

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE DE
RIBEIRÃO PRETO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

MARCELO LOURENÇO FILHO

**Banco central para estabilização ou amparo à produção?
O pensamento de Gudin, Bulhões, Lafer e Vergueiro César (1929-1964)**

Orientador: Prof. Dr. Renato Leite Marcondes

Ribeirão Preto

2023

Prof. Dr. Carlos Gilberto Carlotti Junior
Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Fabio Augusto Reis Gomes
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto

Prof. Dr. Milton Barossi Filho
Chefe do Departamento de Economia

Prof. Dr. Luciano Nakabashi
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Economia

MARCELO LOURENÇO FILHO

**Banco central para estabilização ou amparo à produção?
O pensamento de Gudin, Bulhões, Lafer e Vergueiro César (1929-1964)**

Versão corrigida. A original encontra-se disponível na FEA-RP/USP.

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Ciências.

Área de concentração: Economia

Orientador: Prof. Dr. Renato Leite Marcondes

Ribeirão Preto

2023

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

FICHA CATALOGRÁFICA

Lourenço Filho, Marcelo

Banco central para estabilização ou amparo à produção? O pensamento de Gudin, Bulhões, Lafer e Vergueiro César (1929-1964).

Ribeirão Preto, 2023.

202 p.: il. ; 30 cm

Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade de São Paulo.

Orientador: Prof. Dr. Renato Leite Marcondes.

1. História do pensamento econômico brasileiro. 2. Banco Central do Brasil. 3. Eugênio Gudin Filho. 4. Octávio Gouvêa de Bulhões. 5. Horácio Lafer. 6. Abelardo Vergueiro César. I. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto. II. Título.

CDD - 330

*Aos meus avôs, Pedro Lourenço e
José Luiz Britto, que se foram cedo demais.*

AGRADECIMENTOS

A dificuldade de se escrever agradecimentos é um clássico na história dos agradecimentos. Esta tarefa, porém, impõe-se: como diz em um de seus sonetos o poeta Camilo Pessanha, “a jornada é maior indo sozinho”, e muitas pessoas ajudaram-me ao longo da jornada que foi cursar o mestrado e escrever esta dissertação. Ficam aqui, portanto, meus agradecimentos:

Ao meu orientador, professor Renato Leite Marcondes, com quem aprendi muito nos últimos anos. Sou muito grato por sua generosidade, atenção, disponibilidade e incentivo ao longo da pesquisa – e também por sua paciência em ler e conversar sobre as muitas versões das seções e capítulos desta dissertação.

Aos professores Carlos Eduardo Suprinyak e Alexandre Macchione Saes, pelos valiosos comentários e sugestões feitos durante a defesa, os quais tentei incorporar ao máximo nesta versão final do trabalho. Também agradeço ao professor Amaury Gremaud, que participou do exame de qualificação e me deu boas sugestões.

Ao professor Juan Acosta, da Universidad del Valle, que chamou a minha atenção para a importância do CEMLA e das Reuniões de Técnicos dos Bancos Centrais do Continente Americano, de que trato nesta dissertação. Também agradeço ao professor Celso Lafer pela gentileza em me ajudar a procurar informações e documentos sobre Horácio Lafer.

À Julia Batista e à Gabriela Zangiski, que me ajudaram enviando materiais da FEA/USP e da EPGE/FGV, respectivamente.

A todos que teceram comentários e deram sugestões nos congressos em que partes deste trabalho foram apresentadas, notadamente a Conferência da ALAHPE (abril de 2022, em Montevideo), Encontro da ABPHE (setembro de 2022, em Campinas) e Encontro da ANPEC (dezembro de 2022, em Fortaleza).

Aos professores Milton Barossi Filho, Luciano Nakabashi, Fabio Barbieri e Eliezer Martins Diniz, que me acolheram como auxiliar em suas disciplinas ao longo do mestrado.

A todos os amigos do PPGE, pela convivência (mesmo limitada em tempos pandêmicos).

Ao Departamento de Economia da FEA-RP/USP, por todo o apoio institucional.

Ao Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq) pelo financiamento dos meus dois anos de pesquisa (Modalidade GM – Processo: 130273/2021-0).

