

## Aspectos monetários do Governo Dutra (1946-1951)

*Luhan Martins Reigoto<sup>1</sup>*

*Fernando Augusto Mansor de Mattos<sup>2</sup>*

*Luiz Fernando Cerqueira<sup>3</sup>*

### **Resumo**

O pilar central e foco principal de atenção da política econômica do governo Dutra foi o combate à inflação, considerado o problema econômico mais importante a ser enfrentado durante o mandato. A primazia conferida à estabilidade de preços fez com que as políticas fiscal, cambial e monetária ficassem subordinadas ao controle do nível de preços e fossem utilizadas no intuito de atender a este objetivo. A política monetária foi conduzida de forma a limitar as emissões monetárias, tidas como alimentadoras da inflação pelos gestores da política econômica, marcadamente na gestão Correia e Castro, embora o Banco do Brasil em seu caráter híbrido de autoridade monetária, banco do governo e banco comercial, atuasse em alguns momentos de forma conflitante com os interesses da pasta da Fazenda, privilegiando as necessidades creditícias das classes “produtoras” durante a gestão Guilherme da Silveira, que viria a substituir Correia e Castro na Fazenda, passando a implementar políticas monetária e fiscal mais flexíveis, alinhadas aos anseios produtivos domésticos.

*Palavras-chave: inflação; moeda; crédito.*

---

<sup>1</sup> Mestre em economia pelo PPGE-UFF (contato: lmreigoto@gmail.com).

<sup>2</sup> Doutor em economia e professor da Faculdade de Economia da UFF.

<sup>3</sup> Doutor em economia e professor da Faculdade de Economia da UFF.

Os autores agradecem as críticas, sugestões e comentários dos Profs. Drs. Eduardo Bastian (UFRJ) e Victor Leonardo de Araújo (UFF). As opiniões expressas e os erros remanescentes são de responsabilidade dos autores.

## **Introdução**

A inflação foi encarada como o principal problema da economia brasileira pelo governo Dutra (1946-1951), e seu combate, o objetivo central da política econômica. Os gestores da política econômica brasileira à época compartilhavam uma visão monetarista de inflação de demanda, que seria o excesso de gastos públicos, financiados por emissão monetária, o principal responsável pela elevação do nível geral de preços no país. Logo, o combate à inflação passava pela condução das políticas fiscal e monetária de forma restritiva. Tal visão seria compartilhada especialmente entre os economistas de pensamento ortodoxo, como os Ministros da Fazenda Gastão Vidigal e Correia e Castro, os dois primeiros ocupantes da pasta durante a administração Dutra, perdendo relevância durante a gestão Guilherme da Silveira, terceiro e último ocupante da pasta no período.

A análise das políticas monetária e creditícia no Brasil implica compreender o papel Banco do Brasil, que assumia os papéis de banco central e principal banco comercial do país. Enquanto autoridade monetária, adotou políticas restritivas por quase todo o período, ao passo que, como banco comercial e principal financiador da atividade produtiva brasileira, teve uma atuação mais voltada para a expansão do crédito doméstico. Cabe destacar que a partir de 1949 o governo Dutra passa a adotar contornos mais expansionistas para a política monetária, a partir da nomeação de Guilherme da Silveira, até então presidente do Banco do Brasil, para a pasta da Fazenda. Assim, o presente trabalho está estruturado em duas seções, além desta introdução. A primeira destaca as principais interpretações acerca da inflação brasileira, enquanto a segunda destaca a atuação do Banco do Brasil como banco central e banco comercial. As considerações finais encerram o artigo.

## **A inflação brasileira**

De acordo com Bastos (2001, 2004), a inflação passava ao centro da agenda nacional conforme sua aceleração, durante o período de guerra, incomodava as massas urbanas. Entre 1939 e 1946 o custo de vida nas cidades do Rio de Janeiro e São Paulo teria duplicado e triplicado, respectivamente. A consequência desse processo econômico e social central foi a criação de um espaço para críticas a um governo que lançava mão do sucesso na condução da economia para legitimar sua capacidade de gestão e a crescente regulamentação estatal sobre a atividade econômica. As principais

interpretações para a inflação no período foram de cunho liberal. Bulhões defendia que a elevação dos preços seria resultante não apenas do desabastecimento inerente a uma economia de guerra, como também dos déficits fiscais e da emissão de moeda correspondente, propondo uma política creditícia seletiva para o combate à inflação englobando a diversidade conjuntural dos vários ramos econômicos. Gudín adotava um discurso semelhante ao de Bulhões, adicionando os lucros extraordinários dos industriais brasileiros em função da proteção contra a competição internacional propiciada pela economia de guerra como uma das causas da inflação. Conforme a escalada do nível de preços, as interpretações liberais sobre a inflação se fortaleciam, gerando críticas ao protecionismo desejado pelos industriais nacionais para o período do pós-guerra. De forma geral, a literatura coloca como causas principais da aceleração inflacionária do período de guerra a ampliação das emissões monetárias, as limitações de oferta externas, como o bloqueio de importações, e internas, como o desaparelhamento.

A campanha liberal que marcou a crise do Estado Novo teve como pontos fundamentais a discrepância entre o autoritarismo interno e o alinhamento ao “mundo livre” no combate ao fascismo e a questão da inflação, relacionada ao autoritarismo político e intervencionismo econômico, em detrimento ao desabastecimento oriundo do período de guerra. Para o enfrentamento da inflação, seria necessário não apenas políticas de estabilização baseadas no controle de crédito e do gasto público, como também a correção do estilo de desenvolvimento, com maior apoio ao setor agrícola e a restauração dos mercados distorcidos pela ação estatal. A estabilização monetária se daria basicamente pela contenção de impostos e despesas públicas e pela restauração da eficiência alocativa do livre mercado através da redução da proteção comercial e da atração de filiais estrangeiras via modificações nos códigos nacionalistas e do regime cambial, além de privatizações. Os lucros extraordinários dos industriais seriam minorados com a entrada de produtos importados de boa qualidade e baixo preço, diminuindo a inflação. E as empresas estatais absorveriam em menor quantidade os poucos recursos fiscais e financeiros nacionais, reduzindo a carga dos contribuintes e direcionando as filiais internacionais à setores onde poderiam atuar com maior eficiência e eficácia, sobretudo nos setores de infraestrutura e de extração mineral (BASTOS, 2010, 2011).

Segundo Figueiredo Filho (2005), o ponto central da política econômica interna do período Dutra foi o combate à inflação, tida como um grande inimigo devido a seus

efeitos econômicos, sociais e morais, que destruiria a riqueza e distribuiria arbitrariamente o resíduo. Desde 1942 o regime varguista vinha encarando anseios democráticos e otimismo quanto ao desenvolvimento econômico do país, de modo que a adoção de uma política contracionista de controle monetário, tal como apregoado pela ortodoxia, não poderia ser adotada sem prejuízos à atividade econômica. A criação da Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC) em 2 de fevereiro de 1945 com o Decreto-lei n. 7.293/45 gerou expectativas de uma melhor coordenação entre as políticas fiscal e monetária e consequente redução da inflação, cuja persistência acarretava apreciação cambial e perda de competitividade das exportações, além de compartilhar a interpretação ortodoxa de que a expansão monetária e a inflação eram causa e efeito. Os instrumentos de controle da ampliação dos meios de pagamentos a disposição da SUMOC eram a elevação do recolhimento compulsório para evitar o aumento do crédito, o financiamento do déficit público via emissão de títulos públicos para evitar a emissão monetária ou sua compra e venda para regular os meios de pagamento e alterar a taxa de redesconto para afetar a decisão de se recorrer a este.

