

**XIII Congresso Brasileiro de História Econômica e
14ª Conferência Internacional de História de Empresas**

Criciúma, 24, 25 e 26 de setembro de 2019



**CONSIDERAÇÕES ACERCA DO FINANCIAMENTO PÚBLICO E DA INFLAÇÃO
NO PLANO DE METAS**

Pedro Vasconcellos Costa

Carlos Pinkusfeld Monteiro Bastos

CONSIDERAÇÕES ACERCA DO FINANCIAMENTO PÚBLICO E DA INFLAÇÃO
NO PLANO DE METAS

*SOME CONSIDERATIONS ON THE PUBLIC FINANCING AND THE INFLATION IN THE
PLANO DE METAS*

Pedro Vasconcellos Costa¹

Carlos Pinkusfeld Monteiro Bastos²

RESUMO

O Plano de Metas (PM) consistiu em um esforço desenvolvimentista concentrado, resumido no lema da campanha de JK, “50 anos em 5”, e, de forma geral, foi bem-sucedido. 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 estabeleceu uma ligação umbilical entre o financiamento monetário do gasto público e a inflação, basicamente de demanda, sem que maiores considerações teóricas e empíricas fossem aprofundadas. Mesmo os autores estruturalistas, ao se valerem da “hipótese da poupança forçada” também aproximavam suas análises da visão ortodoxa em termos de interpretar a inflação do período como resultado de um processo de excesso de demanda. Entretanto, a luz das recentes contribuições da análise econômica, 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. 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

¹ Doutorando em Economia da Indústria e da Tecnologia pela Universidade Federal do Rio de Janeiro.

² Professor adjunto da Universidade Federal do Rio de Janeiro.

programa de pesquisa, que já conta com uma ampla literatura brasileira e internacional, diz respeito à crítica da teoria de inflação baseada em excesso de demanda e, ao mesmo tempo, apresentação de uma interpretação alternativa tendo como elemento central o conflito distributivo e, especificamente no caso dos países em desenvolvimento, a questão da instabilidade externa ligada ao conflito distributivo doméstico (ver Bastos, 2001; Serrano 2005, Stirati, 2001); finalmente, na questão do financiamento do setor público, e especificamente da relação entre o Governo e o Banco Central e da consequência desta sobre as taxas de juros e no próprio gasto privado, uma vasta literatura ligada a Modern Monetary Theory (MMT) vem tendo grande impacto não apenas no mundo acadêmico (ver Lavoie, 2013; Wray, 2014; Cesaratto, 2016) quanto na esfera política tanto no Brasil quanto nos EUA (ver Resende, 2019; Cohen, 2019; Shiller (2019), etc.). Assim, a partir destes referenciais teóricos e trabalhos empíricos a eles associados, o presente artigo busca contestar, especificamente, duas leituras canônicas da história econômica do período do PM: (i) o de que o financiamento público por emissão monetária é necessariamente inflacionário, logo foi o principal responsável pela aceleração inflacionária no período em tela, e que tal não ocorreria se fosse financiado via venda de títulos ao governo; (ii) a existência de um processo de extração de poupança forçada dos trabalhadores como importante instrumento de financiamento do desenvolvimento brasileiro. Com esse intuito, o presente artigo inicia com uma breve revisão geral do período do Plano de Metas, em seguida analisa a institucionalidade do Sistema Financeiro Brasileiro e o financiamento do Governo pela Autoridade Monetária. Por fim, analisamos o comportamento da inflação buscando uma interpretação alternativa à interpretação dominante.

Palavras-chave: Economia brasileira; inflação; financiamento público; poupança forçada; conflito distributivo.

Keywords: Brazilian economy; inflation; public financing; forced savings distributive conflict.

1.1 Panorama Geral

A trajetória da economia brasileira, especialmente, a partir dos anos 1950, deve ser caracterizada como 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 põe 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)³ e uma perspectiva de aumento da produção interna.

O primeiro ano do governo Kubitschek, registrou um crescimento de “apenas” 2,9%, o PIB per capita não cresceu, mas a entrada em vigor de uma política desenvolvimentista propiciou uma grande aceleração do crescimento, exemplificada, já em 1957, por um PIB real de 7,7% e um crescimento real médio de 8,1% ao ano durante todo o governo. O crescimento acelerado foi o 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)⁴.