À minha família, pelo apoio.

Retomo, para concluir, o soneto de Pessanha: “Vai já rompendo o sol: vamos embora.”

“Qu’il s’agisse de l’État et de sa politique ou de l’économiste et de ses théories scientifiques, à tous s’impose une grande prudence, une extrême modestie. Il faut reconnaître la difficulté des problèmes, renoncer aux solutions hâtives et rigides. Il faut respecter la réalité diverse et multiple, ne pas essayer de l’asservir à des conceptions trop absolue, ne pas voir dans le monde économique un simple ensemble de rouages mécaniques ni une matière passive qu’on puisse façonner à volonté. Autrement la réalité se venge. Et c’est l’erreur des théories ou l’échec des gouvernement.” - Albert Aftalion (1937, p. 455).

RESUMO

Lourenço Filho, Marcelo. **Banco central para estabilização ou amparo à produção? O pensamento de Gudin, Bulhões, Lafer e Vergueiro César (1929-1964)**. Dissertação (Mestrado em Economia) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo. Ribeirão Preto, 2023.

Essa dissertação é um estudo sobre a questão do banco central no pensamento econômico brasileiro no período de 1929 a 1964. Após analisar o longo percurso institucional para a criação do Banco Central do Brasil (BCB), propomos a organização das ideias sobre banco central no período em duas linhas de pensamento. A primeira, cujos expoentes são Abelardo Vergueiro César e Horácio Lafer, compreendia que o banco central deveria ser um instrumento de amparo à produção. Esses dois autores, que eram políticos paulistas e empresários, argumentavam que os problemas de natureza monetária e financeira enfrentados pelo país eram derivados do próprio subdesenvolvimento. Assim, ao banco central caberia uma ação direta em favor do desenvolvimento da produção, notadamente através do fomento ao crédito especializado. A segunda linha, liderada por Eugênio Gudin e Octávio Bulhões, compreendia que o banco central deveria estar a serviço da estabilização. Esses autores, que foram dois dos principais economistas da época e bastante ativos na academia e em cargos públicos, compreendiam que os problemas monetários eram essencialmente derivados do excesso de oferta de moeda e de crédito. Desta forma, diante do entendimento de que a moeda estável seria uma das condições para o desenvolvimento, ao banco central caberia buscar este objetivo através de políticas de forte controle dos meios de pagamento. Ainda sobre Gudin e Bulhões, discutimos outros dois aspectos: a divergência que existiu entre esses dois autores no início dos anos 1950 sobre a conveniência de se criar o banco central em condições não ideais e a inovativa ideia de Bulhões de que o banco central deveria dispor de um “tributo monetário”. Os diferentes entendimentos das linhas de pensamento davam diferentes sentidos à política de crédito ideal concebida pelos autores: para Gudin e Bulhões, tal política seria dirigida no sentido da seletividade e do controle; para Vergueiro César e Lafer, da especialização e do estímulo. A partir de minuciosa pesquisa em fontes de diversas naturezas e baseando-nos em textos ainda pouco discutidos pela literatura econômica, apresentamos as ideias desses quatro autores sobre o banco central à luz dos acontecimentos históricos e da evolução da economia brasileira. Argumentamos que a consideração dessas ideias, que refletiam questões e dilemas ainda hoje presentes nas discussões monetárias, é importante para um melhor entendimento acerca da formação do BCB. Acreditamos que nossa contribuição tenha três dimensões: i) a identificação da existência de um debate público contínuo no Brasil a respeito do banco central; ii) a afirmação da existência de um pensamento econômico sobre o banco central no Brasil, constituído pelas duas linhas supracitadas; e iii) a discussão sobre o que o pensamento dos autores aqui apresentados sugere em termos de explicações para o atraso brasileiro na criação de seu banco central.

Palavras-chave: Banco Central do Brasil, Pensamento econômico brasileiro, Eugênio Gudin, Octávio Gouvêa de Bulhões, Horácio Lafer, Abelardo Vergueiro César.

ABSTRACT

Lourenço Filho, Marcelo. **Central bank for stabilization or production support? The economic thought of Gudin, Bulhões, Lafer, and Vergueiro César (1929-1964)**. School of Economics, Business and Accounting of Ribeirão Preto, University of São Paulo. Ribeirão Preto, 2023.