A administração Dutra, em particular o Ministério da Fazenda durante a gestão Correia e Castro, identifica a inflação, que alcançara patamar próximo a 20% a.a. entre 1944 e 1945, como o problema mais grave a ser enfrentado pela política econômica. O déficit orçamentário contínuo da União por mais de vinte anos era visto como o principal responsável pela elevação do nível de preços segundo gestores da política econômica. Na visão do Banco do Brasil (BB), conforme o relatório de 1946, a inflação teria como causas os desequilíbrios orçamentários do governo, a expansão exagerada de crédito bancário e a demanda reprimida por bens durante a guerra, que seria resolvida com uma ampla liberalização de importações tal como implementado no início do mandato de Dutra, até a crise cambial de 1947. A liberalização de importações aliada a sobrevalorização do cruzeiro, cuja paridade estava fixada no patamar de 1939 a despeito da inflação ocorrida no período, fomentaria as importações ainda mais, afetando negativamente o nível de preços, na visão dos formuladores da política econômica. Ao passo que a expansão monetária descontrolada fosse considerada a principal causa da inflação pelo pensamento liberal, a SUMOC temia o poder detido pelo BB em relação às matérias monetária e cambial, uma vez que o banco teria um potencial incontrolável de expansão creditícia (LAGO, 1982).

Conforme Malan *et al.* (1980), a literatura considerava que a aceleração do processo inflacionário a partir de 1939 teria três causas básicas, os saldos positivos obtidos no balanço de pagamentos entre 1939 e 1946, os desequilíbrios financeiros dos governos federal e estaduais financiados de forma supostamente inflacionária e a expansão excessiva de crédito pelo BB aos setores público e privado e pelos bancos comerciais ao setor privado. Em relação ao setor externo, sua contribuição para a inflação seria diminuta, a despeito da alta nos preços das exportações, uma vez que a taxa de câmbio progressivamente sobrevalorizada permitia uma taxação implícita sobre o comércio exterior, transferindo ganhos ao setor industrial por importações relativamente mais baratas. Os déficits no balanço de pagamentos brasileiro a partir de 1947 também indicavam que as causas principais da inflação seriam de origem interna. Em relação ao papel das finanças públicas sobre a inflação, o problema não seria a alta taxa de crescimento dos gastos públicos durante o período, mas sim o nível de gasto ser incompatível com uma forma de financiamento não inflacionária, decorrente da inadequação da estrutura tributária brasileira. Por fim, a contribuição do setor monetário para a inflação se deu por meio da decisão das autoridades monetárias e do sistema bancário, em menor escala, em financiar os gastos públicos e privados por meio de uma ampliação contínua da oferta de moeda, cujo efeito se decompunha em elevação do produto real, do nível de preços e redução da taxa de juros. Contudo, não se pode estabelecer uma relação causal direcional predeterminada entre o aumento da oferta de moeda e a alta dos preços, tal como uma abordagem monetarista ingênua.

A política econômica interna idealizada e praticada pelo governo Dutra visou combater a inflação via corte dos gastos públicos e redução do papel do Estado na economia (SARETTA, 1995b, 2002). Os problemas do período varguista herdados pela nova administração seriam a inflação, a especulação em alimentos e imóveis, o desgaste e a necessidade de reequipamento do setor industrial que lucrou muito com a guerra. Conforme o diagnóstico mais difundido, a inflação decorria principalmente dos saldos comerciais gerados por meio da expansão das exportações e da redução das importações durante o período de guerra, forçando o governo a comprar divisas e, em troca, emitir moeda, ocasionando a alta do nível de preços. A especulação em gêneros alimentícios, resultante das dificuldades de abastecimento decorrentes da guerra e da pouca atenção governamental dada ao setor agrícola, também era tida como uma importante causa da inflação. O descaso do governo em relação à agricultura produziu um outro fator

alimentador do processo de elevação dos preços, a especulação imobiliária que aumentava os preços de imóveis e alugueis, uma vez que o pouco apoio ao setor agrícola incentivava a migração da população rural em direção à cidade (SARETTA, 2000).

Na visão de Vianna (1987, 2014) e Vianna e Villela (2011), a inflação era tida como o maior e mais imediato problema a ser enfrentado pela política econômica durante a administração Dutra, diagnosticada oficialmente como decorrente principalmente dos déficits orçamentários da União que se acumulavam nos últimos anos, devendo ser tratada adequadamente por meio de políticas fiscal e monetária severamente contracionistas. A inflação alcançara níveis próximos a 20% entre 1944 e 1945, sendo diagnosticada como causada por excesso de demanda a ser combatido por uma combinação de uma política monetária contracionista, visando reduzir o gasto privado, e uma política fiscal austera, visando pôr fim aos déficits orçamentários que se acumulavam há vinte anos. Após a posse de Correia e Castro no Ministério da Fazenda, adotam-se políticas monetária e fiscal contracionistas, pautadas na contenção do investimento público e redução da emissão monetária a quase zero, visto que estas eram dependentes do déficit público e do superávit no balanço de pagamentos, possibilitando uma redução da inflação.

A aceleração do processo inflacionário a partir de 1949 pode ser explicada por argumentos de cunho estruturalista, posto que a oferta doméstica já havia perdido a capacidade de absorver expansões de demanda, mobilizando estoque ou intensificando o uso da capacidade produtiva a curto prazo. Em primeiro lugar, os processos de industrialização e urbanização acabavam por pressionar a relativamente rígida oferta de produtos agrícolas em função da estrutura fundiária, modificando os preços relativos em prol do setor agrícola, culminando em alta geral no nível de preços. Em segundo lugar, a elevação dos preços de exportação gerava uma pressão inflacionária. Em terceiro lugar, o esgotamento relativo das margens de capacidade ociosa na indústria e na economia em geral acaba por pressionar os preços para cima (VIANNA, 1987, 2014).

A inflação oficial era medida pelo Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), calculado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV), que alcançou 22,22% em 1946 devido às restrições impostas pelo período de guerra, como a escassez de importações e seus efeitos sobre a estrutura produtiva, e o aumento dos salários dos funcionários públicos. Para diminuir o nível de preços, o governo Dutra adotou políticas fiscal e monetárias contracionistas e promoveu uma ampla liberalização no setor externo, cujo resultado foi a redução da inflação para 2,73% e 7,96% em 1947 e 1948,

respectivamente, além da crise cambial e o controle de importações em 1947. Contudo, a condução restritiva da política econômica não era compatível com o desenvolvimento do país, principalmente a escassez de crédito ao setor produtivo, fazendo com que administração mudasse os rumos das políticas fiscal e monetária, com uma menor preocupação com o resultado fiscal e ampliação do crédito, levando a inflação ao nível de 12% nos anos de 1949 e 1950. O Índice Nacional de Custo da Construção (INCC) calcula a inflação da construção civil, teve um patamar anual médio de 8,98% e redução de 14,29 p.p. no período. O Índice de Preços por Atacado (IPA) mensura as alterações de preços agropecuários e industriais nas transações interempresariais, antes do consumo final, e teve um nível anual médio de 9,2% e queda de 8,33 p.p. entre 1946 e 1950. O Índice de Preços ao Consumidor (IPC), apurado pela Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (FIPE) mede a inflação geral para o município de São Paulo, apresentando índice anual médio de 10,69% e diminuição de 15,25 p.p. no período – ver tabela 1.

Tabela 1 – Índices de preços – 1946-1950 – em %

	FGV			Fipe
	<i>IGP-DI</i>	<i>INCC</i>	<i>IPA</i>	<i>IPC</i>
1946	22,22	16,12	19,67	18,97
1947	2,73	11,90	2,71	23,27
1948	7,96	3,21	7,14	3,27
1949	12,30	11,86	5,16	4,23
1950	12,41	1,83	11,34	3,72

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB e Ipeadata.

Vê-se que a inflação brasileira no período foi bastante volátil, marcadamente entre 1946 e 1948, estabilizando-se no patamar de 12% a.a. nos anos seguintes, conforme apurada pelo IGP-DI. O próximo passo é tentar evidenciar a relação entre o comportamento do nível de preços no Brasil com a quantidade de moeda na economia, sob os aspectos monetário e creditício, ambos sob responsabilidade do BB, autoridade monetária e principal banco comercial do país à época.

