% em 1966 frente 61,56% em 1963¹⁰⁶. A ampliação da base das alíquotas e da base de incidência do Imposto de renda pode sugerir uma busca por diminuir a regressividade do sistema, mas se visualizarmos a ‘participação média dos impostos indiretos’ constatamos que ela se manteve estável em 70% em virtude de concomitantemente terem sido concedidos diversos incentivos e isenções sobre o imposto de renda (Hermann, 2006, P.55).

¹⁰⁵ Não só a alíquota como também a incidência.

¹⁰⁶ Fonte: IBGE – Estatísticas Históricas do Brasil. Disponíveis em: http://seculoxx.ibge.gov.br/images/seculoxx/economia/contas_nacionais/1_2_scn_consolidado.xls.

Relativamente as despesas primárias (% do PIB), apesar do PAEG propagar a necessidade de uma Política Fiscal restritiva havia também a preocupação de expandir os Investimentos Públicos para fortalecer a infraestrutura do país (PAEG, 1964, p.15), postulando que apesar do corte nas despesas públicas, os Investimentos essenciais ao desenvolvimento econômico e social deveriam ser mantidos e até mesmo aumentados (PAEG, 1964, p.56-60).

Nesse sentido, as despesas primárias registram elevação em sua participação média, que chega a 23,04% do PIB, devido a um crescimento de 4,8 p.p.. As Transferências se expandiram 10,6 p.p. propiciando na comparação com o triênio imediatamente anterior um aumento de 0,7% do PIB em sua magnitude. Esse crescimento ocorreu apesar da eliminação de subsídios pela Instrução 270 em virtude da rubrica ‘assistenciais e de previdência’¹⁰⁷ apresentar taxa de crescimento de 17,1 p.p..

A Aquisição de Bens e Serviços Finais apresenta aumento inferior as despesas primárias, 2,6 p.p., devido a taxa de crescimento de -6,1 p.p. de seu subcomponente “Bens e Serviços”. A variável ‘Pessoal’ teve taxa de crescimento de 3,7 p.p., em grande parte pelo reajuste concedido ainda em 1964 ao funcionalismo e aos militares, e registra média 0,4% do PIB superior à média dos três anos precedentes. Por sua vez, os Investimentos aumentam sua participação média em 0,2% do PIB frente a média do triênio anterior devido a sua taxa de crescimento de 8,2 p.p. e seu comportamento é exposto na Tabela 6. Nela constatamos através da composição do Investimento que o Setor Público seguiu investindo tanto através de seus Entes Federados, taxa de crescimento médio de 7,8 p.p., quanto por meio das Estatais, taxa de crescimento médio de 9,1 p.p., em linha com o que foi preconizado no PAEG. A somatória dessas tendências fez com que a participação

¹⁰⁷ Esse aumento foi inicialmente ocasionado pela integração crescente de contribuições destinadas ao estabelecimento de políticas sociais específicas como o salário-educação e a contribuição previdenciária. Em 1964 contribuiu para esse aumento a criação do FGTS.

relativa do Investimento Público registrasse um pico de 46% em 1965 e uma participação média levemente superior no triênio.

Tabela 6
Evolução da composição do Investimento de 1964 a 1966

	Investimento Público		
	Governo Geral	Estatais	Total
1964			
% do PIB	3,7	1,4	5,0
Participação no Investimento Público	73%	27%	
Participação no Investimento Total	25%	9%	34%
1965			
% do PIB	4,7	2,1	6,8
Participação no Investimento Público	70%	30%	
Participação no Investimento Total	32%	14%	46%
1966			
% do PIB	4,0	2,0	6,1
Participação no Investimento Público	67%	33%	
Participação no Investimento Total	25%	13%	38%
1964-1966			
Média (% do PIB)	4,2	1,8	6,0
Participação Média no Investimento Público	70%	30%	
Participação Média no Inv. Total	27%	12%	39%
Taxa de Crescimento (% a.a.)	7,8	9,1	8,2

Fonte: IBGE – Estatísticas Históricas do Brasil. Disponíveis em: https://seculoxx.ibge.gov.br/images/seculoxx/economia/contas_nacionais/4_setor_publico.xls.

Diante do exposto, o período apresentou crescimento tanto da receita primária, puxado pela expansão da CTB, quanto da despesa primária. Entretanto, o primeiro foi significativamente mais acentuado e fez com que o resultado primário (% do PIB) apresentasse um déficit primário médio no triênio de 3,4% contra 6,8% de 1961 a 1963. Se compararmos 1966 com 1963 a melhora do resultado primário é superior a 5% do PIB. Em 1967, se inicia o governo do general Costa e Silva que, por questões médicas, em 1969, foi substituído pelo general Emílio Garrastazu Médici cujo governo se estende até 1973. Delfim Netto toma posse como Ministro da Fazenda em 1967 e se mantém no cargo

durante todo o intervalo. Sua permanência no Ministério fez com que houvesse a manutenção das linhas gerais de política econômica, motivando o tratamento do período de forma contínua apesar da troca de presidentes.

3.5 1967 a 1973 – Delfim Netto e o “Milagre Econômico”

Os anos iniciais da ditadura promoveram amplas reformas no país e permitiram uma melhoria dos principais indicadores fiscais brasileiros. Entretanto, a inflação ainda se mantinha elevada e o crescimento não havia retomado os níveis vivenciados de 1956 a 1962, média de aproximadamente 8% ao ano. A necessidade de retomada do crescimento fez com que Costa e Silva mudasse a ênfase de seu governo e, ainda em 1967, empossasse Delfim Netto como Ministro da Fazenda considerando que a inflação brasileira tinha um importante componente de custos, principalmente creditício, e que seu combate não deve prejudicar o crescimento.

Com esse objetivo, o período 1967-1973, vivencia uma reconfiguração institucional das Autoridades Monetárias e o aprofundamento da criatividade fiscal/orçamentária do Estado¹⁰⁸. Assim sendo, os dados devem ser qualificados, visto que, a posse do presidente Costa e Silva marca um momento em que as peculiaridades institucionais do recém criado Banco Central do Brasil (BCB) foram utilizadas para viabilizar um maior direcionamento e coordenação do Estado sobre o desenvolvimento brasileiro. Três eram as principais peculiaridades institucionais da autoridade monetária brasileira: (i) a obrigação de fomento à agricultura; (ii) a dependência operacional do BB e a Conta Movimento; (iii) a subordinação à um Conselho Monetário Nacional (CMN) reconfigurado no decorrer do período 1967-1973 de forma a permitir sua atuação focada

¹⁰⁸Dois exemplos são o Decreto 62.796, maio de 1968, que versa sobre a elaboração do Orçamento Monetário e a Lei Complementar 12, novembro de 1971, que transfere a competência para criar dívida pública ao CMN.

na promoção do desenvolvimento através do orçamento monetário. (FRANCO, 2017, P.57-60)

Dessa forma, apesar da ampla Reforma Bancária e Financeira realizada no triênio anterior, o Estado seguiu responsável pelo financiamento rural através da atuação do BCB como banco de fomento e foram “reciclados” diversos instrumentos como o Orçamento Monetário e a Conta Movimento. A origem da conta movimento (CM) remonta ao início de 1965, quando sob inspiração da relação que havia entre o Banco do Brasil e a SUMOC, foi sugerida a criação da conta “Banco Central do Brasil – Conta Movimento”, para registrar as transações entre o Banco do Brasil e o recém-criado Banco Central, “por falta de mecanismo apropriado para suprimentos específicos e suficientes de recursos para a realização de operações de interesse governamental” (CE, Março de 1986, P.47). A CM foi oficializada em Março de 1965 e a Lei nº4.595 já havia estabelecido que o CMN fornecesse os recursos necessários para que o BB, sob adequada remuneração, realizasse os encargos e funções previstas.

Inicialmente, pretendia-se que a conta fosse diariamente nivelada, mas, efetivamente, a CM passou a ser o instrumento de relacionamento financeiro entre o BCB e o BB e se constituiu gradativamente em uma fonte automática de recursos que, na prática, fez com que o BB não perdesse a condição de Autoridade Monetária. A CM abrangia uma série de operações em que o BB atuava na condição de agente financeiro do Tesouro Nacional e/ou colocava em ação as políticas de desenvolvimento regional e setorial da União. As principais operações eram ligadas ao setor agrícola tanto na concessão de crédito subsidiado, políticas de preços mínimos, aquisição direta de produtos agrícolas, formação de estoques reguladores e programas emergências quanto na cobertura de déficits da conta petróleo e pagamentos de benefícios previdenciários (CE, Março de 1986, P.48).