This dissertation is a study on the issue of the central bank in the Brazilian economic thought from 1929 to 1964. After analyzing the long institutional path to the creation of the Central Bank of Brazil (BCB), we propose the organization of the ideas about central banking in the period in two lines of thought. The first, whose exponents are Abelardo Vergueiro César and Horácio Lafer, understood that the central bank should be an instrument to support production. These two authors, who were São Paulo politicians and businessmen, argued that the monetary and financial problems faced by the country were derived from underdevelopment itself. Therefore, the central bank would be responsible for a direct action in favor of the development of production, notably through the promotion of specialized credit. The second line, led by Eugênio Gudin and Octávio Bulhões, understood that the central bank should be at the service of stabilization. These authors, who were two of the leading economists of the time and very active in academia and in political positions, understood that monetary problems were essentially derived from the oversupply of money and credit. In this way, with the understanding that a stable currency would be one of the conditions for development, the central bank would pursue this objective through policies of strong control of the means of payment. Still about Gudin and Bulhões, we discussed two other aspects: the divergence that existed between these two authors in the early 1950s about the convenience of creating a central bank in non-ideal conditions and Bulhões' innovative idea that the central bank should dispose of a "monetary tax". The different understandings of the lines of thought gave different directions to the ideal credit policy conceived by the authors: for Gudin and Bulhões, such policy would be directed towards selectivity and control; for Vergueiro César and Lafer, towards specialization and stimulus. Based on detailed research in various sources and on texts that have been little discussed in the economic literature, we present these four authors' ideas about the central bank in the light of historical events and the evolution of the Brazilian economy. We argue that the consideration of these ideas, which reflected issues and dilemmas still present today in monetary discussions, is important for a better understanding of the formation of the BCB. We believe that our contribution has three dimensions: i) the identification of the existence of a public debate in Brazil about the central bank; ii) the affirmation of the existence of an economic thought about the central bank in Brazil, constituted by the two aforementioned lines; and iii) the discussion about what the thought of the authors presented here suggests in terms of explanations for the Brazilian delay in the creation of its central bank.

Keywords: Central Bank of Brazil, Brazilian economic thought, Eugênio Gudin, Octávio Gouvêa de Bulhões, Horácio Lafer, Abelardo Vergueiro César.

LISTA DE SIGLAS

| | |
|-------|-----------------------------------------------------|
| BB | Banco do Brasil |
| BCB | Banco Central do Brasil |
| BNDE | Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico |
| Camob | Caixa de Mobilização Bancária |
| Cared | Carteira de Redesconto |
| CBE | Congresso Brasileiro de Economia |
| CEMLA | Centro de Estudos Monetários Latino-americanos |
| CEPAL | Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe |
| CNE | Conselho Nacional de Economia |
| CREAI | Carteira de Crédito Agrícola e Industrial |
| Fed | Federal Reserve System |
| FMI | Fundo Monetário Internacional |
| CMN | Conselho Monetário Nacional |
| RBE | Revista Brasileira de Economia |
| SBEE | Sociedade Brasileira de Estudos Econômicos |
| Sumoc | Superintendência da Moeda e do Crédito |
| TN | Tesouro Nacional |
| TQM | Teoria quantitativa da moeda |

