

O PROCESSO INFLACIONÁRIO BRASILEIRO

ORLANDO MENEZES (*)

PRIMEIRA PARTE

A inter-relação entre a taxa de inflação e a expansão dos componentes da oferta de moeda e crédito obedece à fórmula seguinte:

Seja $(1+p)$ o aumento do nível geral de preços ocorridos no decurso do ano;

Seja R_0 a relação líquida encaixe/depósito do sistema bancário privado no princípio do ano (isso é, a soma dos encaixes em moeda corrente e dos depósitos junto das autoridades monetárias, inclusive à ordem da SUMOC, subtraídos os empréstimos da carteira de redescontos, tudo dividido pelos depósitos);

Seja “R” a relação líquida marginal (ou seja a relação entre os incrementos dos encaixes e depósitos). O “R” pode ser determinado pelas autoridades financeiras, quer através da fixação da relação compulsória marginal encaixes/depósitos (é costume das autoridades monetárias alterar a taxa marginal sem mudar a inicial), quer através da alteração da relação redescontos/depósitos, quer utilizando ambos êsses instrumentos. (Parece que as autoridades monetárias têm liberdade de

* Doutor em Economia — Universidade de Princeton — EE.UU.A — Economista do Escritório Técnico de Pesquisa Econômica Aplicada — Min. Planejamento.

ação suficiente para alterar essa última relação de modo a mais que contrabalançar qualquer outra alteração em sentido contrário que tenha ocorrido na relação voluntária encaixe/depósito);

Sejam M_0 e M_1 , o montante da moeda em poder do público, respectivamente, início e fim do ano e ΔM a diferença entre eles;

Sejam os volumes de crédito (concedido ao setor privado) e dos depósitos nominais representados pelos símbolos seguintes:

Crédito			
	Fim do Ano	Aumento	Início do Ano
Banco do Brasil	C'_0	C'_1	$\Delta C'$
Sistema Bancário Privado	C''_0	C''_1	$\Delta C''$
Total	C_0	C_1	ΔC

Depósitos			
	Início do Ano	Fim do Ano	Aumento
Banco do Brasil	D'_0	D'_1	$\Delta D'$
Sistema Bancário Privado	D''_0	D''_1	$\Delta D''$
Total	D_0	D_1	ΔD

Seja E o deficit orçamentário (abatido o saldo em cruzeiros das transações cambiais) medido em termos reais, digamos em cruzeiros do início do ano (poderíamos também escrever $E = eR_0$, sendo R_0 a renda nacional do ano em aprêço, calculada em termos de cruzeiros do princípio do ano e o deficit orçamentário em percentual sobre a renda nacional).

Então o deficit orçamentário do ano, calculado a preços correntes será, aproximadamente, $E(1+p/2)$ desde que as despesas governamentais sejam distribuídas uniformemente ao longo do ano. (Consideraremos, mais adiante, o que acontece quando essa hipótese não se verifica).

Pois bem, o deficit orçamentário, mais o aumento dos empréstimos do Banco do Brasil ao setor privado, será igual ao aumento "primário" do meio circulante que será distribuído entre os três itens a seguir: Moeda em Poder do público, depósitos do público com o Banco do Brasil e depósitos do público com os bancos particulares.

Ou seja:

$$E \left(1 + \frac{P}{2} \right) + \Delta C' = \Delta M + \Delta D' + r \Delta D''_0 = \\ = \Delta M + \Delta D + \Delta D'' + \Delta C''.$$

ou

$$(1) \quad p \left(\frac{\Delta M}{P} + \frac{\Delta D'}{P} + \frac{\Delta D''}{P} - \frac{\Delta C'}{P} - \frac{\Delta C''}{P} - \frac{E}{2} \right) = E$$

Impende observar que essa identidade se verifica seja qual fôr a teoria que se adote acêrca do processo inflacionário.

Também cumpre notar que a forma com que se apresenta a equação (1) não nos dá, necessariamente, qualquer relação causal para a determinação de p , por isso que as cinco variáveis entre parêntesis, a saber:

$$\frac{\Delta M}{P}, \frac{\Delta D'}{P}, \frac{\Delta D''}{P}, \frac{\Delta C'}{P} \text{ e } \frac{\Delta C''}{P}$$

talvez não sejam independentes de "p", até mesmo no caso de se verificarem as hipóteses e políticas implicadas nos casos analisados adiante. Nada obstante, a equação representa a forma geral da qual se deduzirão tôdas as outras, relativas a casos específicos, que serão utilizadas para tirarem-se ilações, pelo menos, qualitativas.

Caso 1 — Obedecendo estritamente às hipóteses e políticas do P.A.E.G. temos:

$$(a) \quad \frac{\Delta M}{P} = M_0, \quad \frac{\Delta D'}{P} = D'_0, \quad \frac{\Delta D''}{P} = D''_0$$

já que o valor real de cada um dos componentes dos meios de pagamentos permanece inalterado; e

$$(b) \quad \frac{\Delta C'}{P} = C'_0, \quad \frac{\Delta C''}{P} = C''_0$$

uma vez que os dois componentes do crédito permanecem constantes, em termos reais, em virtude da política monetária adotada.