Dada a assunção de tão diversas operações, era natural que seu saldo fosse cada vez mais significativo, expandindo sua importância econômica. Os recursos disponibilizados pela CM eram lançados em outro instrumento institucionalizado em 1964, o Orçamento Monetário que

...surgiu, historicamente, como um exercício estatístico, no Departamento Econômico da SUMOC e anteriormente no Departamento de Estudos Monetários e Financeiros, criado em 1953 na administração Maciel Filho [...] serve para duas coisas: [...] programar um comportamento quantitativo para os meios de pagamentos em um período dado, geralmente um ano, com distribuição mensal, semestral, trimestral. Em segundo lugar, para impor disciplina nas operações das instituições oficiais [...] principalmente o BB. Então o orçamento monetário teve duas finalidades: primeiro, ser o instrumento de programação quantificada da política monetária e, evidentemente, depois um instrumento para a verificação, a conferência, o controle da execução (que alguns chamavam de camisa de força), para o BB e outras instituições que lidam com grandes recursos. (LAGO, 1982, P.80)

Para um dos seus formuladores, Casimiro Ribeiro, o objetivo “foi justamente a consolidação das contas das autoridades monetárias para se ter uma ideia do banco central brasileiro hipotético que existia no meio daquela confusão.”(RIBEIRO, 1981, P.39), posteriormente, em 1964, a Lei 4.595 incluiu o orçamento monetário como instrumento básico de quantificação de política monetária sendo anualmente submetido e aprovado pelo CMN. A evolução do Orçamento Monetário fez com que

O que era pra ser um instrumento de controle monetário indicativo, próprio de uma época em que a política monetária era praticada através dos “agregados monetários”, viria a se tornar um gigantesco orçamento parafiscal [...] para expandir os incentivos e subsídios à indústria [...] O tema foi sempre contencioso com o Congresso, pois se tratava de um orçamento de grande importância, que não tramitava como o Orçamento geral da União, e que achava financiamento de forma automática através da “conta movimento” (FRANCO, 2017, P.386)

A forma como foi organizado permitiu que “... uma série de operações que deveriam constar como despesas do Tesouro e, portanto, receber dotação orçamentária [...] [fossem] lançadas diretamente no orçamento monetário a descoberto, ou no próprio giro da dívida.” (HORTA, 1981, P.8). Dessa forma, a redução do déficit público no período do “Milagre Econômico”

... reflete, sem dúvida, um saneamento das contas do governo [...], mas são parcialmente enganosos especialmente a partir do final dos anos 1960, diante da crescente importância de gastos públicos não incluídos nas despesas do Tesouro e que passaram a fazer parte do chamado orçamento monetário. (LAGO, 1990, P.265)

Assim sendo, o advento do Orçamento Monetário se tornou uma forma de suprir recursos do BCB: (1) para o Banco do Brasil, através da Conta Movimento, permitindo ao banco “... criar vultosos recursos a baixo custo e realizar a maior parte de seus empréstimos a taxas de juros extremamente subsidiadas.” (HORTA, 1981, P.9); (2) para instituições financeiras e não-financeiras beneficiadas através de fundos e programas¹⁰⁹ de subsídio público, que a Lei 4.595/64 colocou sob responsabilidade do BCB, cuja criação e expansão se intensificou no decorrer do período. O sistema que se consolidou após a posse do Ministro da Fazenda Delfim Netto foi assim descrito por Gustavo Franco:

... foi se estabelecendo uma lógica de atuação do CMN através do orçamento monetário de que resultava efetivamente na subordinação do BCB às operações ativas dos bancos públicos [...] O orçamento monetário chegou a ser tão ou mais importante que o orçamento que o Congresso aprovava, talvez especialmente porque não enfrentava jamais restrições pelo lado da receita. [...] O sistema que começa a ser criado em 1967 [...] contava com os poderes de um banco emissor subordinado e dedicado a viabilizar as ambições de investimento do regime. Na verdade, contava também com os poderes reguladores do CMN e do BCB para multiplicar os mecanismos de apropriação e de direcionamento dos recursos dos bancos privados. [...] todos os freios e cautelas institucionais ao processo de criação de moeda pareciam removidos ou concentrados em um CMN cada vez mais diretamente subordinado às diretrizes do presidente da República. (FRANCO, 2017, P.58-59)

O resultado prático é que

... o Banco Central, que deveria ser o órgão de controle monetário, transformava-se também em banco de fomento, criando-se um entrelaçamento entre contas monetárias e fiscais, de tal modo que o Orçamento Fiscal poderia parecer equilibrado, enquanto todo o rombo se colocava no Orçamento Monetário [...] criava-se um mecanismo para o Tesouro Nacional forçar o Banco Central a financiar seus déficits via emissão monetária. [...] criar um estranho arcabouço institucional, em que se mistura política fiscal e monetária; o Banco Central não controla a política monetária, nem o Tesouro Nacional controla a política fiscal, e o resultado desse quadro foi o de inviabilizar o conhecimento e o controle social sobre as operações do governo. (GREMAUD et al,2017, P.419)

¹⁰⁹ Os principais fundos são: (1) Fundo Geral para Agricultura e Indústria (FUNAGRI), fundado em setembro de 1965; Fundo de financiamento à exportação (FINEX), fundado em junho de 1967; (3) Reserva Monetária (IOF/IEEX), fundado em 1966; (4) Fundo de Despesa de Produtos de Exportação (FDPE); (5) Programa de garantia da atividade agropecuária, 1973; (6) Programa de distribuição de Terras e de estímulos a Agroindústria do Norte e Nordeste (PROTERRA), julho de 1971.

Dessa forma, as características institucionais das Autoridades Monetárias brasileiras e a própria forma como é constituído o Orçamento Monetário fez com que uma série de gastos fiscais fosse lançada a descoberto em um orçamento paralelo ao oficial, apresentado pelos dados do IBGE, levando a não identificação de gastos fiscais relevantes e permitindo afirmar que o Impacto Fiscal calculado a partir dos dados do IBGE representa um “piso” para o verdadeiro impacto do Setor Público no decorrer do “Milagre Econômico” e faz necessário identificar qual o “Impacto Fiscal disfarçado” lançado no Orçamento Monetário ou ao menos, caso não haja essa possibilidade, apontar em que rubricas eram lançados e em que consistiam.

O Orçamento Monetário é composto por 8 contas no ativo e 5 no passivo não monetário e, é possível verificar o lançamento de gastos fiscais nas rubricas “Demais Contas”, “Operações Especiais”, nas contas referentes aos fundos e programas administrados pelo Banco Central e na conta de Recursos Líquidos do Tesouro Nacional junto as Autoridades Monetárias.

A análise das “Demais Contas” e de seus componentes expõe ser nela que o saldo líquido de uma série de operações ativas e passivas do Banco Central e do Banco do Brasil são registradas. O subcomponente “Operações com o Tesouro Nacional não vinculadas à execução orçamentária” deixa bastante claro que seu saldo líquido representa um déficit fiscal disfarçado onde estão incluídos diversos subsídios que não estão presentes nos dados do IBGE.

A maioria das transações pertencentes a ela estão ligadas a assunção pelo Banco Central de funções de fomento agrícola. No ativo do Banco Central encontramos, por exemplo, gastos inerentes a manutenção de estoques reguladores agropecuários, assim como, subsídios ao preço desses produtos. O passivo é composto pelo “fundo de regate e controle da dívida” cujos lançamentos se extinguem após a Lei Complementar nº12 em 1971.

No ativo do Banco do Brasil, exercendo suas funções de agente financeiro do Tesouro Nacional, estão gastos com a compra e venda de trigo nacional e importado, produtos agrícolas e de sua Carteira de Comércio Exterior (CACEX) além de adiantamentos a ordem e risco do governo Federal para formação de estoques reguladores de carne e subsídios ao leite. O passivo é composto por empréstimos da União no exterior e por impostos recebidos em nome do Tesouro Nacional. Portanto, o saldo líquido representa os gastos do Tesouro Nacional não cobertos por dotações orçamentárias.