Houve uma tendência de crescimento para todos os componentes da demanda agregada, em termos médios, o crescimento do Consumo do Governo e das Famílias foi muito próximo ao do PIB, o que sinaliza, para uma certa estabilidade da fração do consumo. Entretanto, essa estabilidade “ponto a ponto” não correspondeu ao comportamento nos diferentes anos do período. O Consumo do Governo* apresentou caráter mais errático que o Consumo das Famílias*, entretanto, ambos apresentaram crescimento médio de 8,2% ao ano.

³Durante 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).

⁴ Fonte: IBGE – Diretoria de pesquisas – departamento de Contas Nacionais. *População estimada para 1 de julho, dados estimados pelo DÉPIS/IBGE.

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. *Todos os valores a preços de 1955.

No tocante ao Investimento, a tabela 2 explicita que houve 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 no período. O Investimento em máquinas e equipamentos teve papel central para a expansão do Investimento apresentando 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 período⁵. A FBKF em construção apresentou suas maiores taxas de crescimento real nos 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, contando com escalas tais que, a produção e, conseqüentemente, a demanda doméstica, em muito superam a limitada capacidade de importação prévia. Por outro lado, 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.

⁵ 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.

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.

O comportamento da balança comercial brasileira é exposto na tabela 3, deixando claro 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 30%. Entretanto, como o PIB cresceu 47,5%⁶, 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 financiado⁷ 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 Cambial em 1957, o regime de bonificações fixas em quatro categorias manteve-se inalterado, resultando na manutenção de um câmbio valorizado, uma vez que a inflação atingia patamares crescentes, diminuindo a competitividade dos produtos da pauta de exportação. Por conta disso, as exportações brasileiras diminuem aproximadamente 10%, de US\$1.423 milhões para US\$1.270 milhões⁸.

⁶ Fonte: Conjuntura Econômica e Boletim do Banco Central do Brasil.

⁷ Para 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\$1.499 milhões de dólares e, *ceteris paribus*, o saldo da balança comercial apresentaria um déficit de US\$228,6 milhões, isto é, quase 10 vezes maior do que o registrado.

⁸ Boletim do Banco Central do Brasil 1965.

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

Ano	Importações	Exportações			Saldo da Balança Comercial	Termos de Troca (1955 = 100)
		Café	Outras	total		
1955	1.104	844	579	1.423	319	100,0
1956	1.016	1.030	452	1.482	466	100,8
1957	1.285	846	516	1.362	77	99,2
1958	1.179	688	555	1.243	64	95,7
1959	1.210	744	538	1.282	72	92,4
1960	1.293	713	557	1.270	-23	86,8

Fonte: Conjuntura Econômica e Boletim do Banco Central do Brasil.

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, uma vez que, as receitas líquidas das operações cambiais iam para o Fundo de Ágios e Bonificações gerenciado pelo BB e apropriadas pelo TN. Assim sendo, essa operação consistia em 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

Durante todo este 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, ainda que, nos últimos 3 anos de governo, o valor tenha sido crescente, aumentando de 2% para quase 3 % em proporção do PIB⁹.

O Investimento direto estrangeiro (IDE) apresentou tendência declinante, apesar do tratamento preferencial dado a ele pela política cambial¹⁰ e da Instrução 113, que permitia a realização de Investimentos sem cobertura cambial, na forma de

⁹ Fonte: Ipeadata.

¹⁰ 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.

mercadorias/equipamentos direcionados 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.¹¹ Apesar do sucesso da medida, a participação desse tipo de investimento na Formação Bruta de Capital Fixo¹² Total foi em média de 8,7%, ocorrendo seu ápice, em 1957, quando foi responsável por 11,4% do Total¹³.

Outro dado que demonstra a crescente dificuldade de financiamento externo e, conseqüentemente a elevação da suscetibilidade econômica brasileira a choques cambiais, é a perda persistente de reservas internacionais, alcançando em 1960 uma redução de cerca de 43% do seu valor inicial em 1956. O saldo líquido dos empréstimos oficiais junto ao FMI, ingressos descontados das amortizações, somou US\$122 milhões. Ao final do Plano de Metas, crescentes déficits em transações correntes e uma retração do IDE acabaram por resultar em uma ampliação do financiamento por créditos externos, naturalmente, levando a uma ampliação da dívida externa em cerca de 30%.