Faz-se mister observar que

$$R = 1 - \frac{\Delta C''}{\Delta D''} = 1 - \frac{PC''}{PD''} = 1 - \frac{C''_0}{D''_0} = R_0$$

Vale dizer, a relação encaixe/depósitos deve permanecer constante, como mencionado no sumário do capítulo.

A equação (1) fica então sendo

$$(1) \quad p \left(M_0 + D'_0 + D''_0 - C''_0 - \frac{E}{2} \right) = E$$

Como se vê a equação (1) determina exatamente o valor de p dado um certo E . Quanto menor o valor do deficit, tanto menor o valor de p (taxa inflacionária).

Caso 2 — As hipóteses do caso 1 continuam válidas. No entanto, a política adotada pelas autoridades monetárias permitirá, agora, que o nível real dos dois componentes do crédito bancário varie.

Seja então

$$\Delta C' = P' - C'_0$$

$$\Delta C'' = P'' - C''_0$$

C' e C'' serão mais elevados (ou mais baixos) no término do ano que no princípio, segundo P' e P'' forem mais altos (ou mais baixos) que P .

A equação (1) assumirá a forma:

$$(2) \quad p \left(M_0 + D'_0 + D''_0 - \frac{P'}{P} C'_0 - \frac{P''}{P} C''_0 - \frac{E}{2} \right) = E$$

Subcaso (2b)

Postula-se, aqui, que a política adotada objetiva manter constante a soma $C' + C''$ (volume total do crédito bancário). Ou seja, $\frac{P'}{P}$ será menor do que 1 (reduzindo-se o crédito do Banco do Brasil em termos reais) quando $\frac{P''}{P}$ for maior do que 1 (isto é, houver aumento do crédito do sistema bancário privado em termos reais) ou vice-versa.

Como, por hipótese, D'' é constante em termos reais, pode-se fazer com que $\frac{P''}{P}$ seja maior ou menor do que 1 fixando-se para r (relação marginal das reservas) um valor respectivamente maior ou menor do que R (relação inicial encaixe/depósitos).

Para que o volume total do crédito bancário permaneça constante, em termos reais, devemos ter:

$$P'C'_0 + P''C''_0$$

(soma dos dois componentes do crédito bancário)

$$\text{igual a } P (C'_0 + C''_0)$$

Destarte, a equação (2) se transforma na seguinte:

$$(2a) \quad P \left(M_0 + D'_0 + D''_0 - C'_0 - C''_0 - \frac{E}{2} \right) = E$$

A equação (2a) é a mesma que (1). Em outras palavras, se o volume de créditos for redistribuído entre o Banco do Brasil e o sistema bancário privado, mantendo-se o total constante em termos reais, a taxa de inflação não será alterada.

Há, porém, um outro fator, que o modelo acima não leva em consideração. Referimo-nos à baixa taxa de juros, ou melhor, à taxa negativa de juros de valor consideravelmente alto, cobrada pelo Banco do Brasil em seus empréstimos. Os efeitos das taxas negativas de juros e de outras eventuais políticas, tendentes a modificar a estrutura da taxa de juros, serão discutidos, com mais vagar, na segunda parte desse artigo.

As conclusões a que chegaremos, ali, são as seguintes: os efeitos inflacionários da taxa negativa de juros são maiores, no caso de os empréstimos serem concedidos pelo Banco do Brasil, do que pelo sistema bancário privado, ainda que não consideremos as distorções que provocará, tanto nas atividades econômicas, como no comportamento da poupança.

- a) Em primeiro lugar porque o crédito concedido pelo Banco do Brasil implica numa expansão primária (i.e. não induzida) da oferta dos meios de pagamentos.
- b) Em segundo, porque os juros cobrados pelo sistema bancário privado são mais elevados que os do Banco do Brasil.

Tanto os efeitos inflacionários, como as outras distorções, serão automaticamente eliminadas, logo que se obtenha a estabilização monetária. Mas, se essa não puder ser alcançada ou mantida, então será mister que pensemos:

- a) Em elevar as taxas de juros, especialmente as do Banco do Brasil. O ideal seria, naturalmente, que tôdas essas taxas fôsssem positivas;
- b) Em alterar a distribuição do crédito em favor do sistema bancário privado.

Subcaso (2b)

É óbvio que a taxa inflacionária será maior ou menor, do que a que ocorreria com um nível constante, em termos reais, do crédito bancário, se êsse nível subir ou descer. O fato torna-se evidente, se analisarmos a equação (2) acima, pois:

$$\frac{P'}{P} C'_0 + \frac{P''}{P} C''_0 \gtrless C'_0 + C''_0$$

conforme $\frac{P}{P'}$ e $\frac{P''}{P}$ forem maiores ou menores do que 1.

Caso 3 — Supomos, aqui, que o nível, em termos reais, de um ou mais, dos três componentes dos meios de pagamentos, sob cuja forma o público prefere manter seus haveres monetários se modifica, atingindo um novo nível de equilíbrio.