Nas “Contas de Relação”, os dois itens mais importantes do ativo são os repasses do Banco Central ao Banco do Brasil de recursos de fundos e programas sob sua responsabilidade e para a Conta Movimento. Cabe ressaltar, que a consolidação do “... fluxo de recursos entre o Banco do Brasil e o Banco Central não permite a identificação [...] da parcela das operações do Banco do Brasil que é financiada por emissão de papel-moeda via conta movimento. (HORTA, 1981, P.19)” e, dessa forma, não é possível calcular o Impacto Fiscal do subsídio creditício ofertado a partir desses recursos.

A conta “Adiantamento para Operações Especiais” apresenta mais uma fonte de subsídio implícito ao setor privado em seu subcomponente “Conta Petróleo” que registra a diferença entre os preços do petróleo e seus derivados importados e aqueles pagos pela Petrobrás. Na rubrica “Fundos e Programas do Banco Central” constam as transferências relativas à função de banco de fomento rural do Banco Central as instituições financeiras e não financeiras, exceto BB. No passivo, registram-se os recursos líquidos dos adiantamentos do Banco Central. Mais uma vez, a forma como os dados são expostos no Orçamento Monetário não possibilita a identificação das transferências líquidas que o Banco Central efetua em sua função de “banco rural” e, portanto, só nos permite afirmar a subestimação do Impacto Fiscal causada por sua omissão.

Dessa forma, a existência de grande número de transações lançadas a descoberto no orçamento monetário e que deveriam fazer parte do “... orçamento da União, mas para as quais não existem dotações orçamentárias [...] subsídios diretos, do serviço da dívida mobiliária federal, da remuneração dos depósitos e da Conta Petróleo” (HORTA, 1981, P.33) e cuja forma de exposição no Orçamento Monetário impede a quantificação de cada um dos componentes, deixa claro que o Impacto Fiscal que se pretende calcular será, no período 1967-1973, um limite inferior do verdadeiro resultado que encontraríamos caso os orçamentos fossem consolidados e os dados desagregados estivessem disponíveis.

Independente do impacto fiscal efetivo, uma vez agregada a conta movimento as outras despesas orçamentárias, a descrição acima deixa claro que a apresentação usual dos livros didáticos sobre as finanças públicas no período pós 1964 não condiz com a realidade objetiva dos fatos. Como se vê, ao menos parte das despesas do governo continuavam a ser alvo de financiamento direto pela autoridade monetária, ou seja, não é correto que essa forma de financiamento do gasto público, predominante antes da criação das ORTNs e do fim da Lei da Usura, tenha cessado depois destes fatos ocorrerem. Apenas, fica claro que a partir dessas mudanças institucionais o Banco Central passou a ser capaz de estabelecer uma taxa de juros básica e atuar de forma eficiente em termos do desenho de uma economia monetária moderna. Por si só, sabe-se que isto é irrelevante, já que, a decisão de gasto é sempre monetária, todavia, é possível numa situação normal, adequar-se à demanda por ativos remunerados ou prover o portfólio desejado pelo setor privado dada uma taxa de juros exogenamente definida.

Qualificados os dados, passamos agora a análise das finanças públicas através da tabela 7. A CTB (% do PIB) inicia o período em queda, avaliada em 21,6%, e atinge seu ponto de máximo, em todo o período analisado, em 1972 quando é equivalente a 26% e seu valor médio no subperíodo foi de 24,9%. Sua taxa de crescimento foi de 12,09 p.p., o que

em grande parte foi decorrência dos expressivos níveis de crescimento do PIB vivenciados, já que, em termos legislativos não se verificaram modificações tributárias relevantes. A CTL (% do PIB) apresenta tendência semelhante e valor médio de 16,54%, superior à média de 13,36% do triênio anterior.

Tabela 7
Evolução da Receita e Despesa Primárias de 1967 a 1973.

	Receita Primária		Desp. Prim. Total	Aquisição de Bens e Serviços Finais				Transferências (3)		
	CTB	CTL		Total	Pes soal*	B & S	Inv.*	Total	Subsídios	Assist. e Prev.
1967										
% do PIB	21,6	14,4	25,2	17,9	8,0	3,4	6,6	7,2	0,8	6,4
Var. Real	1,8	-3,4	12,7	12,2	13,6	6,5	13,6	14,0	-11,3	18,2
1968										
% do PIB	24,3	16,9	24,8	17,4	7,5	3,5	6,3	7,4	0,7	6,7
Var. Real	23,4	29,2	8,0	6,5	3,7	14,7	5,6	12,0	-1,1	13,6
1969										
% do PIB	25,9	14,9	29,2	18,2	7,5	3,4	7,3	11,0	0,7	10,3
Var. Real	16,8	-3,4	28,8	14,3	8,5	6,7	25,4	62,8	7,0	68,9
1970										
% do PIB	26,0	17,0	27,6	18,6	8,3	3,0	7,3	9,0	0,8	8,2
Var. Real	15,3	25,7	4,4	13,0	22,4	-2,0	10,4	-9,7	20,0	-11,8
1971										
% do PIB	25,3	17,4	25,5	17,6	8,3	2,8	6,5	7,9	0,8	7,1
Var. Real	8,3	13,9	3,0	5,6	11,4	2,9	0,2	-2,3	16,5	-4,1
1972										
% do PIB	26,0	18,0	26,3	18,3	8,0	2,8	7,6	8,0	0,7	7,3
Var. Real	15,3	16,0	15,5	16,3	7,4	12,5	29,4	13,6	-4,1	15,6
1973										
% do PIB	25,0	17,2	23,5	15,7	7,0	2,9	5,8	7,8	1,2	6,7
Var. Real	9,7	8,8	1,9	-2,4	0,0	18,3	-12,7	11,8	92,3	4,2
1967-1973										
Média (% do PIB)	24,9	16,5	26,0	17,7	7,8	3,1	6,8	8,3	0,8	7,5
Taxa de Cresc. (% a.a.)	12,1	11,8	10,3	9,2	9,4	8,3	9,4	12,8	13,5	12,7

Fonte: IBGE – Estatísticas Históricas do Brasil. Disponíveis em: http://seculoxx.ibge.gov.br/images/seculoxx/economia/contas_nacionais/1_2_scn_consolidado.xls.
Após 1970, os gastos com “Pessoal” incluem as contribuições patronais.

A centralização fiscal expandiu-se, puxada pelo aumento da concentração dos impostos na esfera federal já na década de 1970. Como resultado, em 1973, a União era destinatária de 71,1% do total de impostos enquanto em 1966 a ela se destinavam 66,7% do total. Concomitantemente, se mantém em todo o período a tendência de diminuição da participação dos impostos indiretos que passam de 70% do total em 1966 para 59% do total em 1973, menor valor da série analisada.¹¹⁰

Examinando-se as despesas primárias, já em 1967 ocorre uma elevação de quase 2% do PIB frente ao ano anterior, com sua taxa de crescimento médio alcançando 10,3 p.p. e seu valor médio de 26% do PIB ficando muito superior aos 23% de média no triênio anterior em um cenário de crescimento do PIB nunca experimentado. Quanto as Transferências (% do PIB), sua taxa de crescimento médio foi ainda maior, 12,8 p.p., puxada pelo crescimento da rubrica “assistenciais e de previdência” que tem taxa de crescimento médio de 12,7 p.p. e apresentam valor médio equivalente a 7,52% do PIB frente a apenas 4,97% no triênio anterior. Essa expansão foi motivada pela edição de uma série de Decretos-Lei que estenderam a Previdência Social aos trabalhadores rurais e alteraram a Lei Orgânica da Previdência Social, rural e urbana, ao longo do período.

A “Aquisição de Bens e Serviços Finais” (% do PIB) apresenta incremento de 9,2 p.p. e valor médio de 17,68% do PIB, quase 1% do PIB acima da média do triênio anterior. Analisando sua composição, a compra de Bens e Serviços cresceu abaixo dos demais subcomponentes e perdeu participação fechando o período em 2,9% do PIB. Os gastos com pessoal, a partir de 1970 incluem os encargos patronais, iniciam o período com discreta elevação e, apresentam pela primeira vez, valores acima dos 8% do PIB em 1970 e 1971. A média verificada foi de 7,79% do PIB a maior registrada em todos os subperíodos analisados. Apesar da utilização do arrocho salarial no decorrer da ditadura

¹¹⁰Fonte: IBGE – Estatísticas Históricas do Brasil. Disponíveis em: http://seculoxx.ibge.gov.br/images/seculoxx/economia/contas_nacionais/1_2_scn_consolidado.xls.

militar, os gastos com funcionalismo aumentam e em todos os anos do período 1956-1973 a variável foi a única a não apresentar taxas de variação real anual negativas em nenhum dos anos em análise.