### **O papel do Banco do Brasil**

Para o entendimento e análise dos resultados da política monetária praticada durante a administração Dutra, é necessário conhecer as instituições públicas envolvidas neste processo e suas respectivas funções, em especial o BB e a SUMOC. De acordo com

Figueiredo Filho (2005) e Lago (1982), além de sua atuação como banco comercial, o BB atuava como banco central por meio da Carteira de Redesconto (CARED), que fornecia seletivamente créditos de liquidez, e da Caixa de Mobilização e Fiscalização Bancária (CAMOB), que atuava como emprestadora de última instância. Por sua vez, a SUMOC era responsável pela política de câmbio e pela determinação das taxas de juros bancários, fixando taxas e tetos de redesconto, o percentual de depósitos compulsórios, o registro de capital externo, operar no *open market* e supervisor geral das operações bancárias. Cabia ao BB executar as políticas determinadas pela SUMOC, de modo que o banco operava também a Carteira de Câmbio, que fazia a compra e venda de divisas conforme a taxa fixada pela Superintendência, e a Carteira de Exportação e Importação (CEXIM), que realizava a política de comércio exterior determinada pela SUMOC.

O sistema financeiro nacional era composto pelo Tesouro Nacional, pela CARED, pela CAMOB, pela Carteira de Câmbio e pela SUMOC. O Tesouro Nacional era responsável pela emissão de papel moeda a partir da Caixa de Amortização, órgão pagador do governo, tendo o BB como agente financeiro. A CARED fazia o redesconto seletivo aos bancos comerciais. A CAMOB desempenhava o papel de emprestador de última instância. E a Carteira de Câmbio operava na compra e venda de moedas estrangeiras. Nesta estrutura institucional o BB tinha um papel híbrido, um misto de autoridade monetária e banco comercial. Como autoridade monetária, operava através da CARED, da CAMOB, da Carteira de Câmbio e da CEXIM, como banco comercial, operava por meio da Carteira de Crédito Geral e como banco de desenvolvimento, operava pela Carteira de Crédito Agrícola e Industrial (CREAI), que concedia créditos a longo prazo (LAGO, 1982).

Conforme Malan *et al.* (1980), o BB apresentava um caráter dual, como banco comercial competindo por depósitos com os demais bancos comerciais e engajado em operações com o público visando rentabilidade, e como banco central atuando como agente financeiro do Tesouro Nacional no país e no exterior e como agente operacional da SUMOC. A contradição fundamental em relação ao caráter híbrido do BB diz respeito ao papel ativo ou passivo do banco no processo de expansão dos meios de pagamento. O banco assumia um papel passivo enquanto agente financeiro do Tesouro e de outras instituições públicas, posto que após a decisão de certo nível de gasto por parte do governo seria inevitável que o sistema bancário provesse o financiamento necessário não obtido via tributos, empréstimos públicos e empréstimos externos. O papel ativo do banco



decorre de sua atuação enquanto banco comercial, competindo com os demais bancos comerciais por depósitos e lucros, aumentando o crédito. Tal contradição entre os papéis passivo, na ampliação da base monetária, e ativo, no crescimento secundário dos meios de pagamentos via empréstimos, do BB gerava conflitos entre alguns Ministros da Fazenda e os autônomos e poderosos presidentes do banco. A capacidade de expansão dos meios de pagamento pelo BB era evidenciada nos momentos em que o banco contribuía passivamente para a ampliação da base monetária e ativamente com uma política de empréstimos propiciada pelo aumento das reservas produzido pela elevação da base monetária.

O BB assumia um papel híbrido na economia e no sistema produtivo, ao exercer as funções de autoridade monetária e banco comercial. Enquanto autoridade monetária, o banco era banqueiro do governo e das demais instituições financeiras, promovia a política cambial do governo e fiscalizava o sistema bancário. Como agente financeiro do governo realizava as arrecadações das receitas federais e os pagamentos autorizados pelo poder público, dando antecipações ao governo e sendo o agente estatal para operações de câmbio. Ainda na função de autoridade monetária, o BB atuava por meio da CAMOB como prestador de última instância, pela CARED como provedor de liquidez ao sistema bancário, pela CEXIM em relação comércio exterior e pela Carteira de Câmbio para a política cambial. Por outro lado, enquanto banco comercial o BB fornecia crédito ao setor privado por meio da Carteira de Crédito Geral, para operações de curto prazo como capital de giro e desconto de duplicatas, e da CREAM, para operações de longo prazo, sendo cerca de 50% dos recursos destinados ao setor agropecuário e o restante dividido entre a indústria e os demais setores. Devido à natureza híbrida de banco dos bancos e banco comercial, o BB sofria pressões na área comercial, tanto na concessão de crédito e subsídios quanto na operação taxas de juros menores (BENEVIDES, 1981; SARETTA, 1995a, 2000).

A base monetária, definida como a soma da moeda em poder do público com os encaixes bancários, é o total de moeda da economia passível de multiplicação pelo sistema bancário. Em 1946 a base monetária era de Cr\$ 33,8 bilhões, 5,99% menor em termos reais na comparação com o ano anterior, equivalente à 13,84% do PIB, com os encaixes bancários contribuindo com 30,28% do total e a moeda com o público com 69,72%. Para o ano seguinte, a base monetária se retraiu 0,65% em termos reais frente a 1946, contabilizando Cr\$ 33,6 bilhões, ou 13,78% do PIB, com participação dos encaixes

bancários de 31,44% e da moeda com o público de 68,56%. Para o ano de 1948, a base monetária diminuiu 0,06% em termos reais, somando Cr\$ 33,5 bilhões, ou 12,81% do PIB, composta 33,25% pelos encaixes bancários e 66,75% pela moeda com o público. No ano seguinte, a base monetária teve outra queda em termos reais, 1,77%, alcançando Cr\$ 32,9 bilhões, ou 12,12% do PIB, sendo 33,94% a participação dos encaixes bancários e 66,06% da moeda com o público. Finalmente, em 1950 a base monetária apresentou crescimento de 14,85% em termos reais, totalizando Cr\$ 37,8 bilhões, ou 13,44% do PIB, composta 33,55% pelos encaixes bancários e 66,45% pela moeda com o público. A variação da base monetária e seus componentes marca a forma pela qual foi conduzida a política monetária durante a administração Dutra, uma política fortemente contracionista entre 1946 e 1948 sob as gestões de Gastão Vidigal e Correia e Castro, que foi substituída a partir de 1949 por uma política de viés mais expansionista, visando atender aos anseios das classes produtoras e também a proximidade das eleições de 1950, com uma significativa expansão da base monetária durante o período Guilherme da Silveira a frente do Ministério da Fazenda – ver tabela 2.

Tabela 2 – Base monetária em fim de período – 1946-1950 – Cr\$ milhões de 1950 e % do PIB

	Cr\$ milhões			% do PIB		
	<i>Base monetária</i>	<i>Encaixes bancários</i>	<i>Moeda em poder do público</i>	<i>Base monetária</i>	<i>Encaixes bancários</i>	<i>Moeda em poder do público</i>
1946	<b>33.774</b>	10.226	23.548	<b>13,84</b>	4,19	9,65
1947	<b>33.556</b>	10.548	23.007	<b>13,78</b>	4,33	9,45
1948	<b>33.537</b>	11.151	22.386	<b>12,81</b>	4,26	8,55
1949	<b>32.943</b>	11.179	21.763	<b>12,12</b>	4,11	8,01
1950	<b>37.834</b>	12.693	25.141	<b>13,44</b>	4,51	8,93

Fonte: Elaboração própria a partir de dados de BB, BCB, IBGE (1990) e Ipeadata.