SUMÁRIO

| | | |
|----------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| 1 | INTRODUÇÃO..... | 19 |
| 2 | O LONGO PERCURSO INSTITUCIONAL ATÉ O BANCO CENTRAL | 27 |
| 2.1 | BANCOS CENTRAIS ENQUANTO INSTITUIÇÕES NACIONAIS | 27 |
| 2.2 | AS PROPOSTAS DE CRIAÇÃO DO BANCO CENTRAL BRASILEIRO..... | 31 |
| 2.2.1 | <i>Os primeiros passos da autoridade monetária no Brasil.....</i> | <i>32</i> |
| 2.2.2 | <i>Da Missão Niemeyer ao projeto Souza Costa.....</i> | <i>35</i> |
| 2.2.3 | <i>A criação da Sumoc.....</i> | <i>40</i> |
| 2.2.4 | <i>O projeto Correia e Castro</i> | <i>44</i> |
| 2.2.5 | <i>Os projetos dos anos 1960</i> | <i>49</i> |
| 2.2.6 | <i>O CEMLA e as Reuniões de Técnicos de Bancos Centrais.....</i> | <i>51</i> |
| 2.2.7 | <i>A criação do BCB.....</i> | <i>54</i> |
| 3 | ABELARDO VERGUEIRO CÉSAR E HORÁCIO LAFER: O BANCO CENTRAL COMO INSTRUMENTO DE AMPARO À PRODUÇÃO (1935-1949) | 58 |
| 3.1 | O BANCO CENTRAL E O AMPARO À PRODUÇÃO | 62 |
| 3.2 | ABELARDO VERGUEIRO CÉSAR..... | 64 |
| 3.2.1 | <i>O pensamento econômico de Vergueiro César</i> | <i>66</i> |
| 3.2.2 | <i>Os debates sobre a reforma bancária nos anos 1930</i> | <i>70</i> |
| 3.2.3 | <i>A campanha pelo banco central e a análise do projeto Correia e Castro.....</i> | <i>77</i> |
| 3.3 | HORÁCIO LAFER | 83 |
| 3.3.1 | <i>O pensamento econômico de Horácio Lafer.....</i> | <i>85</i> |
| 3.3.2 | <i>O crédito como problema de conjunto e a conveniência de se criar o banco central</i> | <i>89</i> |
| 3.3.3 | <i>A oposição aos lastros e a discussão sobre o papel do Banco do Brasil.....</i> | <i>94</i> |
| 3.4 | UM OLHAR GERAL SOBRE AS IDEIAS APRESENTADAS | 105 |
| 4 | EUGÊNIO GUDIN E OCTÁVIO BULHÕES: O BANCO CENTRAL A SERVIÇO DA ESTABILIZAÇÃO (1929-1964)..... | 109 |
| 4.1 | EUGÊNIO GUDIN | 113 |
| 4.1.1 | <i>O banco central como garantidor do padrão-ouro.....</i> | <i>113</i> |
| 4.1.2 | <i>O estabelecimento de precondições</i> | <i>121</i> |
| 4.1.3 | <i>A oposição enfática</i> | <i>126</i> |
| 4.2 | OCTÁVIO BULHÕES | 134 |
| 4.2.1 | <i>A defesa do banco central</i> | <i>136</i> |
| 4.2.2 | <i>O equilíbrio orçamentário como precondição</i> | <i>147</i> |
| 4.2.3 | <i>O tributo monetário.....</i> | <i>152</i> |
| 4.3 | A DIVERGÊNCIA E AS CONVERGÊNCIAS | 174 |
| 5 | CONSIDERAÇÕES FINAIS | 178 |
| 6 | REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS..... | 187 |

1 Introdução

A história da formação do Banco Central do Brasil (BCB) é marcada por suas particularidades. Talvez a principal delas seja o longo percurso institucional que se deu até a criação desta instituição. Enquanto boa parte das economias europeias já tinha seus bancos centrais em estado avançado de desenvolvimento no fim do século XIX e a maior parte dos países americanos já os tinha criado no primeiro terço do século XX, o Brasil só foi criar o seu próprio banco central em 1964. Isto ocorreu ainda preservando uma série de mecanismos que impediram, ao longo de décadas, que o banco central exercesse plenamente o seu papel de autoridade monetária.

O caráter peculiar dessa história, que é marcada por um forte gradualismo, já foi amplamente discutido por diversos trabalhos, como Souza Gomes (1967), Lago (1982), Corazza (2006), Malan (2010) e Villela (2017). Nesta literatura, é bastante clara a compreensão de que foram muitas as resistências à criação do banco central, o que acabou culminando no que Franco (2017, p. 290) chama de uma prolongada “adolescência monetária” no país. Existe, porém, um conjunto amplo de questões sobre esse assunto que ainda não foi devidamente discutido pela literatura de pensamento econômico. Isto é, as ideias sobre banco central que circularam no Brasil neste longo percurso institucional, que subsidiaram as discussões ou que as refletiram, não foram ainda devidamente investigadas. Na verdade, em trabalhos clássicos sobre pensamento econômico brasileiro, como o de Bielschowsky (2004), a questão do banco central aparece apenas periféricamente, sendo praticamente ignorada pela influente corrente desenvolvimentista.