Suponha-se, então, que o volume da moeda em poder público, dos depósitos do Banco do Brasil e dos depósitos do sistema bancário privado caia, cada um dêles, na proporção λ , λ' e λ'' respectivamente.

Então

$$\Delta M = (1 + P) (1 - \lambda) M_0 - M_0 = P(1 - \lambda) M_0 - \lambda M_0$$

$$\Delta D' = P(1 - \lambda') D'_0 - \lambda' D'_0$$

$$\Delta D'' = P(1 - \lambda'') D''_0 - \lambda'' D''_0$$

Subcaso (3a)

Supondo-se constante o nível de crédito, em termos reais, a equação (I) assume a forma:

$$(3a) \quad P \left\{ M_0 (1 - \lambda) + D'_0 (1 - \lambda') + D''_0 (1 - \lambda'') - C'_0 + C''_0 + \frac{E}{2} \right\} \\ = E + \lambda M_0 + \lambda' D'_0 + \lambda'' D''_0$$

Comparando-se as equações 1 e 3a, sendo suas soluções P e \bar{P} , respectivamente, é claro que $P > \bar{P}$.

Observe-se também que, visto D'' cair, em termos reais (o que não ocorre com C'') " R " também deve cair.

Contudo, a equação (3a) mostra que, uma vez que o valor de P depende, entre outras coisas, do total de $(C'_0 + C''_0)$ não é possível manter o valor desse total (i.e. o nível do crédito em termos reais), reduzindo R , ou alterando a proporção entre C' e C'' , sem tornar $P > \bar{P}$.

Subcaso (3b) — O P.A.E.G. parece admitir que, manipulando-se devidamente a relação encaixe/depósitos (isolada, ou conjuntamente com o teto dos redescontos, o que vem tudo a dar no mesmo) será possível manter o nível real dos créditos e, concomitantemente, conter a inflação dentro dos limites fixados. (No entanto tal manipulação será possível somente no caso de as alterações em λ' e λ'' se contrabalançarem).

A fim de analisar os efeitos das alterações do "R", escrevemos:

$$C''_0 = (1-R) (1-\lambda'') D''_0 + (1-R) \lambda''_0 D''_0.$$

Substituindo, agora, na equação (3a), C''_0 por seu valor, e subtraindo $(1-R) \lambda'' D''_0$ de ambos os seus membros.

Teremos:

$$(3b) \quad P \left(M_0(1-\lambda) + D'_0(1-\lambda') + RD''(1-\lambda'') - C'_0 - \frac{E}{2} \right) \\ = E + \lambda M_0 + \lambda_1 D'_0 + R \lambda'' D''_0.$$

o que dá para P uma solução do tipo

$$P = \frac{aR + b}{cR + d}.$$

Derivando o $\log P$ em relação a R obteremos

$$\frac{1}{P} \frac{dP}{dR} = \frac{ad - bc}{(aR+b)(cR+d)}$$

Ora, tanto $(aR + b)$, quanto $(aR + c)$ são positivos para qualquer valor de R possível de ocorrer na prática.

Por outro lado,

$$ad - bc = D''_0 \left[(\lambda'' - \lambda) M_0 + (\lambda'' - \lambda') D'_0 - E \left(1 - \frac{\lambda''}{2} \right) - \lambda'' C'_0 \right]$$

Para o caso mais simples em que

$$0 < \lambda = \lambda' = \lambda'' < 1$$

$$ad - bc < 0$$

e, portanto,

$$\frac{dP}{dR} < 0.$$

Ou seja, quanto maior o valor R fixado pelas autoridades financeiras, tanto menor a taxa inflacionária.

Portanto, nesse caso, a taxa inflacionária poderá ser mantida no nível originalmente planejado \bar{P} , aumentando-se convenientemente R . No entanto, como se pressupôs que D'' cai em termos reais, segue-se *a fortiori*, que C'' também deve cair em termos reais.

Destarte, os subcasos (3a) e (3b), que implicam num aumento da taxa de inflação acima da programada, ou uma redução do nível real do crédito bancário, não passarão de alternativas menos felizes com que se defrontarão as autoridades monetárias, ao aplicarem os instrumentos da política creditícia, no mais importante dos casos que admitem o uso desses instrumentos, ou seja, quando ocorre uma queda da preferência pela liquidez, medida em termos reais.

Caso 4 — Variação da Diferença entre o Volume de Créditos Concedidos pelo Banco do Brasil e seus Depósitos.

As variações, em termos reais, dessa diferença, permanecendo constante o valor real dos empréstimos do setor bancário privado, implicaria na alteração, em termos reais, quer do total dos depósitos bancários, quer do total dos empréstimos bancários, quer de ambos. Consideraremos, em primeiro lugar, o efeito inflacionário gerado pelo fato de os empréstimos concedidos pelo Banco do Brasil serem superiores a seus depósitos (problema importante, no prazo longo).