O total dos meios de pagamento, composto pela moeda em poder do público e pelos depósitos à vista nos bancos comerciais, na economia brasileira em 1946 foi da ordem de Cr\$ 65,3 bilhões, quantia 7,99% inferior em termos reais frente ao ano anterior, equivalente a 26,76% do PIB, sendo composto em 34,5% pela moeda com o público e em 65,5% pelos depósitos à vista. No ano seguinte, os meios de pagamento cresceram 3,82% em termos reais em relação a 1946, totalizando Cr\$ 67,8 bilhões, ou 27,86% do PIB, com participação de 36,1% para a moeda com o público e de 63,9% para os depósitos à vista. Em 1948, os meios de pagamento contabilizaram Cr\$ 67,7 bilhões, uma redução de 0,19% na comparação com o ano anterior, ou 25,86% do PIB, dividido em 33,9% para a moeda

com o público e 66,1% para os depósitos à vista. Para o ano seguinte, os meios de pagamento se retraem 0,61% em termos reais, computando Cr\$ 67,3 bilhões, ou 24,75% do PIB, separado em 33,1% para a moeda com o público e 66,9% para os depósitos à vista. Por fim, em 1950 os meios de pagamento foram ampliados em 16,82% em termos reais frente ao ano anterior, alcançando Cr\$ 78,6 bilhões, ou 27,91% do PIB, com participação de 32,4% para a moeda com o público e 67,6% para os depósitos à vista. Os dados sobre os meios de pagamento seguem as linhas gerais do comportamento da base monetária, com crescimento real negativo entre 1946 e 1949 durante as gestões Gastão Vidigal e Correia e Castro, salvo em 1948, para então apresentar uma expansão significativa em 1950 durante o período Guilherme da Silveira, que pôs em prática uma política monetária mais expansionista conforme as necessidades do setor produtivo e da chegada das eleições presidenciais – ver tabela 3.

Tabela 3 – Meios de pagamento em fim de período – 1946-1950 – Cr\$ milhões de 1950 e % do PIB

	Cr\$ milhões			% do PIB		
	<i>Meios de pagamento</i>	<i>Moeda em poder do público</i>	<i>Depósitos à vista</i>	<i>Meios de pagamento</i>	<i>Moeda em poder do público</i>	<i>Depósitos à vista</i>
1946	<b>65.320</b>	23.548	41.772	<b>26,76</b>	9,65	17,11
1947	<b>67.812</b>	23.007	44.804	<b>27,86</b>	9,45	18,40
1948	<b>67.683</b>	22.386	45.297	<b>25,86</b>	8,55	17,31
1949	<b>67.270</b>	21.763	45.506	<b>24,75</b>	8,01	16,74
1950	<b>78.583</b>	25.141	53.442	<b>27,91</b>	8,93	18,98

Fonte: Elaboração própria a partir de dados de BB, BCB, IBGE (1990) e Ipeadata.

A partir dos dados de base monetária e dos meios de pagamento, calcula-se o multiplicador monetário ou bancário, sendo a razão entre o segundo e o primeiro. O multiplicador monetário mede quanto a base monetária, ou seja, a quantidade de moeda passível de multiplicação na economia, foi alterada pela atuação dos bancos comerciais na multiplicação dos depósitos à vista. Em 1946 os meios de pagamento superam a base monetária em 1,934 vezes, patamar este que sobe para 2,021 em 1947 com o crescimento dos meios de pagamento e redução da base monetária. No ano seguinte, tanto a base monetária quanto os meios de pagamento decrescem, porém este o fez em quantidade maior, de modo que o multiplicador diminuísse em 0,003. Para o ano de 1949, o multiplicador cresce 0,024 unidades, visto que a queda real da base monetária foi superior à dos meios de pagamento. Em 1950, a base monetária e os meios de pagamento apresentam taxas de crescimento real positivas e significativas, 14,85% para o primeiro e

16,82% para o segundo, fazendo com que o multiplicador chegasse a 2,077 vezes. Durante o período 1946-1948, marcado pela política monetária contracionista praticada nas gestões Gastão Vidigal e Correia e Castro, o multiplicador monetário foi de 1,991 vezes, em média, passando para 2,06 vezes na gestão Guilherme da Silveira, iniciada em junho de 1949 – ver tabela 4.

Tabela 4 – Multiplicador monetário – 1946-1950

1946	1947	1948	1949	1950
1,934	2,021	2,018	2,042	2,077

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BB.

Do total de Cr\$ 28,7 bilhões de moeda emitida em 1946, quantia 4,48% inferior em termos reais ao total emitido no ano anterior, equivalente a 11,75% do PIB, o Tesouro Nacional contribuiu com 83,25%, a CARED com 14%, a CAMOB com 2,73% e a Caixa de Estabilização com 0,02%. Em 1947, a emissão monetária foi reduzida em 3,11% em termos reais frente ao ano anterior, com a participação do Tesouro Nacional alcançando 94,2%, a da CARED 3,03%, a da CAMOB 2,75% e a Caixa de Estabilização 0,02%. Para o ano seguinte, a emissão de moeda cai 1,49% em termos reais na comparação com 1947, sendo o Tesouro Nacional responsável por 88,33% das emissões, a CARED por 6,22%, a CAMOB por 5,43% e a Caixa de Estabilização por 0,01%. No ano de 1949, a emissão de moeda foi 1,31% menor em termos reais em relação ao ano anterior, participando o Tesouro Nacional com 79,49%, a CARED com 15,6%, a CAMOB com 4,9% e a Caixa de Estabilização com 0,01% das emissões. No ano seguinte, a emissão monetária cresceu 15,45% em termos reais na comparação a 1949, tendo o Tesouro Nacional contribuído com 61,12% das emissões, a CARED com 35,09%, a CAMOB com 3,78% e a Caixa de Estabilização com 0,01%. Os dados de emissão monetária evidenciam o contracionismo com que foi conduzida a política monetária durante as gestões de Gastão Vidigal e de Correia e Castro a frente do Ministério da Fazenda, e a mudança de mentalidade e atuação na gestão de Guilherme da Silveira, mais preocupado em atender as necessidades das classes produtoras e do desenvolvimento do país – ver tabela 5.

Tabela 5 – Estoque de emissão monetária por órgão em fim de período – 1946-1950 – Cr\$ milhões de 1950 e % do PIB

	Tesouro Nacional	CARED	CAMOB	Caixa de Estabilização	Total
<i>Cr\$ milhões</i>					
1946	23.885	4.017	784	6	<b>28.692</b>
1947	26.188	844	763	5	<b>27.800</b>
1948	24.192	1.704	1.487	4	<b>27.387</b>
1949	21.486	4.215	1.324	3	<b>27.029</b>
1950	19.074	10.950	1.178	3	<b>31.205</b>
<i>% do PIB</i>					
1946	9,78	1,65	0,32	0,002	<b>11,75</b>
1947	10,76	0,35	0,31	0,002	<b>11,42</b>
1948	9,24	0,65	0,57	0,001	<b>10,46</b>
1949	7,91	1,55	0,49	0,001	<b>9,95</b>
1950	6,77	3,89	0,42	0,001	<b>11,08</b>

Fonte: Elaboração própria a partir de dados de BB, BCB, IBGE (1990) e Ipeadata.

A literatura consolidada sobre a inflação no período Dutra postula, de forma geral, que esta seria causada majoritariamente pelo financiamento do déficit público por meio de emissão monetária. Entretanto, ao colocar os dados em valor constante ou tirar sua taxa de crescimento real anual, vê-se que houve uma redução das emissões de moeda, seja em nível, seja em taxa, isto é, a moeda emitida posta em circulação pela autoridade monetária era menor que o necessário para manter a quantidade de moeda da economia constante ao levar em consideração a inflação. De outro modo, a taxa de crescimento nominal do estoque de moeda em circulação foi menor que a taxa de inflação em cada ano, resultando numa taxa de crescimento real negativa das emissões monetária. Tal comportamento se verificou durante os anos de 1946 e 1949, passando pelas gestões de Gastão Vidigal, Correia e Castro e o princípio da gestão de Guilherme da Silveira. Somente em 1950 houve um crescimento real da emissão de moeda, alinhada aos interesses nacionais, particularmente das classes produtivas, como também a eleição.