Em 1958, o Brasil solicitou ao Eximbank, principal financiador externo do país, um empréstimo que foi condicionado a obtenção de um aval junto ao Fundo Monetário Internacional (FMI); Brasil deveria conter a inflação e o déficit do BP. Assim sendo, como se repetiria futuramente na história econômica brasileira, a restrição externa, além dos impactos diretos sobre o crescimento, tem um efeito indireto sobre a economia 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.

2. 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

¹¹ Fonte: Ipeadata.

¹² Descontando-se o setor de construção civil.

¹³ Fonte: IBGE - diretoria de pesquisas – departamento de contas nacionais.

CONSIDERAÇÕES ACERCA DO FINANCIAMENTO PÚBLICO E DA INFLAÇÃO NO PLANO DE METAS

financeiro maduro o suficiente para permitir o financiamento necessário. A dominância dessa interpretação é ainda mais significativa, em termos de formação de um consenso intelectual sobre a questão, por constar dos principais livros textos utilizados nas universidades brasileiras e que, coerentemente, são bibliografia obrigatória no concurso nacional para a acesso à pós-graduação (exame da ANPEC).

No livro “Desenvolvimento Econômico: Uma perspectiva brasileira” a análise do governo JK estabelece que o Estado brasileiro “Não dispo 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:

... o aumento do estoque de moeda só se tornará um processo inflacionário caso o processo de emissão monetária continue, isto é, persista o déficit público. Sendo assim, o combate à inflação de demanda implica eliminar o déficit público, de modo a estancar a emissão monetária. (GREMAUD ET AL, 2017, P.103)

Posteriormente, analisando especificamente o PM afirma 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” estabelece:

...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 tendo como referência a moderna literatura da MMT ganha uma enorme especificidade dadas as limitações institucionais do sistema financeiro no período.

Num sistema monetário usual, ainda que o Tesouro Nacional seja financiado diretamente pelo Banco Central (ou pela Autoridade Monetária; agente com capacidade de emissão primária de moeda estatal), a Autoridade Monetária e/ou Governo podem emitir dívida pública que será utilizada para operacionalizar a fixação de uma taxa de juros básica de curto prazo.

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 normal 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 Central.

Ademais, a própria institucionalidade da operação de um interbancário “normal” operando com dívida pública, não existia. “As poupanças financeiras eventualmente geradas no período até 1964 não encontravam grandes alternativas, preferindo o público colocá-las sob a forma de depósitos à vista” (FERREIRA, 1974, P.21). Diante do exposto, começaremos a próxima subseção analisando a evolução e a institucionalidade do SFB na década de 1950.

2.1 A evolução e a institucionalidade do SFB na década de 1950

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 financeiro privado; (iv) os bancos públicos financiavam a produção agrícola e industrial, de maior risco, e os investimentos em capital fixo de longo prazo, podendo recorrer à emissão; (v) os bancos privados realizam empréstimos de curto prazo e tinham por principal fonte de recursos os depósitos à vista.

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, podendo obter recursos tanto através do uso dos compulsórios sob sua responsabilidade e/ou do seu acesso ilimitado ao redesconto. 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) Que 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 o Banco do Brasil.
- c) A fixação de um teto nominal de juros pela SUMOC, relativamente baixo frente a taxa de inflação do período¹⁴ se constituía numa rigidez para a atuação da

¹⁴Ao longo da década de 1950, a SUMOC baixou uma série de Instruções abordando a definição de taxas

CONSIDERAÇÕES ACERCA DO FINANCIAMENTO PÚBLICO E DA INFLAÇÃO NO PLANO DE METAS

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 uma criação de crédito, poder de compra, que pode se originar diretamente da Autoridade Monetária ou do setor privado. A diferença entre sistemas de financiamento direto/moeda (pela Autoridade Monetária) ou indireto/dívida (pelo setor privado) será determinada pela forma como o Banco Central opera sua relação com o Tesouro Nacional. Dado que os Bancos Centrais são compradores de dívida emitida pelo governo, a situação contábil final de ambas as operações tende a se igualar¹⁵, ou seja: mesmo que 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, isto é, 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 passivos¹⁶¹⁷.

Assim, é crucial para que o impacto macroeconômico de um déficit público seja nulo, em termos da parcela dos gastos privados influenciados pela taxa de juros, 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 monetária. Uma vez que, o Banco Central opere da forma esperada, uma venda ao público de títulos do governo não eleva a taxa de juros

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 ao longo da referida década.