Dentre as questões ainda não foram devidamente discutidas, a mais importante talvez seja: existiu no Brasil, antes de 1964, um pensamento econômico sobre o banco central? Em caso de resposta afirmativa, outras questões gerais são derivadas: em que bases teóricas esse pensamento assentava-se? Quais suas preocupações centrais? Houve mais de uma linha de pensamento? O que este pensamento compreendia em termos de objetivos para um banco central no Brasil? O que a análise deste pensamento sugere em termos de explicações para a demora na criação do banco central no país? Dar um primeiro passo no sentido de responder a estas perguntas é o principal objetivo dessa dissertação.

O presente estudo situa-se no campo da história do pensamento econômico e o nosso esforço de pesquisa foi no sentido de i) levantar textos dos autores que aqui consideramos os principais pensadores sobre o banco central antes de 1964, com especial interesse por aqueles textos que ainda não foram discutidos em trabalhos anteriores e ii) reconstruir historicamente

as ideias destes autores. Por “pensamento econômico”, cabe esclarecer, nos referimos ao estudo de argumentos econômicos conforme aplicados a questões de política econômica. De fato, os autores de que tratamos voltam-se sempre à análise de questões práticas, como os projetos de criação do banco central e a relação destes com os problemas econômicos em cada ponto do tempo.

A natureza da discussão impõe a consideração do já referido percurso institucional que se deu até a criação do BCB, levando em conta todos os projetos e tentativas de reforma bancária, assim como os papéis do Tesouro Nacional (TN) e, especialmente, do Banco do Brasil (BB) neste processo. Isto porque a ausência de um banco central não implicou na inexistência de políticas monetária e bancária no país, embora resultasse muitas vezes em formulação e execução descoordenadas e assistemáticas destas políticas. Como se sabe, o BB tinha uma atuação ampla e desempenhou, na ausência do banco central e mesmo após a criação da Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc), em 1945, o papel de um “quase banco central” (Goodhart, 1988, p. 35). Ademais, até a criação do BCB, a faculdade emissora era atribuição do TN. A competência de autoridade monetária¹ foi, por assim dizer, compartilhada por diversos órgãos por décadas. Esta tarefa de discutir os projetos de reforma bancária e as propostas e tentativas de criação do banco central é por nós endereçada no capítulo 2.

O período por nós considerado é o de 1929 a 1964. Neste intervalo, capturamos desde o período imediatamente anterior à Missão Niemeyer (1931), que colocou o tema do banco central na pauta nacional de forma significativa, até a efetiva criação do BCB em 1964. Trata-se, portanto, de um período rico em termos de debates sobre o assunto.

Nossa pesquisa sugere a existência de duas linhas de pensamento a respeito do banco central no período em questão. As duas linhas identificadas, embora não constituam conjuntos de ideias estanques, eram essencialmente distintas no que se refere à compreensão da missão principal que um banco central deveria ter no Brasil. A primeira linha, cujos principais expoentes foram Eugênio Gudim e Octávio Bulhões, é a que compreende que um banco central deveria estar a serviço da estabilização da economia. A segunda, representada principalmente por Horácio Lafer e Abelardo Vergueiro César, compreende que o banco central deveria ser um instrumento de amparo à produção.

¹ Entendemos a autoridade monetária como o órgão ou o conjunto de órgãos oficiais que dispõem de instrumentos capazes de controlar e afetar diretamente os agregados monetários do país. Desta forma, o Brasil, mesmo não dispondo de um banco central por décadas, sempre dispôs de um conjunto de órgãos que perfizeram o papel de autoridade monetária.