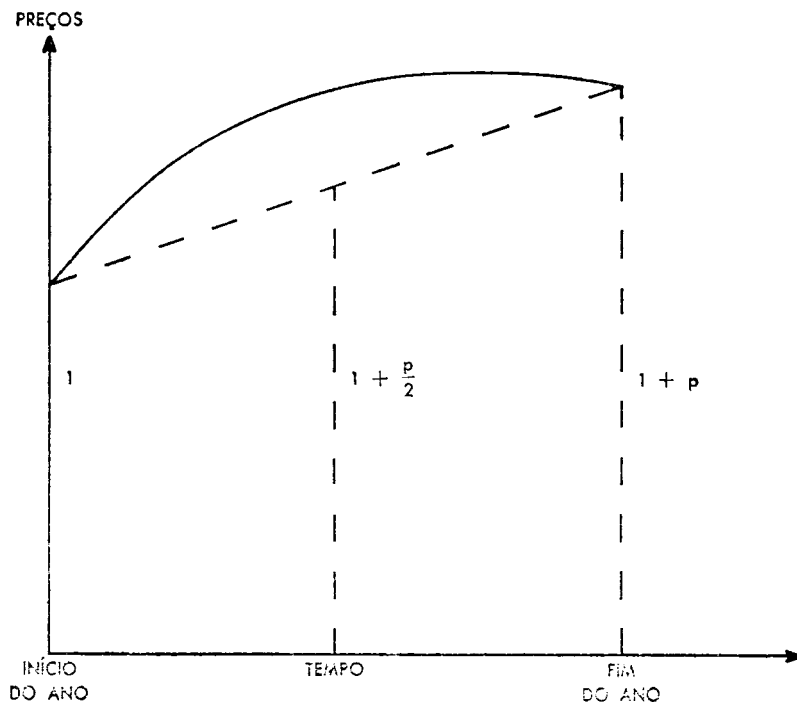
Já que na fórmula (1) o termo $(D' - C')$ está no parêntesis, que é o multiplicando de p , ver-se-á que o aumento de $D' - C'$ aumenta p , se as outras variáveis permanecerem constantes, notadamente $D'' - C''$, (vale dizer, a relação encaixe/depósitos e o valor dos depósitos do sistema bancário privado). Não obstante, se o deficit orçamentário for $E=0$, P será nulo seja qual for o valor da expressão entre parêntesis. Mas, quando o deficit orçamentário for positivo, seu efeito inflacionário será multiplicado pelo valor da diferença entre o volume dos empréstimos concedidos pelo Banco do Brasil e seus depósitos. Para valores relativamente pequenos do deficit orçamentário, esse efeito multiplicador não será muito elevado, em termos absolutos. No entanto, para déficits vultosos o efeito é considerável. Assim, alterando-se os valores das variáveis na equação (1) encontraremos os seguintes resultados hipotéticos:

Em 1954, quando o deficit orçamentário era de apenas 0,7 do P.I.B., a tendência do referido fator era elevar a taxa de inflação de 6,8% para 16,3. Já em 1963, quando o deficit orçamentário era de 5,3% do P.I.B. a tendência era de aumentar a taxa de inflação de 66% para 148. (As taxas inflacionárias verificadas, nesses anos, afastaram-se um tanto dessas cifras porque os pressupostos e objetivos implicados no nosso modelo não foram plenamente realizados.)

Se diminuirmos a diferença entre os empréstimos e os depósitos do Banco do Brasil, o resultado será o aumento da diferença entre os empréstimos e depósitos do sistema bancário privado (a menos que a relação encaixe/depósitos baixasse na mesma proporção, caso em que o efeito antiinflacionário seria neutralizado). — Destarte, seria necessário que o total dos depósitos bancários se elevasse, em termos reais (o que é de se esperar depois da estabilização) ou que o crédito bancário caísse em termos reais, ou então que se lançasse mão de recursos não inflacionários outros que não os depósitos (exclusive reservas bancárias e depósitos a prazo curto dos importadores) para cobrir a diferença.

Caberia mencionar que até mesmo uma elevação temporária do nível real do crédito bancário, durante o ano, seguida de uma volta, no fim do ano, ao nível original, agravaria a inflação.

Pois, nesse caso, ao contrário de nossa hipótese anterior, o aumento dos preços seria mais rápido, no início do ano, que no fim. A curva representativa da elevação do índice de preços, durante o ano, terá a seguinte conformação.



A linha pontilhada representa uma tendência uniforme do índice de preços (pressupõe-se que o índice de preços siga uma progressão aritmética, mas nada obsta a que se aplique o mesmo raciocínio para o caso mais lógico em que o referido índice siga uma progressão geométrica de razão constante).

Pois bem; supondo-se que o Governo gaste uniformemente seus recursos, oriundos do déficit orçamentário através do curso do ano, * o total do déficit orçamentário, a *preços correntes do mercado* será proporcional a área subjacente à curva. No caso de um crescimento uniforme do índice de preço, isso implicaria num déficit orçamentário de

$$E \left(1 + \frac{P}{2} \right)$$

Contudo, para o caso em aprêço, pode-se facilmente comprovar que a área subjacente à curva de linha cheia é maior que a subjacente à reta pontilhada. O déficit governamental seria maior que

$$E \left(1 + \frac{P}{2} \right)$$

sendo “(1+P)” a incógnita que representará o nível de preços no fim do ano, cujo valor iremos analisar a seguir.