¹⁵ Ver Lavoie, 2013; Cesaratto, 2016; Wray, 2014.

¹⁶ 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 no interbancário, elevando a taxa 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.

¹⁷ 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.

básica, assim como, o financiamento monetário direto não a reduz. Ou seja: seu impacto indireto via taxa de juros não ocorre.

Como já mencionado, na década de 1950, esse não era exatamente o caso do BB, além da limitação operacional relacionada ao teto do juro nominal em um cenário de aceleração inflacionária, não havia um mercado interbancário operando com títulos públicos¹⁸, 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 muito grande para analisar as taxas de juros efetivas do período. Assim, qualquer estudo que se proponha, ou se propusesse, a estabelecer uma relação direta entre financiamento monetário e inflação deveria, obrigatoriamente, estabelecer uma conexão teórica e empírica com as taxas de juros da economia. Esse aliás, seria o primeiro passo de uma explicação que ainda dependeria da clara explicitação de canais de transmissão que possam ter existido, para que uma expansão do gasto público e privado (supostamente por uma pressão baixista sobre a taxa de juros) tenha gerado um excesso de demanda sobre o produto potencial da economia, ou mesmo pressionado o mercado de trabalho acima da oferta de pleno emprego.

Assim, 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, ou seja, este 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 seria 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

¹⁸Os títulos públicos, eram adquiridos apenas compulsoriamente pelos bancos comerciais, exportadores e importadores quando obrigados por lei.

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. No tocante 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”¹⁹ e aponta para a existência de uma estrutura legal composta por muitas instituições, pouco coordenadas, gerando, em algumas situações, políticas contraditórias²⁰.

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. Assim sendo, 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.

¹⁹ 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.

²⁰ 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 instâncias institucionais de gasto e receita, fazem com que a análise seja feita com o devido reconhecimento de suas limitações empíricas.

CONSIDERAÇÕES ACERCA DO FINANCIAMENTO PÚBLICO E DA INFLAÇÃO NO PLANO DE METAS

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	15.393,00	12.416,00	685,00	3.567,00	144,00	32,21	4,0%
1956	29.770,00	14.254,00	567,00	2.625,00	132,00	47,35	4,6%
1957	59.593,00	14.321,00	460,00	3.578,00	134,00	78,09	6,2%
1958	90.677,00	13.366,00	354,00	3.652,00	119,00	108,2	7,0%
1959	46.073,00	12.818,00	308,00	5.682,00	83,00	64,96	2,8%*
1960	103.226,00	12.762,00	312,00	7.796,00	21,00	124,1	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 economia²¹. 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, dependeria da capacidade da Autoridade Monetária fixar os juros básicos da economia. Apenas uma mudança institucional que englobaria vários elementos, como o fim na Lei da Usura (sem a qual uma institucionalidade “normal” Tesouro Nacional - Banco Central seria irrelevante), seria capaz de permitir essa operação no governo. Entretanto, como buscaremos mostrar na seção 3, não é claro que a expansão do total do gasto público e privado, no período, tenha sido superior ao crescimento da oferta.

Examinada a operacionalidade do financiamento do Setor Público, devemos examinar o financiamento dos gastos do Setor Privado, uma vez que, as particularidades do sistema financeiro, tanto no que diz respeito à atuação do BB quanto a incapacidade de se estabelecer uma taxa básica de juros real, devem ser esmiuçadas nos seus possíveis impactos sobre o crédito ao setor privado.

²¹ Dada a supracitada dificuldade de previsão orçamentária vigente, as magnitudes das variações diárias do saldo da conta do TN no BB não eram 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.

2.2 O financiamento ao setor privado do PM

No decorrer do período aqui analisado, as taxas de juros nominais estavam limitadas nominalmente por lei. Entretanto, os bancos, se por um lado, respeitavam o teto relativamente aos poupadores, por outro, se valiam de diversas práticas para aumentar as taxas dos empréstimos²² acima do máximo legal. À medida que a inflação se acelerava, as taxas de juros reais foram progressivamente se tornando desfavoráveis para os poupadores e provocaram uma queda gradativa dos depósitos a prazo, que pagavam taxas de juros negativas muito próximas a dos depósitos à vista e ainda restringiam a liquidez dos aplicadores. Para os bancos, o diferencial entre as taxas aplicadas aos depósitos, de qualquer espécie, e as cobradas nos empréstimos era tão grande, que a meta era maximizar o volume de depósitos, independentemente de sua modalidade.