Os anos em que a “Aquisição de Bens e Serviços Finais” se situou nos seus níveis mais elevados tem em comum serem os únicos, no período 1956-1973, em que os Investimentos Públicos (% do PIB) foram superiores a 7% do PIB, registrando 7,27% em 1969 e 1970 e 7,56% em 1972¹¹¹. A evolução do Investimento e sua composição são apresentados na tabela 8, a média dos Investimentos Públicos foi de 6,77% PIB graças a uma taxa de crescimento de 9,4 p.p., para a qual as Estatais contribuíram com crescimento de 10,7 p.p. e o Governo Geral com 8,8 p.p.. Apesar de sua relevante taxa de crescimento houve perda de relevância relativa em virtude de o Investimento Privado ter se mantido crescendo em média 16,4 p.p.

Quanto ao resultado primário (% do PIB), a tabela 7 permite visualizar que em 1967 o déficit foi de 3,57 % o que representou um considerável aumento do déficit frente aos 1,16% registrados em 1966. Em 1968, a conjugação de uma despesa primária praticamente estável com um aumento de 2,7% na receita primária faz com que o déficit primário caia para 0,49%. Em 1969, novamente ocorre um déficit primário acima de 3% em virtude de uma forte expansão das transferências assistências e de previdência, não contrabalançadas por uma expansão equivalente das receitas. A década de 1970 apresenta valores declinantes para o déficit primário devido a manutenção da receita e uma queda das despesas culminando com um superávit primário de 1,5% em 1973, puxado por uma queda nas despesas primárias de quase 3% do PIB em relação a 1972. Entretanto, conforme ponderamos no início da presente seção esses resultados devem ser vistos com cautela pois se levarmos em conta a existência do orçamento monetário e realizarmos

¹¹¹ Em 1969 e 1972 a variável representou 40% ou mais do Gasto Público Total, patamar até então inédito.

uma análise mais profunda “da rubrica “Outras Contas”, da Conta da dívida e do tratamento à remuneração dos depósitos em moedas estrangeiras é suficiente para mostrar que esse superávit é meramente contábil.” (HORTA, P.8, 1981).

Tabela 8
Evolução da composição do Investimento de 1967 a 1973

	Investimento Público		
	Governo Geral	Estatais	Total
1967			
% do PIB	4,6	2,0	6,6
Participação no Investimento Público	70%	30%	
Participação no Investimento Total	29%	12%	41%
1968			
% do PIB	4,4	2,0	6,3
Participação no Investimento Público	69%	31%	
Participação no Investimento Total	24%	10%	34%
1969			
% do PIB	5,4	1,9	7,3
Participação no Investimento Público	74%	26%	
Participação no Investimento Total	28%	10%	38%
1970			
% do PIB	4,4	2,8	7,3
Participação no Investimento Público	61%	39%	
Participação no Investimento Total	23%	15%	39%
1971			
% do PIB	4,3	2,3	6,5
Participação no Investimento Público	65%	35%	
Participação no Investimento Total	22%	11%	33%
1972			
% do PIB	3,9	3,7	7,6
Participação no Investimento Público	51%	49%	
Participação no Investimento Total	19%	18%	37%
1973			
% do PIB	3,7	2,1	5,8
Participação no Investimento Público	64%	36%	
Participação no Investimento Total	18%	10%	28%
1967-1973			
Média (% do PIB)	4,4	2,4	6,8
Participação Média no Investimento Público	65%	35%	
Participação Média no Investimento Total	23%	12%	36%
Taxa de Crescimento (% a.a.)	8,8	10,7	9,4

Fonte: IBGE – Estatísticas Históricas do Brasil. Disponíveis em: https://seculoxx.ibge.gov.br/images/seculoxx/economia/contas_nacionais/4_setor_publico.xls.

Conforme apontamos na seção 2, dentro de um paradigma keynesiano o resultado contábil das finanças públicas não é um bom indicador do real impacto que o setor público exerce sobre as variáveis macroeconômicas. Essa inadequação decorre do impacto diferenciado que os gastos, impostos e transferências exercem sobre a demanda agregada. Por conta disso, na próxima seção abordaremos esse ponto para determinar de forma mais acurada, apesar de todas as limitações supracitadas, o impacto fiscal do Estado brasileiro no período 1956-1973.

4. Análise do Impacto Fiscal na Economia Brasileira.

Apresentado o comportamento das finanças públicas brasileiras passamos para a construção de um indicador que capte o Impacto Fiscal do Estado. O objetivo requer que se defina tanto a Propensão Marginal a Consumir (PMgC) da sociedade quanto que variáveis exercem impactos diretos e indiretos. Quando o governo efetua de forma autônoma um investimento ou compra um bem e/ou serviço do setor privado impacta diretamente a demanda agregada. Logo, esses gastos independem da decisão de consumo de terceiros e não serão ponderados pela PMgC.

Quando, por sua vez, o governo não compra ou contrata diretamente, mas afeta a renda disponível dos indivíduos e, conseqüentemente, suas decisões posteriores de consumo, o impacto sobre a demanda agregada é indireto e deve ser ponderado pela PMgC. Dessa forma, gastos públicos efetuados através de transferências: ‘assistenciais e de previdência’ e subsídios, gastos com pessoal e os impostos produzem impactos indiretos e serão ponderados pela PMgC. É a somatória dos efeitos diretos e indiretos, em conjunto com o multiplicador, que provocam o Impacto Fiscal do governo sobre a economia.

Para além da contabilidade do resultado primário que efetuamos até o momento, existem também receitas e despesas financeiras que devemos avaliar se produzem efeitos sobre a demanda agregada. As receitas financeiras recebidas pelo Estado, estão associadas a

estoques e, portanto, não implicam na redução do consumo dos agentes privados e, conseqüentemente, não impactam a demanda agregada. Quanto as despesas financeiras do Setor Público em benefício do Setor Privado, é razoável supor que seus destinatários possuem altos níveis de renda e, por conta disso, considerar que a PMgC dessas receitas tenda a zero, não impactando a demanda agregada, já que se destinará a aquisição de novos ativos financeiros.

Outra possível fonte de receitas para o Estado advém da exploração econômica de seu patrimônio e de suas atividades agropecuárias, industriais e comerciais, entretanto, não impactam a renda disponível para a compra de bens e serviços e, conseqüentemente, não são incluídas no indicador de impacto fiscal aqui construído. Por fim, as receitas tributárias afetam negativamente a renda e, por essa via, as decisões de consumo, sendo, portanto, incluídas com sinal negativo e ponderadas pela PMgC.

Prosseguindo com a construção do indicador, passamos a definição da PMgC e do multiplicador. Com esse intuito, são usualmente consideradas duas hipóteses extremas: (1) os trabalhadores consomem toda a sua renda e a PMgC é o resultado da divisão da massa salarial pelo PIB; (2) todo o consumo é induzido pela renda, isto é, não existe consumo autônomo e, nesse caso, a PMgC é obtida dividindo-se o Consumo das Famílias pelo PIB.

Para o período 1956-1973 os dados não permitem estimar a PMgC através da hipótese 1, já que, o IBGE só possui dados acerca da massa salarial da economia com qualidade homogênea para todas as atividades econômicas em anos censitários. Dessa forma, a PMgC é definida como $c = \frac{C_{famílias}}{PIB}$ e o multiplicador será dado por $m = \frac{1}{1-c}$. Logo, nosso indicador fica definido da seguinte forma:

$$IF = m (\Delta G + c\Delta P_{\text{Pessoal}} + \Delta I + c (\Delta Tr - \Delta T))$$

Aonde: ΔG é a variação do Gastos do Governo com Bens e Serviços; Δ Pessoal são os gastos com os salários dos agentes públicos; ΔI é a variação do Investimento Público; ΔTr é a variação dos subsídios e transferências assistenciais e de previdência social; ΔT é a variação das receitas fiscais.