Nesse caso, a equação geral (I) será substituída pela desigualdade:

$$E \left(1 + \frac{E}{2} \right) + \Delta C' < \Delta M + \Delta D' + \Delta D'' - \Delta C''.$$

vale dizer

$$p \left(-\frac{\Delta M}{p} + \frac{\Delta D'}{p} + \frac{\Delta D''}{p} - \frac{\Delta C''}{p} - \frac{\Delta C''}{p} - \frac{E}{2} \right) > E$$

Segue-se que, sejam quais sejam os valores que as variáveis entre parêntesis assumam no fim do ano, p é maior do que no caso de os níveis reais do crédito permanecerem constantes durante todo o ano. Em outras palavras, a taxa inflacionária total para o ano, tomado como um todo, será maior.

O raciocínio mostra a importância de uma programação monetária de curto prazo como a programação trimestral prevista no P.A.E.G. É evidente que se deve levar em conta as flutuações estacionais, por exemplo, as necessidades de créditos.

(*) O argumento continua válido ainda que o comportamento estacional das despesas governamentais, embora não uniforme, não se altere.

No caso de a distribuição das despesas governamentais ao longo do ano ser desigual (dado o volume real do deficit), é de se esperar um maior aumento do índice geral de preços quando o deficit fôr maior no início do ano, que no final. No entanto, não é uma tarefa fácil prová-lo, logicamente.

Seja, porém, como fôr, ainda que não se considere o efeito da falta de uniformidade dos gastos governamentais sobre a taxa inflacionária anual, seria de se desejar que se obtivesse uma certa uniformidade, com vistas a se alcançar uma estabilidade razoável nas tendências monetárias.

SEGUNDA PARTE

O Mecanismo da Expansão do Crédito do Banco do Brasil ao Setor Privado — Discussão Histórica das suas Possibilidades Inflacionárias

As observações que aqui faremos não têm senão um interesse histórico, visto que a política traçada pelas autoridades, impõe um teto ao volume real dos empréstimos a serem concedidos pelo Banco do Brasil (política que, como se depreende do programa trimestral, continuará a ser mantida).

Antigamente, o mecanismo institucional era tal que o crédito do Banco do Brasil ao setor privado não poderia ser limitado senão pela política do Banco, que não está subordinada rigidamente à supervisão do Banco Central¹ ou, então, por dois outros meios, a saber:

- 1) Pela limitação do ingresso de recursos passíveis de serem emprestados ao setor privado;
- 2) Pela limitação da emissão de papel moeda exigida pela expansão do crédito do Banco do Brasil.

A primeira limitação decorre do princípio que dispõe que os empréstimos só podem se expandir na medida em que tenha ocorrido um aumento prévio dos depósitos ou outros itens do passivo do balanço do Banco. No que concerne a um banco particular a limitação é óbvia, já que uma expansão de crédito superior à dos depósitos acarretaria mais cedo ou mais tarde, a falência. Para o Banco do Brasil o princípio não passa de uma convenção contábil sem maior significação.² Isso

1) Veja-se J. P. Velloso. *Expansão da dívida pública e o funcionamento do mecanismo monetário — Caso do Brasil* — págs. 15 - 16 § 5b.

2) Esse artigo foi escrito antes da criação do Banco Central. Nesse tempo, o Banco do Brasil podia apelar para a Carteira de Redescontos que, por seu turno, solicitava papel-moeda ao Tesouro. Graças a esse mecanismo, o público podia ter certeza que seus depósitos, no Banco do Brasil, poderiam ser sempre convertidos em moeda.

porque uma expansão do crédito do Banco do Brasil provoca, automaticamente, uma expansão de seus depósitos sendo que esses constituem meios de pagamentos que não precisam ser pagos aos depositantes sob qualquer forma monetária.³ A única exceção à regra ocorrerá se os depósitos forem convertidos em moeda manual. Conseqüentemente, a limitação básica, no caso, é a emissão de papel-moeda, o segundo ponto mencionado e de que trataremos a seguir.

Não faz, pois, sentido, falar dos recursos do Banco do Brasil. O que importa é saber até que ponto suas operações foram inflacionárias. A limitação da capacidade de conceder créditos através do que se costuma chamar recursos têm duas faces, a saber:

- 1) A concessão de créditos está potencialmente limitada por um teto fixado pelo volume dos ingressos daqueles recursos que, consoante as normas contábeis do Banco do Brasil, alimentam o crédito.
- 2) O ingresso desses "recursos" talvez leve a uma expansão automática do crédito, que será inflacionária no caso de ser em *térmos reais*.

Os principais tipos de recursos que figuram no passivo do balanço do Banco do Brasil são os seguintes:

I — Em Conta Corrente

Saldo em cruzeiros de transações cambiais. A utilização desses recursos, para a expansão do crédito, não cria pressões inflacionárias uma vez que ela é contrabalançada pela diminuição da renda do setor privado. Advirta-se, porém, que quanto maior o volume de crédito alimentado pelos lucros auferidos nas operações cambiais, tanto menor a contribuição desses lucros no sentido de diminuir o déficit orçamentário.