O deslocamento do perfil dos depósitos em direção ao curto prazo, foi convenientemente seguido pelos bancos comerciais em relação aos seus empréstimos: houve uma concentração no financiamento de capital de giro, em detrimento dos segmentos de médio e longo prazo. Essa composição dos ativos dos bancos era, assim, compatível com a forma de captação dos mesmos. Quanto à composição setorial dos empréstimos ao setor privado, esta ficou em linha com os objetivos do PM, elevando a participação da indústria. Apesar da forte elevação do PIB e de um grande adensamento bancário, fruto da estratégia de aumentar as possibilidades de captação de depósitos, o volume de empréstimos concedidos pelo sistema bancário ao setor privado não cresceu de forma correspondente em termos reais.

Por conta disso, expandiu-se a atividade de Sociedades de Crédito Financiamento e Investimento (SCFI) que burlavam a Lei da Usura através da criação de fundos de participação e da negociação de letras de câmbio. Apesar de burlar a Lei da Usura, o mercado manteve um grande diferencial entre as taxas de captação e aplicação, assim como o sistema bancário tradicional, e levou ao desenvolvimento de um mercado paralelo de “letras diretas” que remuneravam de forma mais vantajosa os poupadores (se

²² Promoviam a elevação das taxas efetivas de juros através da cobrança de comissões, custos de cobrança, manutenção de saldos mínimos, sistemas de desconto antecipado e etc.

apropriavam dos benefícios da eliminação dos intermediários e da não tributação.).

Para Sochaczewski (1993), dada a incipiência das fontes de financiamento ao setor privado, as fontes de recursos alternativas para a indústria foram: (i) recursos financeiros disponibilizados entre empresas e associados a contratos com o Setor Público²³; (ii) créditos de fornecedores externos; (iii) mercado paralelo; (iv) investimento direto estrangeiro; (v) créditos de agências de desenvolvimento e subsídios cambiais a importação de equipamentos; (vi) concessão de crédito subsidiado de Longo Prazo pelo BNDE²⁴ e Banco do Brasil; (vii) pela concessão de avais a empréstimos externos pelo BNDE.

O BNDE, foi a principal agência de fomento do PM e teve entre suas fontes iniciais mais importantes os recursos do Fundo de Reparcelamento Econômico²⁵. Ao longo do programa, sua capacidade operacional ampliou-se, à medida que, foram aumentando suas fontes de recursos²⁶ e foram criados em seu interior grupos executivos para dar maior celeridade a execução do PM. Responsáveis por formular e assessorar a execução da política aplicável a cada setor industrial, a autonomia de tais órgãos advinha de sua vinculação direta a Presidência da República, o que garantia sua independência frente aos Ministérios e ao Poder Legislativo.

Logo, como apontado anteriormente, não se pode estabelecer uma conexão direta, dentro dos parâmetros ortodoxos, entre o financiamento direto do governo e uma taxa de juros

²³ Postula que as linhas de crédito do BB ao Tesouro Nacional, eram transferidas ao setor privado, via programas de obras públicas. Assim, o empréstimo ao setor público fluía para o setor privado e dava origem ao financiamento entre empresas, através da compra e venda de letras de câmbio via financeiras ou mercado paralelo, que foi uma importante fonte de fundos comerciais e industriais, adicionando-se ao crédito bancário propriamente dito.

²⁴ A Lei 2.973, 1956, isentava o BNDE do cumprimento da Lei da Usura, levando-o a desenvolver uma carteira de empréstimos onde era permitida a correção monetária sobre o valor histórico do capital.

²⁵ Apesar da sua importante posição para o fomento/financiamento do setor privado 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.

²⁶ Prorrogou-se o Adicional do Imposto de Renda e houve a criação de fundos setoriais a disposição dos grupos executivos. Quando se elaborou o Plano de Metas, já existiam o Fundo Federal de Eletrificação, o Fundo de Renovação e Melhoramento das Ferrovias e o Fundo de Pavimentação. Em 1956, a Lei nº 2.975 garantiu que 16% das cotas do Imposto Único sobre Combustíveis e Lubrificantes seriam depositados no BNDE para constituir o capital social da Rede Ferroviária Nacional. Especificamente para o PM foram criados o Fundo de Marinha Mercante e o Fundo Portuário Nacional.

que ficasse abaixo da “natural”, causando um eventual excesso de demanda gerador de inflação. A formação das taxas de juros cobradas ao setor privado era complexa, dependendo de arranjos institucionais muito peculiares e/ou o fornecimento de crédito público, que seguia uma lógica própria, não relacionada diretamente a nenhuma pressão de mercado.