O ano eleitoral de 1950 impunha dificuldades à política de orçamento equilibrado perseguida pela administração Dutra, concomitante ao déficit fiscal elevado do ano anterior, entrou em curso uma política monetária expansionista. Na visão do novo Ministro da Fazenda e ex-presidente do BB, Guilherme da Silveira, caberia à moeda servir à economia, e não à economia servir à moeda. Para o Ministro, a despeito da opinião dos ortodoxos de que as emissões de moeda deveriam ser evitadas, estas eram fundamentais ao financiamento dos investimentos necessários ao desenvolvimento econômico

brasileiro. O governo brasileiro, através da autoridade monetária, não poderia conter o ímpeto de crescimento da nação baseado em postulados financeiros que estavam sendo derrubados conforme a evolução mundial. Esse novo posicionamento em relação à política monetária iria além das eleições de 1950, uma vez que as necessidades da economia do país não poderiam mais serem mitigadas em prol de políticas monetária e creditícia rígidas, visando apenas superávit ou equilíbrio orçamentários (SARETTA, 2000).

Os dados da CARED são relevantes para mostrar o controle monetário praticado nos períodos Gastão Vidigal e Correia e Castro, uma vez que a carteira era o órgão mais importante de emissão de moeda. Entre 1946 e 1947 o saldo da CARED decresceu significativamente, voltando a crescer em 1948, ainda que de forma tímida, para então se ampliar fortemente em 1949 e 1950. Apesar da expansão monetária promovida pela CARED entre 1948 e 1950, a atuação do Tesouro Nacional e da CAMOB na contração da quantidade de moeda acabaram por superar as emissões da CARED, de modo que somente em 1950 houve de fato ampliação da oferta de moeda em função da grande emissão da carteira. A nova orientação dada à política econômica por Guilherme da Silveira, industrial e ex-presidente do BB, de cunho mais liberal em relação ao crédito, foi sentida já em 1949, alcançando seu ápice em 1950. O novo Ministro da Fazenda era um conhecedor das necessidades do sistema produtivo, que sofreu com o controle creditício praticado entre 1946 e 1949, atuou de forma a atender as demandas desses setores ampliando o crédito na economia brasileira. Embora a expansão monetária promovida pela CARED não decorresse apenas para atender às demandas creditícias do setor produtivo, o aumento da atividade produtiva foi o maior motivador da atuação da carteira a partir de 1949, especialmente no ano de 1950, que foi excepcional para a economia brasileira. Neste ano, a produção interna cresceu e os preços e as vendas de café estavam em alta, resultando numa aceleração dos negócios no país e numa maior demanda por crédito, que seria atendida também pela maior liberdade na concessão de recursos em função da eleição presidencial de 1950 (SARETTA, 2000).

Entre os anos de 1946 e 1949, a emissão monetária líquida foi negativa, principalmente pela atuação da CARED nos dois primeiros anos e do Tesouro Nacional nos três últimos anos. A partir de 1948 há uma modificação no papel desempenhado pelo Tesouro e pela CARED em relação à emissão monetária, passando este a expandir a oferta de moeda, ao passo que esse reduzia a oferta. Ainda assim, foi somente em 1950 que as

emissões da CARED, de Cr\$ 6,6 bilhões, superaram a retirada de moeda da economia pelo Tesouro, de Cr\$ 2,4 bilhões, resultando numa forte emissão monetária de Cr\$ 4,2 bilhões – ver tabela 6.

Tabela 6 – Fluxo de emissão monetária por órgão em fim de período – 1946-1950 – Cr\$ milhões de 1950

	Tesouro Nacional	CARED	CAMOB	Caixa de Estabilização	Total
1946	2.255	-4.246	681	-3	<b>-1.313</b>
1947	2.303	-3.173	-21	0	<b>-891</b>
1948	-1.996	861	724	-2	<b>-414</b>
1949	-2.706	2.511	-163	0	<b>-358</b>
1950	-2.412	6.735	-146	0	<b>4.176</b>

Fonte: Elaboração própria a partir de dados de BB e BCB.

De acordo com Figueiredo Filho (2005), a emissão de papel moeda se dava por meio das operações de redesconto, em função de uma combinação de dispositivos legais. Em linhas gerais, o BB solicitava à SUMOC autorização para retirar moeda da Caixa de Amortização, que era subordinada ao Tesouro Nacional e tinha como tarefa realizar as encomendas de papel-moeda e moedas metálicas para atender às demandas do BB e recolher as moedas desgastadas para incineração, e entregar à CARED. Por seu turno, a CARED recebia títulos diversos dos bancos, como letras de câmbio, hipotecárias e do Tesouro, promissórias e outros papeis, inclusive do próprio BB, e entregava papel-moeda em contrapartida. O redesconto não era operado para fazer frente às necessidades de liquidez momentâneas, e sim para prover moeda em espécie ao sistema e cobrir os gastos governamentais via emissões. A encampação era uma operação contábil onde os créditos da CARED, pela posse de títulos, junto ao Tesouro eram cancelados simultaneamente ao cancelamento dos débitos do Tesouro junto ao BB. O principal motivo para a colocação de Letras do Tesouro no mercado eram os déficits públicos. Outro canal de emissão monetária era a CAMOB, subordinada à CARED, que atuava como emprestador de última instância para as instituições bancárias em dificuldade, sendo exigida nos momentos de crise de liquidez do sistema bancário visando socorrer os bancos, marcadamente durante as crises bancárias de 1946 e 1948.

O processo de emissão monetária ocorria sempre que o BB necessitava de moeda, para seu próprio caixa ou para repassar aos bancos comerciais de quem era depositário, onde o banco levava títulos comerciais e/ou notas promissórias de suas operações correntes à CARED para serem redescontados em troca por papel-moeda. A CARED

solicitava ao Tesouro Nacional um empréstimo pelo papel-moeda, cujo limite legal era estabelecido em 25% das disponibilidades de ouro e divisas do país. Após o vencimento do título redescotado, o BB resgatava o papel-moeda junto à CARED, que por sua vez devolvia o título ao Tesouro para sua incineração na Caixa de Amortização. Tal engenharia monetária seria perfeitamente normal não fosse um mero detalhe, a limitação dos empréstimos do Tesouro à CARED ser inexistente na prática, uma vez que sempre que o débito da CARED alcança os 25% previstos por lei, o Congresso Nacional votava uma lei cancelando o débito e encampando a emissão monetária, possibilitando que a CARED retomasse suas operações a partir do zero. Teoricamente, a CARED deveria apenas redescotar títulos comerciais, porém além destes, ela redescotava também os títulos do Tesouro, fornecendo recursos para que o sistema bancário absorvesse as Letras do Tesouro e, a cada três ou quatro anos, ocorria a encampação. Posto que as emissões de moeda sem autorização do Congresso eram proibidas por lei, o governo solicitava a esse que encampasse as emissões provisórias das Letras do Tesouro em circulação (NOGUEIRA, 1993).

Segundo Lago (1982), a encampação de papel-moeda era o nome dado ao mecanismo de emissão monetária e o artifício contábil que as mascarava ao fim do processo. O BB fazia empréstimos para cobrir os déficits de caixa do Tesouro Nacional toda vez que o governo decidia realizar gastos além de sua receita orçamentária. Por seu turno, o BB recorria à CARED para suprir sua falta de caixa em função dos débitos acumulados do Tesouro com o banco, levando os títulos representativos de sua operação com o Tesouro, em quantias geralmente superiores aos 25% lastreados em ouro ou divisas estrangeiras determinados por lei. Cabia à CARED efetuar as emissões de moeda necessárias para fazer frente aos financiamentos do BB ao Tesouro, gerando um débito com o Tesouro pelo papel-moeda colocado à disposição do BB. Uma vez alcançado o teto de 25% de lastro para emissão fixado pelo Congresso, os débitos e créditos desta operação triangular eram anulados por uma decisão de encampação por parte do governo, onde parte do débito do Tesouro junto ao BB era cancelada, como também a parte equivalente do débito do BB com a CARED, e parte do débito da CARED com o Tesouro. Cabe ressaltar que as Letras do Tesouro adquiridas pelo BB não eram consideradas aplicação de suas disponibilidades, sendo apenas um simples recurso para possibilitar as emissões de moeda, visto que as letras eram levadas à CARED tão logo fossem adquiridas pelo banco.