II — Conta de Capital

- 1) Ingresso de cruzeiros na conta de capital relativo às transações do comércio exterior, por exemplo, os adiantamentos em cruzeiros feitos pelos importadores contra entrega futura de divisas (isto é, de divisas estrangeiras que o Banco do Brasil ainda não adquiriu, contra pagamentos em cruzeiros). Pela sua própria natureza este item não pode ter um aumento apreciável permanente (sendo que algumas vezes pode cair). A utilização desses recursos também não cria pressões inflacionárias.

3) O sistema bancário privado também pode aumentar seus depósitos ao aumentar os empréstimos. Mas, nesse caso, está controlado pela taxa de depósitos compulsórios que deve pôr à disposição da SUMOC, fixada pelas autoridades monetárias.

- 2) Depósitos compulsórios dos importadores. Poder-se-á considerar que a utilização desses recursos não cria pressões inflacionárias, no curto prazo já que é contrabalançado pela queda do poder de compra dos importadores. Tal conclusão, porém, não está rigorosamente certa pois que os depósitos dos importadores são de prazo curto (6 meses), ou seja, constituem quase-moeda. Seja, porém, como for o efeito seria inflacionário, após o período inicial de 6 meses, já que não haveria queda posterior do poder de compra dos importadores (o nível dos depósitos dos importadores, transcorridos os seis meses iniciais, permanece constante em termos reais) enquanto o teto dos créditos reais continuaria em ascensão permanente.
- 3) As reservas dos bancos: se estas forem reemprestadas ao setor privado, criar-se-á, como é sabido, uma alta pressão inflacionária. Concedido o empréstimo, o público depositará, nas contas que mantêm com os bancos particulares, os cheques sacados contra o Banco do Brasil, o que aumentará as reservas dos bancos, provocando um aumento dos créditos concedidos pelo Banco do Brasil, e assim por diante. A única limitação a que esse processo continuasse *ad infinitum* se daria na medida em que os depósitos se convertessem em moeda em poder do público, em cada ciclo dessa expansão. Esse freio pode ser considerado análogo ao exercido pela poupança em relação ao efeito multiplicador dos investimentos autônomos.

Conseqüentemente, tanto os empréstimos por parte do Banco do Brasil, como as reservas dos Bancos se expandem por um múltiplo do aumento inicial das reservas. Podemos afirmar, com segurança, que os valores reais são tais que esse multiplicador, ainda que ignoremos os outros recursos, dá um poder de expansão aos empréstimos do Banco do Brasil, superior ao que se tem verificado na prática.

De acôrdo com dados estatísticos reais, citados abaixo, a expansão real do crédito do Banco do Brasil foi, por vêzes, inferior ao total da soma dos recursos acima mencionados. Acresce que, teoricamente, o Banco do Brasil poderia utilizar tanto o redesconto como o aumento dos depósitos do setor público (principalmente das empresas estatais) para expandir o crédito do setor privado. No entanto, pelo que se pode observar dos dados abaixo, parece que as normas contábeis do Banco do Brasil foram, no sentido de permitir a utilização desses recursos, apenas para financiar o déficit orçamentário, afora o recurso de se utilizar do redesconto para a emissão de papel-moeda (veja-se mais adiante). Com referência ao recurso de se utilizar dos redescontos sob a forma de "Book Money" ele sempre esteve subordinado ao arbítrio do Diretor da Carteira de Redesconto.

Principais itens do Balanço do Banco do Brasil — 31/12/1960
(em milhões de cruzeiros)

A T I V O		P A S S I V O	
I	Empréstimos ao Setor Privado 197	I	
II	Empréstimos ao Setor Público 156	(1)	Depósitos Voluntários 38
III	Outros (principalmente contas cambiais) 81	(2)	Depósitos Compulsórios 7
	Total 434	(3)	Lucros das Transações Cambiais —
		(4)	Reservas dos Bancos 107
		Total I 152
		II	
		Depósitos das Entidades Governamentais	92
		Redescontos	77
		Total II	169
		III	
		Outras Contas	
		(1)	Transações com o exterior
		Capitais	24
		Outras	70
		Total III	94
		Total	415

Principais itens do Balanço do Banco do Brasil — 31/12/1961
(em milhões de cruzeiros)

A T I V O		P A S S I V O	
I	Empréstimos ao Setor Privado 293	I	
II	Empréstimos ao Setor Público 317	(1)	Depósitos Voluntários 89
III	Miscelâneas (principalmente contas cambiais) 235	(2)	Depósitos Compulsórios 99
	Total 847	(3)	Lucros auferidos nas transações cambiais 52
		(4)	Reservas dos Bancos 143
		Total I 383
		II	
		(1)	Depósitos das entidades governamentais 111
		(2)	Redescontos 172
		Total II 283

III

Outras Contas

Transações com o exterior	
Itens de capital	83
Outros	90
Total II	173
Total	839

Nota — Dos dados acima conclui-se: a) que os recursos enumerados no item I foram suficientes para “financiar” o setor privado; b) que os recursos mencionados no item II foram totalmente absorvidos pelo financiamento dos empréstimos ao setor público. No entanto, os dados de 1960 mostram um comportamento algo distinto, ou seja os recursos do grupo I não foram totalmente suficientes para o financiamento do setor privado enquanto os do grupo II foram ligeiramente superiores ao total exigido pelo financiamento do setor público.