Os dois principais critérios utilizados para selecionar estes pensadores foram: i) relevância e ii) produção intelectual sistemática. Com base nisso, acreditamos que os autores de que tratamos aqui – Gudin, Bulhões, Lafer e Vergueiro César – são os quatro mais importantes pensadores brasileiros sobre o banco central do segundo terço do século XX. Tratam-se de figuras que têm passagens expressivas pela administração pública brasileira – três dos quais foram, inclusive, Ministros da Fazenda – e que se dedicaram sistematicamente a tratar da questão do banco central em diferentes momentos da economia nacional. Eles compunham um conjunto de intelectuais e políticos ativamente interessados nas discussões que envolviam os aspectos teóricos e práticos dos temas econômicos. Gudin e Bulhões, por exemplo, têm uma relação de proximidade intelectual amplamente reconhecida;² Gudin, Lafer e Vergueiro César compuseram o Conselho Técnico de Economia e Finanças durante o primeiro governo Vargas;³ Vergueiro César e Lafer foram colegas na Comissão de Finanças da Câmara nos anos 1930 e integrantes da Sociedade Brasileira de Estudos Econômicos, grupo de intelectuais fundado em 1937;⁴ além disso, há citações mútuas frequentes entre estes autores em seus escritos. Desta forma, temos que Gudin, Bulhões, Lafer e Vergueiro César, não obstante as diferenças significativas em termos de pensamento e de trajetória, inseriram-se em um ambiente intelectual com algum grau de proximidade e interação.

A classificação que propomos aqui das linhas de pensamento, tal como toda classificação, corre o risco de recair em simplismos. Neste sentido, é claro que Gudin e Bulhões eram favoráveis ao desenvolvimento da produção, assim como Lafer e Vergueiro César entendiam a necessidade de estabilização. Há, porém, um aspecto em particular concernente às suas compreensões sobre a relação entre moeda, crédito e desenvolvimento que nos leva a concluir que suas linhas de pensamento a respeito do banco central seguiam caminhos essencialmente distintos. Por um lado, Gudin e Bulhões compreendiam que uma moeda estável era condição para um bom funcionamento do sistema de preços e da alocação dos recursos pelas forças de mercado – fatores que seriam facilitadores do desenvolvimento da produção. Ao banco central, portanto, caberia a missão de estabilizar os preços para criar condições favoráveis ao desenvolvimento. Por outro lado, Lafer e Vergueiro César compreendiam que os problemas enfrentados pela moeda brasileira eram consequências ou reflexos do subdesenvolvimento e da pobreza econômica do país. Desta forma, a consecução da

² Cf. Bielschowsky (2004, capítulo 4).

³ *O Globo*, 5 de novembro de 1979, p. 24, Abreu (2010b) e Mayer (2010).

⁴ *Correio Paulistano*, 26 de outubro de 1937, p. 4.

estabilização adviria de uma ação direta do banco central enquanto órgão de Estado em favor do desenvolvimento da produção.

Na literatura sobre história do pensamento econômico, são muitos os trabalhos que já se debruçaram sobre as obras de Gudin⁵ e Bulhões.⁶ Ambos são, aliás, apontados por Bielschowsky (2004) como líderes de uma corrente de pensamento – a corrente “neoliberal” – no período de 1945 a 1964. Embora tenham exercido cargos políticos não eletivos, os dois foram professores universitários, de modo que seus pontos de vista sobre o tema do banco central eram mais acadêmicos. Conforme Boianovsky (2012, p. 283), Gudin e Bulhões são adeptos do monetarismo, doutrina que relaciona diretamente a inflação com aumentos na oferta de moeda. Desta forma, o tema do banco central, compreendido como a principal instituição monetária do país, surge quase naturalmente no pensamento de ambos. E, de fato, eles trataram do assunto sistematicamente ao longo de décadas, sendo que sua linha de pensamento do banco central a serviço da estabilização compreende todo o período de 1929 a 1964.

A relevância destes dois autores sobre o assunto também alcança a dimensão prática. Lago (1982, p. 5), por exemplo, aponta para o fato de que o corpo técnico da Sumoc, que foi por vinte anos o “embrião” do banco central, teve sua “formação orientada pelos mestres Eugênio Gudin e Octávio Bulhões”. Bulhões, em particular, tem uma importância na história da constituição da autoridade monetária brasileira que não encontra semelhança com nenhum dos outros autores de que tratamos neste trabalho, já que ele foi o proponente da Sumoc, que ele dirigiu em duas oportunidades (1954-1955; 1961-1962), e foi sob sua gestão no Ministério da Fazenda em que o BCB foi criado.