De posse do indicador, a seguinte metodologia foi realizada: (1) para deflacionar os dados foi utilizado o deflator implícito do PIB a preços de 1973; (2) calculou-se a variação real das receitas, dos gastos públicos e das transferências para cada ano; (c) dividiram-se as variações pelo PIB real de cada ano; (d) ponderaram-se as receitas e as despesas com a propensão a consumir nos casos em que isso é necessário e calculou-se o impacto fiscal utilizando o indicador recém definido.

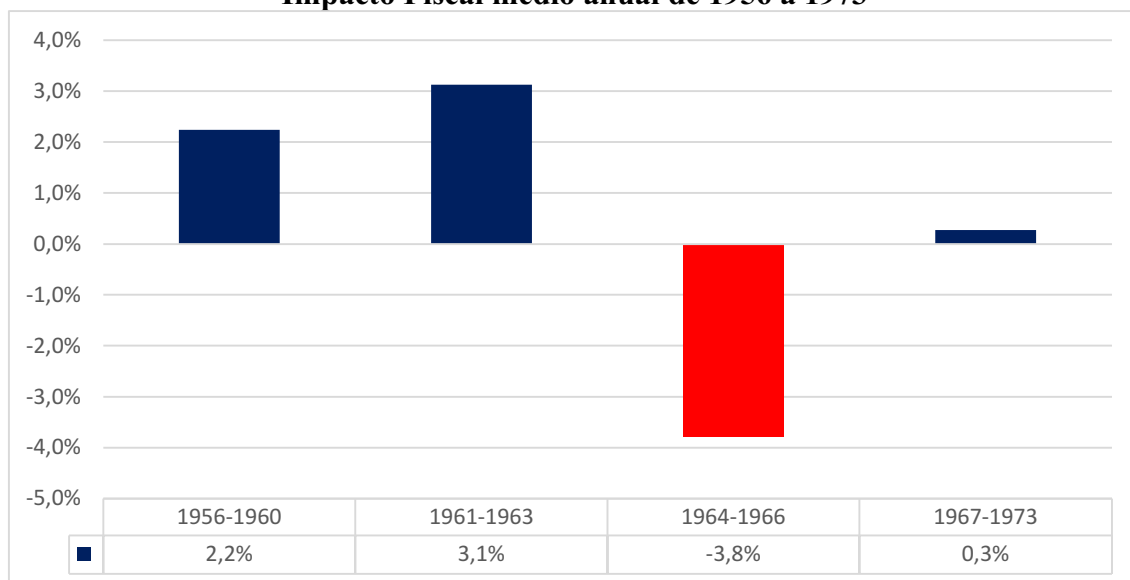
Seguindo o padrão adotado na seção anterior e dada a importância crescente da descentralização administrativa principalmente após a instauração da ditadura militar, calculamos o Impacto Fiscal incluindo o investimento das estatais federais em nossa análise subsequente. Dessa forma, o gráfico 1 condensa as informações e expõe a contribuição média da Política Fiscal para cada um dos subperíodos analisados.

Nos anos JK, o Impacto Fiscal médio ao ano (IFm) do Setor Público foi equivalente a 2,2% do PIB, tendo contribuído positivamente os gastos com Pessoal com um IFm de 2,6% do PIB e os Investimentos com IFm de 2,8% do PIB. Os impostos exerceram influência negativa média de 4,3% do PIB tendo crescido tanto por seu caráter pró-cíclico, o PIB cresceu em média mais de 8% ao ano, quanto em virtude de mudanças tributárias como, por exemplo, a reforma cambial de 1957. Essa composição do impacto negativo dos Impostos fornece, mais uma vez, evidências contrárias a avaliação canônica de que o presidente pautou todo o seu governo exclusivamente pelo objetivo desenvolvimentista¹¹²

¹¹² Ou ao menos fornece evidências de que mesmo que o desenvolvimentismo fosse o único foco, em um ambiente democrático, como o vigente no período, o Presidente não possui autonomia para adotar a política econômica que lhe seja mais cara, dependendo da anuência do Congresso Nacional para avaliar suas

se valendo do uso de uma Política Fiscal expansiva sem se preocupar com as fontes de financiamento.

Gráfico 1
Impacto Fiscal médio anual de 1956 a 1973



Fonte: Estatísticas do Século XX – IBGE, disponível em: <https://seculoxx.ibge.gov.br/economicas/contas-nacionais>.

O período 1961-1963 registra Impacto Fiscal de 7% em 1961 e de 4,3% em 1962 mostrando o dinamismo dos Investimentos postos em prática pelo Plano de Metas. Foi somente em 1963 com a situação política e econômica já completamente deteriorada que o Impacto Fiscal se tornou negativo em 1,9%. O resultado foi um IFm ao ano de 3,1% do PIB mostrando que apesar do discurso oficial do período (Jânio Quadros, gabinetes parlamentares e Plano Trienal) postular a urgência de se adotar uma Política Fiscal restritiva para combater a inflação, considerada um fenômeno de demanda, que a Contribuição do Estado sobre a demanda agregada foi positiva.

Passando ao período 1964-1966, verificamos um IFm negativo de 3,8% do PIB motivado principalmente por um aumento legislado de impostos através da série de mudanças tributárias supracitadas. Em 1966, por exemplo, o Impacto Fiscal negativo dos impostos

ambições e sofrendo pressões externas como, por exemplo, a que levou a breve adoção do Programa de Estabilização Monetária (PEM).

foi o mais elevado do período em decorrência dos resultados da Reforma Tributária, realizada em dezembro de 1965, que além de majorar impostos, aumentou a eficiência na cobrança e atualização dos impostos frente a inflação, aumentando a CTB em quase 2,5% do PIB. Conforme expusemos na análise das finanças públicas, o impacto recessivo só não foi maior devido a crença estatal na existência de investimentos públicos prioritários e que não deveriam ser prejudicados pela contenção inflacionária.

O período 1967-1973 alterna entre impactos fiscais positivos e negativos e registra um IFm de 0,3% do PIB. Para esse resultado tímido contribuiu o crescimento orgânico dos Impostos, impulsionado pelo crescimento médio do PIB acima dos 10% ao ano, que foi responsável por um IFm de -6,1% do PIB. Além disso, esse resultado cotejado ao expressivo crescimento vivenciado traz indícios a favor da relevância de operações fiscais lançadas a descoberto no orçamento monetário, criando um “déficit fiscal disfarçado” que torna o IF encontrado um limite inferior para o verdadeiro Impacto Fiscal do Setor Público no decorrer do “Milagre Econômico”.

Considerações Finais

O presente ensaio buscou em um primeiro momento construir uma visão, por assim dizer, keynesiana de Política Fiscal baseada nos trabalhos de Lerner (1943), Kalecki (1944) e Haavelmo (1945) e mas contemporaneamente nos trabalhos do grupo de economistas que seguindo a tradição de Paul Davidson, nos EUA, e influenciados no Brasil pelo economista Fernando Cardim de Carvalho, formaram o que chamamos de escola pós-keynesiana. Esse arcabouço permitiu estabelecer que um mesmo resultado orçamentário pode não afetar ou gerar tanto impactos negativos quanto positivos sobre a demanda agregada. Além disso, ressaltou a importância da composição da despesa pública, já que, impacta a demanda agregada tanto de forma direta quanto indireta. Mostrou-se que os gastos com bens e serviços e os Investimentos impactam diretamente enquanto os gastos

com pessoal, transferências e impostos (este último negativamente) afetam indiretamente a demanda agregada ao alterarem a renda disponível dos agentes e, dessa forma, suas decisões posteriores de consumo.

Dessa forma, ficou clara a necessidade de se analisar a evolução das finanças públicas, o que é realizado na terceira seção e, posteriormente, de se utilizar um indicador de Impacto Fiscal nos moldes do estabelecido em Bastos, Rodrigues e Lara (2015) cuja construção diferencia e mensura os diferentes impactos levando em conta a Propensão Marginal a Consumir das Famílias e o efeito multiplicador, para determinar a real influência da Política Fiscal sobre a economia. Para cumprir esses objetivos dividimos o período 1956-1973 em 4 subperíodos de acordo com as mudanças estruturais e políticas que motivaram oscilações na Política Fiscal: (i) 1956 a 1960 – Juscelino Kubitschek (JK) e o Plano de Metas; (ii) 1961 a 1964 – A instabilidade político econômica e o Golpe Militar; (iii) 1964 a 1967 - Castelo Branco e o PAEG; (iv) 1967 a 1973 – Delfim Netto e o “milagre econômico”.