A partir do Decreto-lei n. 4.792/42, a CARED passou a ter o monopólio da emissão de papel-moeda, embora o Tesouro Nacional, a CAMOB e Caixa de Estabilização ainda pudessem emitir moeda. Com a publicação do decreto, principalmente de 1943 em diante, surgiu uma relação peculiar entre o Tesouro, a CARED e o BB em relação ao processo de emissão monetária. O Tesouro financiava seus déficits via empréstimos do BB, passando a ser devedor deste. O banco obtinha recursos recorrendo à CARED, tornando-se devedor desta. As operações conhecidas como encampação de papel-moeda eram apenas o cancelamento dos débitos equivalentes do Tesouro junto ao BB e do BB junto à CARED. Mesmo sendo puramente contábeis, a cada operação de encampação os saldos dos empréstimos e depósitos do Tesouro no BB sofriam alterações sensíveis no sentido de mitigar aparentemente a piora da posição contábil da União. As encampações possibilitavam encobrir parcialmente o montante do financiamento concedido pelo BB à União, embora tais operações fossem apenas contábeis. Durante a administração Dutra ocorreram duas operações de encampação, uma em 1946 no valor de Cr\$ 4,531 bilhões, ou 2,6% do PIB, e outra em 1947 no valor de Cr\$ 2,250 bilhões, ou 1,26% do PIB, que calculados a valor constante de 1950 seriam equivalentes a Cr\$ 6,3 bilhões e Cr\$ 3,1 bilhões, respectivamente (MALAN *et al.*, 1980).

O Tesouro Nacional era a instituição incumbida de realizar as emissões de papel-moeda do país, contudo a partir de 1943 a CARED passou a ser responsável pela emissão monetária, na prática. Esta alteração foi resultado do crescimento significativo das operações de redesconto com as Letras do Tesouro, visando resgatar tais operações de endividamento público com as obrigações de guerra, de caráter compulsório em sua subscrição por assalariados e contribuintes de imposto de renda. Visto que os resgates eram insuficientes, as letras foram levadas à CARED em quantidade cada vez maior, sancionando a emissão de papel-moeda como garantia de novos empréstimos, as conhecidas operações de encampação, que consistiam numa triangulação entre o Tesouro, o BB e a CARED. Conforme sua necessidade, o Tesouro solicitava moeda ao BB, onde teria crédito. Para cobrir a diferença entre o crédito existente e o solicitado pelo Tesouro, o BB recorria à CARED para redescontar os títulos do Tesouro. Esta operação triangular acabava por equilibrar contabilmente os créditos e débitos entre as três instituições creditícias, de modo que o Tesouro cancelava seu débito com o BB, e este com a CARED. Mais especificamente, o Tesouro financiava seus déficits por meio do BB, que era credor desse e devedor da CARED, sendo os valores equivalentes, pois a quantia emitida era

passada ao banco, que a resgatava junto à CARED. Por fim, esta recolhia o numerário para a Caixa de Amortização, que o incinerava, de modo que o volume do meio circulante não sofria alteração e o débito do Tesouro, naquele valor, era cancelado junto com o crédito correspondente ao BB. Em termos práticos, as encapações serviam apenas para encobrir o financiamento concedido pelo banco à União (BENEVIDES, 1981; SARETTA, 2000).

O total dos empréstimos bancários decresceu 3,4% em termos reais em 1946 na comparação com o ano anterior, alcançando Cr\$ 77 bilhões, equivalente a 31,55% do PIB, composto em 43,87% pelos empréstimos do BB e em 56,13% pelos dos demais bancos. No ano seguinte, os empréstimos bancários somaram Cr\$ 78,7 bilhões, ou 32,31% do PIB, um crescimento real de 2,13% frente a 1946, sendo 44,54% a participação do BB e 55,46% a dos outros bancos. Em 1948 os empréstimos bancários contabilizaram Cr\$ 79,9 bilhões, ou 30,52% do PIB, com expansão de 1,55% em termos reais, sendo a parcela do BB de 44,58% e a dos demais bancos de 55,42%. Para o ano posterior, os empréstimos bancários tiveram alta real de 6,8% frente a 1948, chegando a Cr\$ 85,3 bilhões, ou 31,39% do PIB, sendo o BB responsável por 45,7% destes e os outros bancos por 54,3%. Finalmente, em 1950 os empréstimos bancários totalizaram Cr\$ 94,2 bilhões, ou 33,44% do PIB, apresentando uma elevação de 10,38% em termos reais em relação ao ano anterior, com participação de 42,14% para o BB e de 57,86% para os demais bancos. Cabe destacar o crescimento real de 9,5% dos empréstimos do BB entre 1948 e 1949 e a ampliação de 17,62% em termos reais dos empréstimos dos outros bancos entre 1949 e 1950 – ver tabela 7.

Tabela 7 – Empréstimos bancários em fim de período – 1946-1950 – Cr\$ milhões de 1950 e % do PIB

	Cr\$ milhões			% do PIB		
	<i>Banco do Brasil</i>	<i>Outros bancos</i>	<i>Total</i>	<i>Banco do Brasil</i>	<i>Outros bancos</i>	<i>Total</i>
1946	33.792	43.233	<b>77.025</b>	13,84	17,71	<b>31,55</b>
1947	35.036	43.630	<b>78.665</b>	14,39	17,92	<b>32,31</b>
1948	35.612	44.275	<b>79.887</b>	13,61	16,92	<b>30,52</b>
1949	38.993	46.325	<b>85.318</b>	14,35	17,05	<b>31,39</b>
1950	39.688	54.487	<b>94.175</b>	14,09	19,35	<b>33,44</b>

Fonte: Elaboração própria a partir de dados de BB, BCB, IBGE (1990) e Ipeadata.

Os empréstimos do BB em saldos médios no período compreendido entre 1946 e 1950 tiveram como foco o Tesouro Nacional e a produção, comércio e particulares. Os

empréstimos ao Tesouro tiveram participação média de 52,48%, ao passo que os empréstimos aos Estados e Municípios tiveram média de 4,8%, às autarquias e outros 1,45% de média, aos bancos 4,2% e à produção, comércio e particulares 37,07% em média durante a administração Dutra – ver tabela 8.

Tabela 8 – Empréstimos do Banco do Brasil em saldos médios – 1946-1950 – participação %

	Tesouro Nacional	Estados e Municípios	Autarquias e outros	Bancos	Produção, comércio e particulares	Total
1946	53,60	5,16	1,21	1,58	38,46	<b>100,00</b>
1947	54,14	4,80	1,33	2,14	37,58	<b>100,00</b>
1948	51,02	4,81	1,61	5,05	37,51	<b>100,00</b>
1949	52,90	4,53	0,94	5,61	36,01	<b>100,00</b>
1950	50,74	4,71	2,14	6,62	35,79	<b>100,00</b>

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BB.

A principal área de financiamento do BB ao Tesouro Nacional se dava nas operações de câmbio, responsáveis por 72,61% dos empréstimos do banco à instituição em média entre os anos de 1946 e 1950, destacando sua ampliação de 11,91 p.p. nos primeiros três anos do governo Dutra e sua posterior redução em 17,34 p.p. entre 1948 e 1950. Os demais empréstimos do BB ao Tesouro tiveram participação média de 27,39% no período – ver tabela 9.

Tabela 9 – Empréstimos do Banco do Brasil ao Tesouro Nacional em saldos médios – 1946-1950 – participação %

	Financiamento de operações de câmbio	Outros	Total
1946	71,33	28,67	<b>100,00</b>
1947	76,74	23,26	<b>100,00</b>
1948	83,24	16,76	<b>100,00</b>
1949	65,84	34,16	<b>100,00</b>
1950	65,90	34,10	<b>100,00</b>

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BB.