Nossa análise de Gudin e Bulhões explora a evolução do pensamento de cada um deles no tempo e enfatiza três aspectos em especial. O primeiro deles é a caracterização geral da linha de pensamento do banco central a serviço da estabilização, que é marcada pela defesa enfática do controle dos agregados monetários e da estabilidade dos preços e do produto. O segundo aspecto diz respeito à nossa investigação sobre uma ideia bastante peculiar defendida por Bulhões: a de que a autoridade monetária deveria dispor de um “tributo monetário” para controlar a inflação e a atividade econômica – ideia sobre a qual Gudin também se manifestou. Por fim, o terceiro aspecto é o da divergência que existiu no início dos anos 1950 entre Gudin e Bulhões acerca da conveniência de se criar o banco central no Brasil sob inflação e déficit público elevados. Enquanto Gudin era contrário à ideia, Bulhões era favorável, por ver o banco central como solução destes problemas. Esta divergência, que é apenas mencionada por

⁵ Ver Bielschowsky (2001) e Cavalieri e Cruz e Silva (2021).

⁶ Ver Faro (1990), Reis (1995), Saretta (2001) e Curado (2021).

Bielschowsky (2004, p. 40) e por Campos (1994, p. 662, nota 296), é por nós apresentada em detalhes e considerada em seus pormenores. Tal como veremos, diante das mudanças pelas quais a economia brasileira passou, Bulhões deu razão a Gudin e ambos passaram a se opor à criação do banco central em condições não ideais. É de grande interesse para esta pesquisa, aliás, discutir os motivos pelos quais dois dos principais pensadores do banco central se opuseram, por muitos anos, à sua criação.

A forte presença de Gudin e Bulhões nos debates sobre o banco central pode, num primeiro momento, sugerir que esta questão era discutida predominantemente por autores liberais ou monetaristas, que associavam este banco a objetivos de estabilização da economia brasileira. Lago (1982, p. 2) chega a afirmar que os principais defensores da ideia do banco central no Brasil eram “os expoentes do pensamento econômico liberal”. Através da linha de pensamento do banco central como instrumento de amparo à produção, representada por Vergueiro César e Lafer, buscamos demonstrar a amplitude e diversidade das matrizes teóricas que pensavam e discutiam o banco central no Brasil.

Lafer é um autor já reconhecido pela literatura de pensamento econômico⁷ e, como discutiremos no capítulo 3, há inclusive um debate sobre se ele pode ser considerado um autor desenvolvimentista. Enquanto isso, Vergueiro César é um autor menos conhecido, não existindo, até alcança o nosso conhecimento, um trabalho que trate de seu pensamento econômico. Apesar disso, os elementos de que dispomos, que apresentaremos detalhadamente também no capítulo 3, sugerem que Vergueiro César foi um dos mais dedicados e influentes pensadores brasileiros sobre o banco central nas décadas de 1930 e 1940.

Diferentemente de Gudin e Bulhões, Lafer e Vergueiro César não foram professores universitários e acadêmicos em sentido estrito – foram, na verdade, profissionais do setor empresarial e financeiro e, sobretudo, políticos durante o período que aqui consideramos. Ambos foram deputados federais entre 1934 e 1937 e membros da Comissão de Finanças da Câmara no período em que se discutiu um dos mais importantes projetos de reforma bancária, o projeto Souza Costa. Nos anos 1940, quando surge outro projeto, o do Ministro Correia e Castro, os dois autores voltam a se manifestar sobre o assunto: Vergueiro César em um relatório anexado pelo próprio Correia e Castro em sua mensagem ao Congresso; Lafer, por seu relatório na Comissão de Finanças. Assim sendo, além de artigos e livros, parte da produção destes autores a respeito da reforma bancária deu-se na forma de projetos, relatórios legislativos e discursos. Dado que nosso interesse é tão somente o de estudar as ideias destes autores sobre

⁷ Ver Bastos (2005), Gomes (2008) e Saes (2021).

banco central (e não sua retórica, por exemplo), a forma destas manifestações não tem, nesta pesquisa, grandes implicações metodológicas. Apesar disso, não podemos deixar de reconhecer que os objetivos imediatos e as audiências de Lafer e Vergueiro César eram sensivelmente diferentes dos de Gudin e Bulhões.