Ao analisarmos as Finanças Públicas constatamos no governo JK que a elevação do Investimento Público foi a principal responsável pelo aumento da despesa pública total o que produziu efeitos positivos sobre o crescimento e a produtividade da economia. Por sua vez, os dados não permitem afirmar ter havido descontrole das finanças públicas, uma vez que, as receitas também se mantiveram crescendo tanto de forma orgânica quanto legislada resultando em um déficit primário marginalmente superior ao lustro anterior. Ao avaliar a contribuição da Política Fiscal sobre o crescimento foi constatado seu impacto positivo sobre o crescimento com um IFm de 3% ao ano.

Quanto ao triênio que vai de 1961 a 1963 verificou-se a queda da CTL média em quase 2% do PIB frente a quinquênio anterior e um crescimento da despesa primária de 7,1 p.p., fazendo com que a rubrica feche o período com média 1,4% do PIB acima da média dos

anos JK. Essa conjugação de fatores promoveu uma piora do resultado primário no triênio em comparação com os anos JK. A finalização do bloco de Investimentos do Plano de Metas fez com que a variável se mantivesse crescendo a taxa de 3,7 p.p. apesar do conturbado cenário político e econômico. Ao avaliarmos a Contribuição da Política Fiscal no período vemos que está foi negativa apenas em 1963 explicitando o dinamismo dos Investimentos postos em prática pelo Plano de Metas e resultando em uma contribuição positiva do Setor Público de aproximadamente 3% ao ano. Assim sendo, constatamos que a retórica constante acerca da necessidade de uma Política Fiscal restritiva não saiu do campo das ideias para o campo dos fatos.

De 1964 a 1966 constamos a realização de importantes reformas tributárias e financeiras. No bojo das reformas financeiras destaca-se a criação do Banco Central e do CMN e de um mercado de dívida pública. Quanto as mudanças tributárias, fica claro que elas possibilitaram o crescimento legislado dos Impostos e geraram uma taxa de crescimento média de 15,9 p.p. resultando numa expressiva elevação da CTB média frente ao triênio anterior. A Despesa Primária apresentou taxa de crescimento positiva puxada pelos Investimentos que cresceram 8,2 p.p.. Dessa forma, podemos afirmar que o PAEG foi bem sucedido em reduzir o déficit primário expandindo mais do que proporcionalmente as receitas em relação as despesas e que manteve os Investimentos a cargo do Setor Público conforme previsto no documento original do plano. Entretanto, a contribuição do Setor Público gerou um IFm negativo de 3,8% do PIB motivado principalmente pelo IFm de -6,4% do PIB dos Impostos.

De 1967 a 1973, foi verificada a necessidade de qualificação dos dados em virtude da reciclagem de instrumentos como o Orçamento Monetário e a Conta Movimento que permitiram, na prática, que o BB não perdesse a condição de Autoridade Monetária e levaram a criação de um “déficit fiscal disfarçado”. Além disso, a reconfiguração

institucional realizada por Delfim Netto fez com que o CMN se transformasse em um órgão com total autonomia para direcionar e conduzir o processo de desenvolvimento brasileiro.

Nesse sentido, tanto a melhora do resultado primário, que se torna superavitário em 1973, quanto a contribuição do setor público para o processo de crescimento, devem ser analisados com cautela. O lançamento de gastos tipicamente fiscais a descoberto no orçamento monetário provoca um duplo efeito: o resultado primário na verdade representa um “teto” enquanto o IFm passa a representar um “pisso” para os valores reais de ambas as variáveis.

REFERÊNCIAS

- ABREU, M.P. “A Ordem do Progresso.” Rio de Janeiro, Editora Campus, 1990.
- ALESIGNA, A.; ARDAGNA, S. “*Tales of Fiscal Adjustment.*” *Economic Policy*, v.13, n.27, p. 489-585, 1998.
- ALMEIDA, J. S. G. “As financeiras na reforma do mercado de capitais: o descaminho do projeto liberal.” Dissertação de mestrado, Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Filosofia e Ciências Humanas, SP, 1980.
- ALMEIDA, J. S. G. “A crise do mercado paralelo de letras: causas e consequências sobre a reforma financeira de 1964-66.” Texto para discussão 43, UFRJ, Instituto de Economia, RJ, 1984.
- ASPROMORGOU, T. “*Keynes, Lerner and the question of public debt. History of Political Economy*”, v.46, n.3, p.409-430, 2014.
- Associação Promotora de Estudos da Economia (APEC) “A economia brasileira e suas perspectivas 2” Editora APEC, Rio de Janeiro, 1963.
- Associação Promotora de Estudos da Economia (APEC) “A economia brasileira e suas perspectivas 3” Editora APEC, Rio de Janeiro, 1964.
- ABREU, M.P. A Ordem do Progresso. Rio de Janeiro, Editora Campus, 1990.
- BAER, W. “*Industrialization and economic development in Brazil*” *The economic growth Center, Yale University, Illinois, 1965.*
- BANCO INTERAMERICANO DE DESENVOLVIMENTO “O mercado brasileiro de capitais” *Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos*, México, 1968.
- BARBOSA, F.H. “A inflação brasileira no pós-guerra: monetarismo versus estruturalismo” Rio de Janeiro, IPEA, INPES, 1983.
- BARBOSA, F.H. “Ensaio sobre a Inflação e Indexação” Rio de Janeiro, FGV, 1987.
- BARRO, R. J. “*Are Government Bonds Net Wealth?*” *Journal of Political Economy*, v.82, p.1095-1117, 1974.
- BASTIAN, E. *et al*, “*Some stylized facts on external shocks and inflation upsurge in Brazil, 1951-1985.*” *Texto para discussão 43, UFRJ, Instituto de Economia, Rio de Janeiro, 2016.*
- BASTOS, C. P. “Inflação e estabilização.” Em: FIORI, J. L.; MEDEIROS, C. (Orgs.). *Polarização mundial e crescimento*. 1. ed. Petrópolis: Vozes, 2001.
- BASTOS, C. P.; PEREIRA, B. R. “Revisão crítica da hipótese da ocorrência de poupança forçada entre 1956 e 1963.” Em: *Anais do XI Congresso Nacional de Economia Política da Sociedade de Economia Política, Espírito Santo, 2006.*

BASTOS, C; RODRIGUES, R.; LARA, F.M. “As finanças públicas e o impacto fiscal entre 2003 e 2012: 10 anos de governo do Partido dos Trabalhadores.” *Ensaio FEE*, Porto Alegre, v. 36, n. 3, p. 675-706, dez. 2015.

BENEVIDES, M. U. “Considerações sobre a política monetária brasileira: o caso do BB no período 1945-1960” São Paulo: Universidade de São Paulo, Faculdade de Economia e Administração, Departamento de Economia, 1981.

BERGSMAN, J.; MALAN, P. “A Estrutura de Proteção Industrial no Brasil” Em: *Revista Brasileira de Economia*, Rio de Janeiro, 24(2) : 97-144, abr./jun. 1970.

BERTOCCO, G. “*The Role of credit in a Keynesian monetary economy.*” *Review of Political Economy*, Vol. 17, Number 4, 489–511, October 2005.

BIELCHOWSKY, R. “O pensamento econômico brasileiro: o ciclo ideológico do desenvolvimento.” Ed. Contraponto, 5ª edição, Rio de Janeiro, 2004.

BLANCHARD, O. J.; SUMMERS, L; H. *Rethinking Stabilization Policy: Evolution or Revolution? NBER Working Paper No. 24179 December 2017.*

BNDE “Exposição sobre o Programa de Reparelhamento Econômico de 1968” disponível em <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/2651>. Acesso em 01/07/2020.

CAMPOS, F. “Estratégias de desenvolvimento nacional: o papel do capital estrangeiro entre o segundo governo vargas e o governo Castelo Branco (1951-1966).” Dissertação de mestrado, Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia, SP, 2003.

CAMPOS, R. “O Problema da habitação no Brasil.” *Digesto Econômico*, São Paulo, (181) :8-20, jan./fev. 1965.

CAPUTO, A. C.; MELLO, H. P. “A industrialização brasileira nos anos de 1950: uma análise da Instrução 113 da SUMOC.” *Estatística Econômica*, São Paulo, v.39, n.3, p.513-538, julho-setembro de 2009.