Do ponto de vista do desenvolvimento econômico, as decisões de investimento contavam com o financiamento de instituições oficiais, o qual, pelo próprio ritmo de crescimento econômico, parece ter sido adequado, ou dito de outra forma, não há qualquer indicação empírica que uma suposta limitação de financiamento tenha sido elemento restritivo ao processo de acumulação. Entretanto, não se pode supor, a priori, que esse processo de acumulação acelerado tenha causado processos agregados de excesso de demanda, criando poupança forçada para o setor privado, como será melhor discutido mais à frente. Por outro lado, a própria inadequação do sistema de crédito ao consumo parece não ter sido capaz de transmitir um impacto positivo da taxa de juros para a aquisição de bens duráveis, muito embora, a falta de opções para alocar as poupanças geradas tenha dado algum impulso ao setor da construção civil, mitigado pela Lei do Inquilinato.

Uma segunda questão, diz respeito à alocação da riqueza privada em um ambiente de taxas de juros reais negativas. Mais precisamente, a repartição da riqueza líquida em títulos do governo ou mesmo aplicações financeiras e uma eventual fuga de ativos de rendimento nulo ou negativo. O risco que o país correu, devido a remuneração negativa dos detentores de riqueza, foi o de uma fuga de capital. Entretanto, analisando-se os dados do BP, pode-se verificar que não há crise cambial por fuga de capital, ou seja, os juros domésticos baixos não parecem ter afetado essa variável²⁷.

3 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

²⁷ Obviamente que esta variável depende muito da institucionalidade da conta de capital, ou seja, a fuga de capitais numa situação de limitação à livre mobilidade, considerada atividade ilegal, não tem relação automática apenas com o diferencial de juros domésticos e externos, mas também com a capacidade do governo de fazer valer o controle de remessas ao exterior.

direto do TN pela Autoridade Monetária é insuficiente para explicá-la²⁸. Entretanto, mais que uma interpretação convencional “monetarista”²⁹, essa era uma leitura que ultrapassava as barreiras da ortodoxia. Constata-se que mesmo os autores estruturalistas, ao adotarem a hipótese de poupança forçada, aproximavam seus diagnósticos da abordagem ortodoxa da inflação como um fenômeno de demanda.

O conceito de poupança forçada desenvolvido por esses autores considera que a inflação de demanda afeta negativamente os salários reais dos trabalhadores diminuindo suas possibilidades de consumo e promovendo uma transferência de renda dos trabalhadores, que tendem a ter poupança nula, para os capitalistas que possuem maior propensão a poupar. Nesse processo, ocorre o aumento da poupança da economia, através da chamada “poupança forçada dos trabalhadores”.

Assim sendo, a inflação latino-americana era 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:

²⁸ 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) o 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.

²⁹ Esse foi o nome genérico dado aos autores que entendiam o fenômeno inflacionário como resultante de excesso de demanda resultante de descontrole 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 forte críticos do ativismo de política econômica com consequências negativas sobre a inflação.

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.

A tabela permite constatar uma elevação da arrecadação tributária, que era majoritariamente composta de impostos indiretos, até um pico de 15,83% em 1958. Houve um aprofundamento da atuação do Estado através do aumento da participação no PIB das variáveis relativas à atuação do Setor Público enquanto agente dinamizador/condutor da economia. Entretanto, houve 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 uma etapa crucial.

Por essa razão, o Investimento Público 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 apenas na indústria, foco principal do Plano de Metas. 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 aí os inerentes a compra do café em razão de uma produção que excedeu a oferta criando estoques volumosos. É interessante notar, que a despeito da elevação do gasto, graças à dinâmica da arrecadação tributária não houve uma elevação persistente do déficit público, que, em 1960, estava no

mesmo nível do último ano observado no governo anterior.