No que concerne à segunda limitação eventual à concessão de empréstimos, vale dizer, a limitação da emissão do papel moeda, podemos fazer as seguintes observações:

Os dados estatísticos demonstram que a expansão total do volume de papel moeda foi inferior ao déficit orçamentário. Logo, com muito mais razão, podemos concluir que a expansão do volume de papel-moeda provocada pelo déficit orçamentário — em outras palavras, a expansão do volume de papel-moeda que se originou do fato de o público desejar manter parte dos haveres monetários, que recebeu em consequência do déficit orçamentário, sob a forma de papel moeda, seria menor que o referido déficit. No entanto, esse ponto de vista leva em consideração o fato de que o déficit orçamentário implica, necessariamente, num aumento dos preços e conseqüentemente numa expansão nominal, tanto dos empréstimos do Banco do Brasil, como dos bancos particulares apenas para mantê-los constantes em termos reais. Essa expansão nominal do crédito também resulta, em parte, num aumento da emissão de papel moeda.

Destarte, concentrando-nos no ponto essencial, podemos imaginar qual seria a expansão do volume de papel-moeda que decorreria de um dado aumento do nível real do crédito concedido pelo Banco do Brasil ao setor privado.

A fórmula que poderia ser, teoricamente, deduzida da apresentada na memória “A análise do processo inflacionário” é a seguinte:

$$(M_0 + D'_0 + RD''_0) P - AC'_1 = E(1 + P/2) *$$

Supõe-se que M_0 , D'_0 , RD''_0 e E são constantes. Se derivarmos em relação a C'_1 , obteremos

(*) Ver pág. 8.

$$\frac{dp}{dc'_1} = \frac{1}{M_0 + D'_0 + RD''_0 - \frac{E}{2}}$$

Por outro lado, sendo $M = M_0 p$, teremos

$$(1) \quad \frac{dm}{dc'_1} = M_0 \frac{dp}{dc'_1} = \frac{M_0}{M_0 + D'_0 + RD''_0 + \frac{E}{2}}$$

Para quantificar essa relação e precisar seu sentido, escolhemos o ano de 1957. Para esse ano, o que não se dá nos outros, podemos ter certeza que o crédito bancário expandiu-se além das necessidades reais. A fim de calcular a expansão máxima "em termos das necessidades reais" relativa ao ano de 1952, formulamos a seguinte hipótese. (Cumprir observar que se tomarmos a expansão efetiva do crédito real, verificada no período longo, por refletir as necessidades reais, essas hipóteses darão uma visão deformada da realidade.)

- a) a expansão das despesas governamentais, expressa em percentual do Produto Interno Bruto implica numa redução correspondente no capital das empresas e, portanto, num aumento correspondente das necessidades de crédito.

Não distinguimos, aqui, entre as despesas financiadas por impostos e as financiadas pelo déficit, já que ambas representam um ônus para o setor privado — sendo que, no último caso, o ônus decorreria da inflação. (Na realidade, é provável que grande parte da carga recaia, antes sobre o consumidor e assalariado, que sobre o capital da empresa.)

- b) como o PIB expandiu-se bruscamente em 1957, supõe-se que as necessidades de crédito aumentaram na mesma proporção. (Na verdade a suposição exagera os fatos, já que o PIB expandiu-se, consideravelmente, no curso do prazo longo não ocorrendo senão uma expansão menos que proporcional no crédito bancário.)

Ajustados os dados, para retirar as distorções provenientes das duas causas apontadas acima, ainda assim, verifica-se que o nível do crédito bancário em 31 de dezembro de 1957 tinha se elevado a 7% acima das necessidades reais (supondo-se que no ano anterior estava de acordo com elas, como parece indicar o fato de ele ter seguido a tendência secular.)

Aplicando o percentual aos empréstimos do Banco do Brasil, ver-se-á que eles aumentaram de Cr\$ 6,4 bilhões (em cruzeiros de 1957) além do necessário. A fórmula (1) acima nos dá:

$$\frac{dm}{dc'} = 0,8 \text{ para } 1957.$$

Logo podemos concluir que a expansão exagerada do crédito bancário exigiu uma emissão de papel moeda da ordem de $0,8 \times 6,4 = \text{Cr\$ } 51$ bilhões. Compare-se a cifra com a emissão adicional de 14 bilhões de cruzeiros e com o deficit orçamentário de 40 bilhões.