CARDOSO, R. F. “Política Econômica, reformas institucionais e crescimento: A experiência brasileira (1945-2010)” in VELOSO, F. et al (org.) “Desenvolvimento Econômico: uma perspectiva brasileira, Rio de Janeiro, Editora Elsevier, 2013.

CARVALHO, F. “Equilíbrio fiscal e política econômica keynesiana.” *Revista Análise Econômica*, Porto Alegre, ano 26, n.50, p.7-25, Set. de 2008.

CESARATTO, S. “Initial and Final Finance in the monetary circuit and the theory of effective demand.” *International Review of economics*, *Metroeconomica*, University of Siena, 2016.

CESARATTO, S. “The state spends first: Logic, facts, fictions, open questions.” *Journal of Post Keynesian Economics*, 39:1, 44-71, 2016.

CHRISTOFFERSEN, L. E. “Taxas de juros e a estrutura de um sistema de bancos comerciais em condições inflacionárias: O caso do Brasil.” *Revista Brasileira de Economia*, Rio de Janeiro, Vol. 23(2): 5-34 abril/jun 1969.

COHEN, P. "Modern Monetary Theory Finds an Embrace in an Unexpected Place: Wall Street." *New York Times*, 5 de abril de 2019. Disponível em: <https://www.nytimes.com/2019/04/05/business/economy/mmt-wall-street.html>. Acesso em: 23/05/2019.

COLISTETE, R. P. “Salários, produtividade e lucros na indústria brasileira, 1945-1978.” *Revista de Economia Política*, v29, n4 (116), p.386-405, outubro-dezembro/2009a.

COLISTETE, R. P. “Revisiting Import-Substituting Industrialization in Brazil: Productivity Growth and Technological Learning in the Post-War Years”. In: XV World Economic History Congress, 2009, Utrecht. XV World Economic History Congress, 2009b.

CONJUNTURA ECÔNOMICA “O grau do desenvolvimento do sistema bancário no Brasil” Rio de Janeiro, FGV, Vol. 13(4): 45-49, abril de 1959.

CONJUNTURA ECÔNOMICA “Problema habitacional e inversões privadas.” Estudo especial, Rio de Janeiro, FGV, Vol. 17(3): 49-60, mar. 1964.

CONJUNTURA ECÔNOMICA “Influência de Fatores individuais sobre o Salário” Estudo especial, Rio de Janeiro, FGV, Vol. 20(5): 53-59, maio de 1966.

CONJUNTURA ECÔNOMICA “Rentabilidade do mercado brasileiro de ações: 1955/71” Estudo especial, Rio de Janeiro, FGV, Vol. 26(12): 49-52, dezembro de 1972.

CONJUNTURA ECÔNOMICA “As instituições financeiras não monetárias 1947/72” Estudo especial, Rio de Janeiro, FGV, Vol. 26(12): 54-60, dezembro de 1972.

CORRÊA, V. P. “A Estrutura de financiamento brasileira e a oferta de financiamento de longo prazo ao investimento.” Tese de doutoramento, Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia, 1995.

CONTAS NACIONAIS DO BRASIL 1947/1961. Em: *REVISTA BRASILEIRA DE ECONOMIA*, 1972.

COSTA, M.H.; ZERKOWSKI, R.M. “Estimando as variações macroeconômicas: a contribuição do IBRE.” Em: *CONJUNTURA ECONÔMICA*, v.35, n.10, 1981.

CRUZ, P. D. “Notas sobre o financiamento de longo prazo na economia brasileira do após-guerra. *Economia & Sociedade*, Campinas, (3), 65-80, 1994.

DALZIEL, P. “*The Keynesian Multiplier, Liquidity Preference, and Endogenous Money*, *Journal of Post Keynesian Economics*, 18:3, 311-331, 1996.

DAVIDSON, P. “*Finance, funding, saving, and investment*”, *Journal of Post Keynesian Economics*, 9 (1), pp. 101–10, 1986.

DIAGNÓSTICO PRELIMINAR “Macroeconomia Situação Monetária, creditícia e do mercado de capitais (1957-1964).” EPEA, Rio de Janeiro, 1966.

FERREIRA, E. F. “Administração da dívida pública e a política monetária no Brasil” Rio de Janeiro: Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais: Associação Nacional de Dirigentes de Instituições de Mercado Aberto, 1974.

FISCHLOWITZS, E. “Política habitacional.” Revista do Serviço Público, Rio de Janeiro, p. 26-37, 1965.

FRANCO, G.H. “A moeda e a lei: uma história monetária brasileira – 1933-2013.” Ed. Zahar, 1ª edição, Rio de Janeiro, 2017.

FRIEDMAN, M. *The role of monetary policy*, *American Economic Review*, v.58, p.1-17, 1968.

GIAMBIAGI, F. et al (org.). “Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004).” Rio de Janeiro, Campus, 2016.

GOBETTI, S. W. Tópicos sobre a Política Fiscal e o ajuste fiscal no Brasil. Tese de Doutorado, Universidade de Brasília, Departamento de Economia, Brasília, 2008.

GREMAUD, A. P. et al (org.). “Economia Brasileira Contemporânea.” 7. ed. São Paulo, Atlas, 2017.

HAAVELMO, T. *Multiplier Effects of a balanced budget*. *Econometrica*, *New York*, v.13, n.4, p.341-392, Oct. 1945.

HERMANN, J. Ascensão e queda da Política Fiscal: de Keynes ao “autismo fiscal” dos anos 1990-2000. UFRJ, Instituto de Economia, p. 1-16, 2006.

HORTA, M. H. Atribuições das Autoridades Monetárias no Brasil e Formulação do Orçamento Monetário. Textos para discussão interna nº36, IPEA/IPES, Julho de 1981.

KALECKI, M. *Three ways to full employment. The economics of full employment*. Basil Blackwell Oxford, 1944.

KEYNES, J. M. “*A Treatise on Money*, in *The Collected Writings of John Maynard Keynes*”, Vol. 5-6. London: MacMillan. 1929.

KEYNES, J. M. “*Alternative Theories of the Rate of Interest*,” *The Economic Journal*, Vol. 47, No. 186, 241-252, 1937a.

KEYNES, J. M. “*The ‘Ex-Ante’ Theory of the Rate of Interest*,” *The Economic Journal*, Vol. 47, No. 188, 663-669, 1937b.

KEYNES, J. M. “*The General Theory of Employment, Interest and Money*.” London: Palgrave/MacMillan, 2007.

LAGO, L.C.A. “Uma revisão do período do ‘Milagre’: Política Econômica e crescimento” Departamento de Economia, PUC, RJ, Dezembro de 1989.

LAGO, L.C.A. “A retomada do crescimento e as distorções do “Milagre”: 1967-1973. Em: ABREU, M.P. A Ordem do Progresso. Rio de Janeiro, Editora Campus, 1990.

LAGO, P. C. A “Sumoc como embrião do Banco Central: sua influência na política econômica, 1945-1965.” Dissertação de Mestrado, PUC, Rio de Janeiro, 1982.

LAVOIE, M. “*The monetary and fiscal nexus of neo-chartalism: a friendly critique.*” *Journal of Economic Issues*, v.47, n.1, p. 1-32, 2013.

LAVOIE, M. “*Post-Keynesian Economics: New Foundations*”, Chapter1. *Essentials of heterodox and post-Keynesian economics*, Edward Elgar Publishing Ltd, p.1-71, 2014.

LERNER, A., “*Functional Finance and the federal debt*”. *Social Research*, v.10, n.10, p. 38-51, Feb 1943.

LERNER, A., “*Money as a Creature of the State.*” *The American Economic Review*, Vol. 37, No. 2, *Papers and Proceedings of the Fifty-ninth Annual Meeting of the American Economic Association*. (May, 1947), pp. 312-317.

LESSA, C. “Quinze anos de política econômica.” Cadernos do Instituto de Filosofia e Ciências Humanas, Campinas, Unicamp, 1981.

LIMA, H., F. “História política-econômica e industrial do Brasil” 2.ed São Paulo: Companhia Editora Nacional, 1976.

LOPES, F. “Inflação e nível de atividade no Brasil: um estudo econométrico” In: Pesquisa e Planejamento Econômico, 12 (3): 639 - 670, dezembro de 1982.

LUCAS, R. E.; SARGENT, T. J., “*Rational Expectations and Econometric Practice.*” *University of Minnesota Press*, v.1 1981. www.jstor.org/stable/10.5749/j.ctttssh5. Acesso em 22 June 2020.