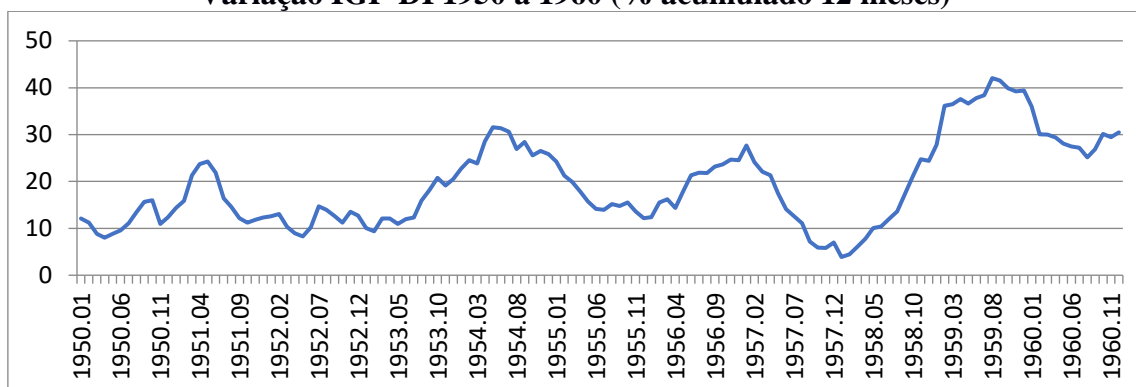
Ainda que, não possamos fazer qualquer juízo de valor quanto aos valores do déficit em abstrato, é de se notar, que em termos tanto históricos como nacionais, os valores apresentados não podem ser caracterizados como “elevados”. Muito menos podemos dizer que tenha havido um descontrole do déficit público que causasse uma aceleração persistente da inflação, ainda que, os dados disponíveis devem ser considerados com algum cuidado em sua 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 clara e incontroversa entre déficit e aceleração da inflação.

Com o intuito de aprofundar a análise das explicações da inflação baseadas na hipótese de existência de excesso de demanda, construímos o gráfico 1, apresentando 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.

Se cotejarmos o comportamento do gráfico 1 com os dados relativos ao comportamento do Setor Público, podemos fazer uma observação genérica sobre o comportamento muito 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 trivial³⁰.

³⁰ 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.

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



Fonte: Ipeadata.

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 brasileira³¹. Em Lopes (1982), o autor analisa o período 1952-1981 e questiona a ideia de buscar a estabilização através do controle da demanda 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 choques externos para explicar a inflação brasileira. Debruçando-se sobre o mesmo tema, 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).

Além disso, não havia disponível, calculado por alguma instituição de pesquisas e estatística como IBGE ou FGV, nenhum indicador 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”, 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 no período reforça a dúvida quanto à existência de um coeficiente significativo do desemprego para a inflação. Ou seja, mesmo uma pressão por elevação

³¹ Trabalhos desse tipo, mesmo que abordando períodos distintos, podem ser encontrados em, Barbosa (1983;1987), Modiano (1983), Resende (1982).

nominal dos salários poderia ser absorvida pelo forte crescimento da produtividade do trabalho. *Ex 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, pode-se considerar que houvesse uma pressão de demanda sobre o PIB potencial. Assim, adotar-se-á aqui 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 dinâmica 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 lucratividade³². Dessa forma, posteriores elevações dos salariais nominais e a criação de uma espiral câmbio-salários-preços-câmbio explicariam as acelerações inflacionárias na maioria dos casos na segunda metade do século XX.

³² 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).

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)

Assim, 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). 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%³³. A partir de então, a taxa de câmbio começa a recuar e consistentemente a taxa de inflação desacelera no segundo semestre³⁴.

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 nominais³⁵. 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 forte aumento, mas pode-se supor que outros preços principalmente ligados a cesta básica

³³ Revista de Conjuntura Econômica v(7), 1955, p.20-22 e v(10), 1956, p.11-13.

³⁴ 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 tiveram uma média mensal no segundo semestre levemente superior à do primeiro (1,96% contra 1,44%) o que acabou contribuindo para uma inflação agregada crescente.

³⁵ 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%.

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 a inflação. Evidentemente, que a interrupção de um espiral câmbio-salário só é factível, sem perdas de uma das 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 conseqüente 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 impossibilitava 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. Ademais, a aceleração da inflação, tendo esta alcançado valores nominais elevados, introduz um importante componente inercial que tornava políticas tradicionais de estabilização altamente ineficientes³⁶.