Os empréstimos do BB à agricultura, indústria florestal e mineração representavam 44,17%, em média, do total destinado à produção, comércio e particulares, participação esta que caiu 10,98 p.p. entre 1946 e 1950. Os empréstimos do banco destinados à indústria manufatureira cresceram 8,16 p.p. no período, tendo uma participação média de 21,98%. Os empréstimos à indústria da construção apresentaram

participação média de 2,8%, subindo 2,6 p.p. no período 1946-1950. A indústria de transportes teve redução de 2,4 p.p. nos empréstimos do BB nos anos Dutra, com parcela média de 2,85%. A participação média dos empréstimos do banco ao comércio foi de 19,98% entre os anos de 1946 e 1950, com alta de 5 p.p. no período. Por fim, os outros empréstimos sofreram diminuição de 2,4 p.p. no total dos empréstimos do BB, tendo uma contribuição média de 8,23% – ver tabela 10.

Tabela 10 – Empréstimos do Banco do Brasil à produção, comércio e particulares em fim de período – 1946-1950 – participação %

	1946	1947	1948	1949	1950
Agricultura, indústria florestal e mineração	52,96	45,35	39,89	40,66	41,98
Indústria manufatureira	17,43	19,68	22,69	24,49	25,59
Indústria da construção	1,60	2,05	1,95	4,14	4,27
Indústria dos transportes	3,22	2,24	3,50	4,54	0,74
Comércio	18,31	19,67	19,69	18,82	23,40
Outros empréstimos	6,48	11,01	12,28	7,35	4,01
<b>Total</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BB.

O total de empréstimos do BB por carteiras em 1946 foi 2,15% menor em termos reais que no ano anterior, alcançando Cr\$ 30,9 bilhões, equivalente a 12,66% do PIB, sendo a participação da Carteira de Crédito Geral 75,92%, da CREAMI 23,21% e da CEXIM 0,87%. No ano seguinte, os empréstimos do BB somaram Cr\$ 33,1 bilhões, ou 13,59% do PIB, um crescimento real de 7,06%, com a Carteira de Crédito Geral contribuindo com 79,64%, a CREAMI com 19,54% e a CEXIM com 0,81%. Para o ano de 1948, os empréstimos do banco caíram 0,13% em termos reais frente ao ano anterior, contabilizando Cr\$ 33 bilhões, ou 12,63% do PIB, cabendo à Carteira de Crédito Geral 81,4% do total, à CREAMI 17,74% e à CEXIM 0,86%. Para o ano posterior, uma alta real de 8,94% nos empréstimos do BB, totalizando Cr\$ 36 bilhões, ou 13,25% do PIB, decomposto em 82,52% para a Carteira de Crédito Geral, 16,56% para a CREAMI e 0,92% para a CEXIM. Por fim, em 1950 os empréstimos do banco foram Cr\$ 36,6 bilhões, ou 13,01% do PIB, apresentando uma elevação de 1,78% em termos reais na comparação com o ano anterior, tendo a Carteira de Crédito Geral parcela de 81,8% dos empréstimos, a CREAMI de 17,55% e a CEXIM de 0,64% – ver tabela 11.

Tabela 11 – Empréstimos do Banco do Brasil por carteiras em saldos médios – 1946-1950 – Cr\$ milhões de 1950 e % do PIB

	Cr\$ milhões				% do PIB			
	<i>Crédito Geral</i>	<i>CREAI</i>	<i>CEXIM</i>	<i>Total</i>	<i>Crédito Geral</i>	<i>CREAI</i>	<i>CEXIM</i>	<i>Total</i>
1946	23.463	7.172	269	<b>30.904</b>	9,61	2,94	0,11	<b>12,66</b>
1947	26.352	6.467	268	<b>33.087</b>	10,82	2,66	0,11	<b>13,59</b>
1948	26.898	5.863	283	<b>33.044</b>	10,28	2,24	0,11	<b>12,63</b>
1949	29.706	5.960	332	<b>35.998</b>	10,93	2,19	0,12	<b>13,25</b>
1950	29.973	6.432	235	<b>36.640</b>	10,64	2,28	0,08	<b>13,01</b>

Fonte: Elaboração própria a partir de dados de BB, BCB, IBGE (1990) e Ipeadata.

Em relação às carteiras de crédito do BB, cabe destacar a magnitude dos empréstimos realizados pela Carteira de Crédito Geral, voltada para operações de curto prazo, frente à CREAI, voltada para operações de longo prazo, e à CEXIM, voltada para operações de comércio exterior. O montante de recursos disponibilizados à economia brasileira pelo banco por meio da Carteira de Crédito Geral foi 4,3 vezes superior aos da CREAI e 98,4 vezes aos da CEXIM, em média, mostrando que o financiamento às atividades produtivas domésticas ainda era focado no curto prazo, uma vez que os demais bancos comerciais não dispunham de linhas de crédito de prazo mais longo, e o próprio BB, que possuía linhas de crédito de maior prazo, destinava parcela pouco relevante de suas disponibilidades ao financiamento de tal modalidade de empréstimos. O único banco capaz de financiar o desenvolvimento brasileiro pela concessão de crédito de longo prazo tinha uma atuação tímida com a CREAI, focando sua atenção aos empréstimos de curto prazo da Carteira de Crédito Geral.

Parte dos empréstimos do BB ao setor produtivo foi efetuada por meio da Carteira de Crédito Geral, focada em operações de curtíssimo prazo de giro comercial, como descontos de duplicatas. Em contrapartida, os empréstimos da CREAI tinham como foco a agricultura e a indústria de transformação, sendo a maior parte dos empréstimos do banco ao setor produtivo realizada por esta carteira. A CREAI foi criada em 1937 visando o financiamento das atividades rurais e industriais através da Lei n. 454/37, que autorizou a subscrição de bônus do Tesouro Nacional para a constituição dos recursos da carteira até o valor total de Cr\$ 100 milhões, embora apenas Cr\$ 75 milhões foram subscritos, sendo esta quantia a única fonte de recursos próprios da carteira até o ano de 1941. Com a publicação do Decreto-lei n. 3.077/41, o governo tornou obrigatório o recolhimento ao caixa do BB os recursos oriundos de depósitos judiciais, de depósitos de empresas

concessionárias de serviços públicos e de 15% dos depósitos ou fundos de instituições previdenciárias. Ainda assim, o montante de recursos à disposição da CREAM era insuficiente, uma vez que as instituições previdenciárias depositavam parte de suas disponibilidades em outros bancos comerciais, que as remunerava a taxas maiores que as do BB. A solução do problema da insuficiência de recursos da carteira se deu com a utilização das disponibilidades gerais do próprio banco e de recursos da CARED para compensar a diferença entre os recursos próprios da CREAM e seu volume de empréstimos (MALAN *et al.*, 1980; SARETTA, 2000).

Os empréstimos da Carteira de Crédito Geral do BB tinham como principais beneficiários o Tesouro Nacional, marcadamente o financiamento das operações de câmbio, e a produção, comércio e particulares. A participação média dos empréstimos da carteira ao Tesouro foi de 65,48%, com queda de 8,57 p.p. entre 1946 e 1950. Os Estados e Municípios receberam 6% dos recursos da carteira em média, participação que diminuiu 1,04 p.p. no período. Os empréstimos às Autarquias e demais instituições tiveram parcela média de 1,8% dos negócios da carteira, crescendo 1,03 p.p. na comparação dos anos 1946 e 1950. Os empréstimos destinados aos bancos pela carteira subiram 6,01 p.p. no período, tendo participação média de 5,17%. Finalmente, os empréstimos da Carteira de Crédito Geral à produção, comércio e particulares foram de 21,55% em média, com alta de 2,56 p.p. durante os anos de 1946 e 1950 – ver tabela 12.

Tabela 12 – Empréstimos da Carteira de Crédito Geral do Banco do Brasil em saldos médios – 1946-1950 – participação %

	Tesouro Nacional	Estados e Municípios	Autarquias e demais	Bancos	Produção, comércio e particulares	Total
1946	70,59	6,80	1,59	2,08	18,94	<b>100,00</b>
1947	67,98	6,03	1,68	2,69	21,62	<b>100,00</b>
1948	62,68	5,91	1,98	6,20	23,23	<b>100,00</b>
1949	64,11	5,49	1,14	6,80	22,45	<b>100,00</b>
1950	62,03	5,76	2,62	8,09	21,50	<b>100,00</b>

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BB.