MCKINNON, R. “*Money and Capital in Economic Development.*” *Brookings Institution*, 1973.

MENDONÇA, L. “A política habitacional de 1964.” *Revista de Ciência Política*, Rio de Janeiro, Vol. 23(3), P.141-161, 1980.

MESQUITA, M. “1961 – 1964: A política econômica sob Quadros e Goulart” dissertação de mestrado, Rio de Janeiro, PUC, 1992.

MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO E COORDENAÇÃO ECONÔMICA (MPCE) “Aspectos Macroeconômicos”. Em: Plano Decenal de Desenvolvimento Econômico e Social, TOMOII, Aspectos Macroeconômicos, Vol. 2, Política Monetária e Mercado de Capitais, Brasília, 1967.

MODIANO, E. “A dinâmica de salários e preços na economia brasileira 1966/81” Em: Pesquisa e Planejamento Econômico, abril de 1983.

MONTORO FILHO, A. F. “Moeda e sistema financeiro no Brasil” Instituto de Planejamento Econômico e Social, série PNPE – IPEA/INPES, 1982.

MOURA DA SILVA, A. “Intermediação Financeira no Brasil: origens, estrutura e problemas.” São Paulo, USP – FEA, 1978.

NETO, J. L. “O conservadorismo em construção: o Instituto de Pesquisas e Estudos Sociais (IPES) e as reformas financeiras da ditadura militar (1961-1966).” Dissertação de mestrado, Universidade Estadual de Campinas, Instituto Economia, SP, 2008.

OHLIN, B.; ROBERTSON, D.; HAWTREY, R. “*Alternative Theories of the Rate of Interest: Three Rejoinders,*” *The Economic Journal*, Vol. 47, No. 187, 423-443, 1937.

OLIVEIRA, F. “A evolução da estrutura tributária e do fisco brasileiro: 1889-2009.” 2009. Em: tributação e equidade no Brasil: um registro da reflexão do Ipea no biênio 2008-2009. Orgs. HAMILTON, C.; CASTRO, J.; RIBEIRO, J., Brasília, 2010.

ORENSTEIN, L.; SOCHACZEWSKI, A. C. “Democracia com desenvolvimento: 1956-1961” In: ABREU, M.P. A Ordem do Progresso. Rio de Janeiro, Editora Campus, 1990.

PAEG - Programa de Ação Econômica do Governo 1964-1966. Documentos EPEA - no 1, Rio de Janeiro: 1964.

PASTORE, A. C.; PINOTTI, M.C. “O PAEG e as políticas econômicas dos anos 1960 e 1970” In: MOURA, A. R. (org.). Paeg e Real: dois planos que mudaram a economia brasileira, Editora FGV, 2007.

PAULA, L. F. de; ALVES JR., A. J. “Comportamento dos bancos, percepção de risco e margem de segurança no ciclo minskiano.” *Análise Econômica*, Rio Grande do Sul, ano 21, n. 39, p. 137-162, mar. 2003.

PECHMAN, C. “O mercado paralelo de dólares no Brasil.” Tese de doutorado, EPGE/FGV, Rio, 1983.

PELAEZ, C. M.; SUZIGAN, W. “História Monetária do Brasil: análise da política, comportamento e instituições monetárias” Rio de Janeiro, Ipea/Inpes, 1976.

RESENDE, A.L., “A Política Brasileira de Estabilização 1963/68”, in *Pesquisa e Planejamento Econômico* 12(2), dezembro 1982.

RESENDE, A. L. “Uma armadilha conceitual’ A crise da macroeconomia” *Valor Econômico*, 8 de março de 2019. Disponível em: <https://www.valor.com.br/cultura/6149939/andre-lara-resende-escreve-sobre-crise-da-macroeconomia>. Acesso em: 23/05/2019.

RIBEIRO, Casimiro Antônio. Casimiro Ribeiro I (depoimento, 1975/1979). Rio de Janeiro, CPDOC, 121 p. dat., 1981.

SCHUMPETER, J. A. *“The Theory of Economic Development: An inquiry into profits, capital, credit, interest and the business cycle.”* Cambridge: Harvard University Press, 2008.

SARGENT, T. J; WALLACE, N. “Some unpleasant monetarist arithmetic.” In *Monetarism in the United Kingdom* (pp. 15-41). Palgrave Macmillan, London, 1984.

SERRANO, F. “Acumulação e gasto improdutivo na economia do desenvolvimento”, in Fiori, J.L.; Medeiros, C. (org.), *Polarização Mundial e Crescimento*, Petrópolis: Editora Vozes, 2001.

SERRANO, F. *“Inflation Dynamics from a Sraffian standpoint.”* Mimeo, Instituto de Economia, UFRJ, 2005.

SHEARD, P. *“Repeat after me; Banks cannot and do not ‘Lend Out’ Reserves”* *Economic Research, Standard & Poor’s*, 2013.

SHILLER, R. J. " Modern Monetary Theory Makes Sense, Up to a Point." *New York Times*, 29 de março de 2019. Disponível em: <https://www.nytimes.com/2019/03/29/business/modern-monetary-theory-shiller.html>
Acesso em: 23/05/2019.

SIMONSEN, M. H. “O mercado brasileiro de capitais.”, EPEA, Documentos EPEA nº2, RJ, 1965.

SIMONSEN, M. H.; CAMPOS, R. O. (1974). “A Nova Economia Brasileira.” José Olympio, Rio de Janeiro.

SOCHACZEWSKI, A.C. “Desenvolvimento econômico e financeiro do Brasil: 1952-1968.” São Paulo, Editora Trajetória Cultural, 1993.

STIRATI, A. *“Inflation, Unemployment and Hysteresis: an alternative view.”* *Review of Political Economy*, v. 13, n. 4, 2001.

SUZIGAN et al, “O financiamento de projetos industriais no Brasil” Rio de Janeiro, Coleção Relatórios de Pesquisa, IPES-IPEA, 1974.

SUZIGAN, W.; PEREIRA, J. E. de C.; ALMEIDA, R. A. G. de. “Financiamento de projetos industriais no Brasil.” Rio de Janeiro: IPEA/INPES: Relatório de Pesquisa, nº 9, 1974, 2 edição, 420p.

TAVARES, M. C. “O sistema financeiro brasileiro e o ciclo de expansão recente.” Em: L.G. Belluzzo e Renata Coutinho (org.) *Desenvolvimento capitalista no Brasil - ensaios sobre a crise - vol. II*. Editora Brasiliense, SP, 1983.

TERZI, A. *“The Independence of Finance from Saving: A Flow of-Funds Interpretation”* *Journal of Post Keynesian Economics*, 9:2, 188-197, 1986.

UNITED NATIONS *System of National Accounts and Supporting Tables. STUDIES IN METHODS*, n.2, NEW YORK, 1953. Acesso em 22/06/2020 <https://unstats.un.org/unsd/nationalaccount/docs/1953SNA.pdf>.

VELOSO, M.A.; SOUZA, A.; “Fazendo as Contas Nacionais.” Em: CONJUNTURA ECONÔMICA, v.61, n.11, p.72-77, 2007.

VELOSO, F. et al (org.) “Desenvolvimento Econômico: uma perspectiva brasileira, Rio de Janeiro, Editora Elsevier, 2013.

VIANA, A L. A. “O BNDE e a industrialização brasileira- 1952/62.” Dissertação de mestrado, Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia, SP, 1981.

VILLELA, A. “Dos ‘anos dourados’ de JK a crise não resolvida” Em: GIAMBIAGI, F. *et al* (org.). Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004), Rio de Janeiro, Campus, 2016.

VILLELA, A. “As empresas do governo federal e sua importância na economia nacional – 1956/1960.” Em: REVISTA BRASILEIRA DE ECONOMIA, Rio de Janeiro, v.16, n.1, p.97-113, 1962.

WERNECK, A. “As atividades empresariais do governo federal no Brasil.” Arnaldo de Oliveira Werneck. Em: REVISTA BRASILEIRA DE ECONOMIA, Rio de Janeiro, v.23, n.3, p.89-110, 1969.

WOODFORD, M. (1998). “Public debt and the price level” (Vol. 38). mimeo.

WRAY, L.R. “From the State Theory of Money to Modern Money Theory: An Alternative to Economic Orthodoxy.” Working Paper No. 792, Levy Economics Institute, 2014.