Chegamos, agora, a uma análise institucional crucial. O processo de emissão de papel-moeda é o seguinte: O governo levanta um empréstimo na carteira de crédito real que, por sua vez, redesconta a letra do Tesouro, dada em garantia do referido empréstimo pelo valor necessário a financiá-lo. Se necessário, a Carteira de Redesconto obtém papel-moeda do Tesouro que é enviado à CREGE para ser entregue aos depositantes ou credores que o exigirem. Nesse ponto as transações triangulares se compensam até o montante da emissão. Segue-se, portanto, que o Tesouro deve emitir num montante fixado pelo aumento da demanda de papel moeda provocado pela expansão dos depósitos e créditos do público contra o Banco do Brasil que, por sua vez, originou-se do fato de o governo ter levantado empréstimos, nesse mesmo Banco, para financiar o deficit orçamentário. Tudo isso é lógico. Do contrário, não seria possível o financiamento do deficit orçamentário.

No entanto, como já apontado, a demanda adicional de papel-moeda não é gerada, apenas, pelo deficit orçamentário. Também procede:

- a) Do fato de a conseqüente alta de preços exigir uma expansão nominal dos empréstimos concedidos ao setor privado, apenas para mantê-lo constante em termos reais;
- b) Do aumento, caso o houver, do volume real dos empréstimos do Banco do Brasil ao setor privado.

É sobremodo difícil calcular, separadamente, as influências de cada um desses três fatores sobre a demanda adicional de papel-moeda. * Advirta-se que jamais se tentou fazer tal cálculo, para o fim de regularizar-se a emissão de papel-moeda.

Conseqüentemente, parece que o acôrdo tácito (o que, naturalmente, deve ser verificado com a SUMOC e com o próprio Banco) tem sido no sentido de permitir que o Banco do Brasil sane suas dificuldades, apelando para a Carteira de Redesconto, que, por seu turno, obtém do Tesouro, uma emissão de papel-moeda equivalente ao nível dos empréstimos governamentais (deficit orçamentário).

Isso, sem embargo do fato de as despesas governamentais, responsáveis pelo deficit, gerarem uma demanda adicional de papel-moeda, consideravelmente menor que o montante desse deficit, ainda quando se leve

*) Podemos observar que esse também o ponto de vista de J. P. Velloso — obra citada — pág. 15 § 5a

em conta o conseqüente aumento do volume de crédito concedido pelo Banco do Brasil, a fim de manter seu nível constante em termos reais (comparem-se as tabelas IX-I e IV-e do P.A.E.G.)

Destarte, ao que parece, o Banco do Brasil ficou com uma considerável liberdade de ação, no que respeita à expansão do crédito, desembaraçada das peias impostas pelo teto da emissão de papel-moeda.

Os cálculos acima mencionados permitem comparar a demanda adicional de moeda, gerada em 1957, pela expansão real do crédito, com a grande diferença que separa o total do deficit orçamentario do total da demanda de moeda criada, assim por êle, como pela expansão puramente nominal do crédito, o que dá uma idéia da magnitude dessa liberdade, que nunca o Banco do Brasil explorou a fundo.

Podemos concluir, do que ficou dito, que o contrôle exercido pela Carteira de Redesconto, sôbre a concessão de empréstimos por parte do Banco do Brasil carecia de eficácia, nada obstante ser ela uma repartição dotada de bastante liberdade, *sempre que o deficit orçamentário era vultoso*.

Isso porque:

- a) Tendo em vista a abundância dos outros recursos, os redescontos concedidos sob a forma de "Book Money", não chegavam para financiar a expansão do crédito concedido pelo Banco do Brasil.
- b) O acôrdo tácito, relativo à emissão de papel-moeda, juntamente com a existência de grandes deficits orçamentários, deixava ao Banco do Brasil uma considerável liberdade para obter, automaticamente, os redescontos que seriam convertidos em papel moeda a fim de satisfazer a demanda gerada pela expansão do crédito.

S U M M A R Y

The paper deals with the inflationary effects of the Banco do Brasil loans to the Public. The author's rationale is as follows:

1. *For a given level of public holdings of monetary assets in real terms the degree of inflation will be completely determined by the size of the public deficit in real terms. As is evident, the lower this magnitude, the lower will be the rate of inflation.*
2. *Redistribution of the volume of credit between the Bank of Brazil and the private banks, keeping total bank credit constant in real terms, will not by itself alter the rate of inflation. (Here it is ex-*

cluded from consideration the subsidized real rate of interest charged by the Bank of Brasil).

3. *As is almost obvious, the rate of inflation will be greater, the greater is the real level of bank credit.*
4. *If the public should reduce its holdings of monetary assets in real terms, and if the authorities follow a policy of maintaining the level of real credit, the rate of inflation will tend to increase.*
5. *However, under the same hypothesis as in (4), it may be possible for the authorities to restrain inflation to the programmed rate, increasing the reserve ratio and reducing the volume of rediscounts. However, this would imply reduction of total bank credit in real terms.*
6. *The excess of the Bank of Brazil's loans over its deposits produces an inflationary effect, whenever the government deficit is positive. This effect will be of greater magnitude, the larger the government deficit in real terms.*
7. *The fluctuations of bank credit during the year, taking into account seasonal facts, will affect the rate of inflations. If bank credit in real terms, were even temporarily increased and subsequently restored to its original level before the end of the year, total inflation for the year will be greater.*