Dentre os empréstimos da CREAM do BB, destaque para os setores agrícola, pecuário e industrial. A participação dos empréstimos agrícolas da carteira cresceu 3,42 p.p. entre 1946 e 1950, com média de 13,14% do total dos recursos. Os empréstimos agroindustriais contribuíram com 9,85% em média, com alta de 7,31 p.p. no período. A parcela dos empréstimos pecuários da CREAM caiu 23,48 p.p. durante os anos 1946-1950,

tendo média de 54,66% no volume de crédito. O setor agropecuário foi destino de apenas 0,24% dos empréstimos da carteira no período, com expansão de 0,01 p.p. Os empréstimos industriais aumentaram 12,21 p.p., tendo participação média de 21,51% dos recursos da carteira entre 1946 e 1950. As letras hipotecárias contribuíram com 0,39% dos empréstimos em média, decrescendo 0,1 p.p. no período. Os empréstimos da carteira ao setor de produtos agrícolas tiveram parcela média de 0,19% e elevação de 0,62 p.p. na comparação dos anos de 1946 e 1950 – ver tabela 13.

Tabela 13 – Empréstimos da Carteira de Crédito Agrícola e Industrial do Banco do Brasil em saldos médios – 1946-1950 – participação %

	1946	1947	1948	1949	1950
Agrícolas	13,08	10,37	12,03	13,73	16,50
Agroindustriais	6,38	8,39	9,88	10,92	13,70
Pecuários	66,07	63,01	54,29	47,34	42,60
Agropecuários	0,23	0,23	0,24	0,25	0,25
Industriais	13,82	17,60	23,10	27,03	26,03
Letras hipotecárias	0,41	0,40	0,45	0,40	0,31
Produtos agrícolas	0,00	0,00	0,00	0,34	0,62
<b>Total</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BB.

A atuação do BB no período Dutra foi marcada por uma maior generosidade com o setor privado e maior austeridade com o governo. O setor privado foi beneficiado com a ampliação do crédito pelo próprio banco, especialmente pela Carteira de Crédito Geral, e pelos demais bancos comerciais. Enquanto autoridade monetária, o papel do BB foi no intuito de restringir a oferta de moeda, controlando e reduzindo as emissões monetárias entre 1946 e 1949, passando a praticar uma política monetária expansionista apenas em 1950.

### Considerações finais

A visão mais difundida pela literatura e adotada pelos gestores da política econômica do Governo Dutra, marcadamente Gastão Vidigal e Correia e Castro, de que a inflação brasileira do período seria decorrente da emissão de moeda para financiar o déficit público não encontra base empírica robusta, uma vez que o comportamento da oferta de moeda não acompanha a variação dos preços. Embora a inflação tenha caído 19,49 p.p. entre 1946 e 1947, tal redução não se deu em pela redução real da oferta de

moeda em apenas 0,65% no período. Entre 1948 e 1949, a inflação cresceu 5,23 p.p. e 4,34 p.p., enquanto a oferta de moeda teve queda real de 0,06% e 1,77%, respectivamente frente ao ano anterior, contrariando a tese da variação conjunta entre nível de preços e oferta monetária. Apenas em 1950 houve crescimento real da oferta de moeda frente ao ano anterior, 14,85%, ao passo que a ampliação da inflação foi de míseros 0,11 p.p., novamente derrubando a hipótese da teoria quantitativa da moeda.

A moeda não foi causa, tampouco consequência, da inflação brasileira durante a administração Dutra, evidenciado pela baixa e, na maioria dos anos, negativa, correlação entre variação da oferta de moeda e variação do nível geral de preços. As interpretações sobre o comportamento da inflação no Brasil entre os anos de 1946 e 1950 devem dar menos peso à visão monetarista, focando em fatores como a sobrevalorização cambial, o congelamento do salário mínimo e o crescimento da produtividade acima do salário médio, dentre outros, para explicar o desempenho do nível de preços brasileiro no período, algo que foge ao escopo deste trabalho, cujo objetivo principal foi mostrar que as interpretações de cunho monetarista acerca da inflação brasileira durante o governo Dutra estariam equivocadas e sem embasamento empírico.

## Referências

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Séries temporais**. Disponível em <[www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)>.

BANCO DO BRASIL. **Relatório apresentado à assembleia geral ordinária dos acionistas**. Rio de Janeiro: Jornal do Commercio, vários anos (1946 a 1953).

BASTOS, P. P. Z. **A dependência em progresso: fragilidade financeira, vulnerabilidade comercial e crises cambiais no Brasil (1890-1954)**. Tese (Doutorado em Economia) – Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2001.

\_\_\_\_\_. **De bom vizinho a aliado fiel: comentários sobre o alinhamento econômico e político do Brasil aos Estados Unidos nos primórdios da Guerra Fria**. Campinas: IE/UNICAMP, 2011. (Texto para discussão n. 194).

\_\_\_\_\_. Liberal esclarecido ou aliado fiel? Sobre a natureza da política econômica externa brasileira no governo Dutra (1946-1951). **Economia, Selecta**, Brasília, v. 11, n. 4, p. 285-320, dez. 2010.

\_\_\_\_\_. O presidente desiludido: a campanha liberal e o pêndulo de política econômica no governo Dutra (1942-1948). **História Econômica & História de Empresas**, v. 7, n. 1, p. 99-135, 2004.



BENEVIDES, M. U. **Considerações sobre a política monetária brasileira: o caso do Banco do Brasil no período 1945-1960.** Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 1981.

FIGUEIREDO FILHO, J. S. **Políticas monetária, cambial e bancária no Brasil sob a gestão do Conselho da SUMOC, de 1945 a 1955.** Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade Federal Fluminense, Niterói, 2005.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Estatísticas históricas do Brasil: séries econômicas, demográficas e sociais de 1550 a 1988.** 2 ed. rev. Rio de Janeiro: IBGE, 1990.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. **Ipeadata.** Disponível em <[www.ipeadata.gov.br](http://www.ipeadata.gov.br)>.

LAGO, P. A. C. **A SUMOC como embrião do Banco Central: sua influência na condução da política econômica (1945-1965).** Dissertação (Mestrado em Economia) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 1982.

MALAN, P. S. *et al.* **Política econômica externa e industrialização no Brasil (1939/52).** 2 ed. Rio de Janeiro: IPEA/INPES, 1980.

NOGUEIRA, D. **Depoimento.** Memória do Banco Central do Brasil e Programa de História Oral do CPDOC/FGV. Brasília: BCB, 1993.

SARETTA, F. A política econômica brasileira (1946/1950). **Revista de Sociologia e Política**, Curitiba, v. 4/5, p. 113-129, 1995.

\_\_\_\_\_. Crescimento e política econômicos no governo Dutra. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 25, n. 3, p. 415-431, set./dez. 1995.

\_\_\_\_\_. O governo Dutra na transição capitalista no Brasil. In: SZMRECSÁNYI, T.; SUZIGAN, W. (orgs.). **História econômica do Brasil contemporâneo.** 2 ed. rev. São Paulo: Edusp, 2002.

\_\_\_\_\_. **Política econômica brasileira (1946-1950).** Araraquara: Laboratório Editorial FCL/UNESP, 2000.

VIANNA, S. B. A política econômica no segundo governo Vargas (1951-1954). Dissertação premiada em 1º lugar no 11º Prêmio BNDES de Economia. **Prêmio BNDES.** Rio de Janeiro: BNDES, 1987.

\_\_\_\_\_. Política econômica externa e industrialização (1946-1951). In: ABREU, M. P. (org.). **A ordem do progresso: dois séculos de política econômica no Brasil.** 2 ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.

\_\_\_\_\_; VILLELA, A. O pós-guerra (1945-1955). In: GIAMBIAGI, F. *et al.* **Economia brasileira contemporânea (1945-2010).** 2 ed. 2 reimp. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.