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 cortes de subsídios não conseguiram nem mesmo ter efeito muito positivo sobre o déficit, dada a política de compra de café, e muito menos sobre a inflação, tendo efeito inverso! Tal situação, tornou as negociações com o FMI cada vez mais complexas e, em junho de 1959, JK rompe com o FMI e, em agosto, o PEM é abandonado. A partir desse momento,

³⁶ 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 poderia 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.

a política macroeconômica é administrada pragmaticamente com o relaxamento de todas as metas do PEM.

Retomando, agora, 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.³⁷ Esta, seria melhor representada pelo consumo induzido. 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 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, respondendo a uma dinâmica de choque externo e propagando-se devido ao conflito distributivo (ou tentativa de proteção salarial). Podemos perceber, mais especificamente, que em 1956, por exemplo, 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.

³⁷ 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

³⁸ A distribuição funcional da renda estuda de que forma a renda da economia se divide entre salários e lucros. Uma possível definição do Custo Unitário do Trabalho (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.

CONSIDERAÇÕES ACERCA DO FINANCIAMENTO PÚBLICO E DA INFLAÇÃO NO PLANO DE METAS

A discussão anterior, sobre custo unitário do trabalho, envolve dois elementos muito importantes do período: a trajetória do salário real e da produtividade. A evolução dessas variáveis é apresentada na tabela 6. A evolução 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 intra setores 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		Custo Unitário do Trabalho (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.

Contata-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, o que reforça a ideia de que a hipótese de poupança forçada, através da redução dos salários em consequência de uma inflação causada por excesso 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)

Considerações Finais

O governo JK executou um programa ousado de crescimento acelerado e mudança estrutural com ênfase na industrialização, que ficou conhecido como Plano de Metas. Esta etapa importantíssima no processo de desenvolvimento da economia brasileira ocorreu, entretanto, numa conjuntura externa desfavorável, com deterioração dos termos de troca e da conta de transações correntes. Neste período, nossa balança comercial ainda dependia quase totalmente de bens primários e especialmente do 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. Entretanto, a combinação de crescimento acelerado e restrição externa, acabou por exercer uma grande influência sobre a aceleração da inflação no período.

O nexos entre o câmbio e a inflação, entretanto, 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, exercer uma demanda que seja superior ao produto potencial máximo da economia. O financiamento monetário poderia 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 nexos 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 fortemente negativa, em tese, poderia ter um impacto sobre o gasto privado levando-o para um valor que cause um excesso de demanda na economia. Certamente, para um autor marginalista essa seria uma taxa abaixo da taxa natural e, conseqüentemente, inflacionária, mas, novamente, repetimos que tal taxa não tem nenhuma relação com a forma de financiamento do governo tampouco como tamanho de seu déficit.

Entretanto, como vimos nesse artigo, o setor privado tinha formas e estratégias para tentar cobrar taxas de juros positivas dos seus tomadores de capital de giro e, 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, o um suposto fenômeno inflacionário por excesso de demanda, a inflação deve ser cotejada com os fatos do período.

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 já permitiu eliminar a existência de uma possível correlação entre as variáveis. Do lado da arrecadação fiscal, não ocorreu sua expansão em proporção do PIB, o que é um fato estilizado do século XXI, e que acompanha o processo de acumulação de capital e mudança estrutural brasileiro. Aumentou a parcela da carga tributária relacionada a 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. Entretanto, não ocorreu uma elevação persistente do déficit que aponte de forma clara e indiscutível a relação entre déficit público e inflação,

como fazem crer a grande maioria dos autores sobre o período.

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. Mostramos que não havia na economia brasileira um trade-off de longo prazo entre consumo e investimento e, portanto, de que a “hipótese da poupança forçada” é 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 buscamos construir 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.

Referências Bibliográficas

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.

BASTIAN, E. et al “*Some Stylized Facts on External Shocks and Inflation Upsurge in Brazil, 1951 – 1985*” Texto para discussão 028, Instituto de Economia, Ufrj, Rio de Janeiro, 2016.

BASTOS, C. P. “Inflação e estabilização.” In: 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.” In Anais do XI Congresso Nacional de Economia Política da Sociedade de Economia Política, Espírito Santo, 2006.

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.

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.

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

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.

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.

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

LAVOIE, M. The monetary and fiscal nexus of neo-chartalism: a friendly critique. *Journal of Economic Issues*, 47(1), 1-32, 2013.

LESSA, C. “Quinze anos de Política econômica” Campinas: Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Filosofia e Ciências Humanas: Brasiliense, 1981.

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

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

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

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

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

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.

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.

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.

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

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.

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