O pensamento de Lafer e Vergueiro César apoia-se nos próprios projetos de reforma bancária. Por isso, o período compreendido pela linha de pensamento do banco central a serviço da produção é menor, indo de 1935 a 1949. Isto porque, como apresentaremos no capítulo 2, a partir dos anos 1950 o tema do banco central não foi mais prioritário para o Executivo, tanto que o próprio Lafer, que era entusiasta do tema, quando se tornou Ministro da Fazenda entre 1951 a 1953, não mais patrocinou diretamente esta pauta. Desta forma, além de artigos e livros, a maior parte da produção de Vergueiro César e Lafer a respeito da reforma bancária deu-se na forma de projetos substitutivos, relatórios legislativos e discursos nas décadas de 1930 e 1940. É nesse sentido que distinguimos a argumentação de Gudin e Bulhões, que é mais acadêmica, daquela de Lafer e Vergueiro César, que é mais política. Estes últimos, enquanto deputados, tinham preocupação não apenas com a consistência das ideias que defendiam, mas também com a viabilidade política destas.

Desta forma, a partir do pensamento de Vergueiro César e Lafer, buscamos caracterizar a linha de pensamento do banco central como instrumento de amparo à produção, considerando seus diagnósticos básicos sobre a moeda e a forma pela qual concebem que a autoridade monetária deveria atuar em benefício da economia nacional. Do ponto de vista prático, Vergueiro César e Lafer compreendiam que o banco central deveria ser criado para coordenar o sistema de crédito do país em favor das forças produtivas. Neste sentido, no âmbito da reforma bancária eles defendiam, por exemplo, o estabelecimento de um conjunto de bancos de crédito especializado – proposta que seria francamente combatida por Gudin e Bulhões. Outro aspecto que buscaremos enfatizar é a relativa heterogeneidade da linha de pensamento do banco central a serviço da produção. Isto porque Vergueiro César e Lafer, mesmo tendo forte consonância em termos de diagnósticos e de objetivos do banco central, tinham algumas diferenças sensíveis em termos de pensamento.

Um aspecto que é por nós enfatizado é o das influências externas e do diálogo das ideias dos autores estudados com referências internacionais. Gudin, por exemplo, a partir dos anos 1950, toma do economista inglês Ralph G. Hawtrey a compreensão de que os bancos centrais poderiam ser suscetíveis a pressões dos governos por emissões; Bulhões tem um diálogo contínuo com Gottfried Haberler e Jacob Viner sobre o papel da autoridade monetária; Lafer e Vergueiro César tomam como referências economistas franceses, como Émile Mireaux, Louis

Baudin e Charles Rist; Lafer baseia-se com frequência nos escritos do então governador do banco central da África do Sul, Michiel Hendrik De Kock; e Vergueiro César toma do brasileiro J. F. Normano seu entendimento dos efeitos da pobreza econômica do país sobre a moeda. Há, portanto, um conjunto amplo de influências que buscamos colocar em perspectiva. Do ponto de vista institucional, discutimos também o papel de uma organização em particular, o Centro de Estudos Monetários Latino-Americanos (CEMLA), criada em 1952, i.e., no pós-Segunda Guerra, momento em que organizações multilaterais ganhavam força. Conforme argumentaremos, este centro desempenhou, a nível continental, o papel de fomentar discussões sobre bancos centrais, através, por exemplo, da realização de Reuniões de Técnicos dos Bancos Centrais, cuja sétima edição ocorreu no Brasil, em 1963, tal como apresentaremos no capítulo 2. Além disso, o CEMLA promoveu um conjunto amplo de cursos visando a formação técnica dos quadros dos bancos centrais dos países americanos. Dos autores que consideramos, o mais diretamente envolvido com o CEMLA foi Bulhões, que participou das referidas reuniões e chegou a ministrar cursos ao centro.

No curso da pesquisa, exploramos, em diferentes proporções, quatro conjuntos de fontes:⁸ (a) livros, relatórios técnicos e artigos publicados em revistas acadêmicas; (b) textos publicados em jornais e revistas de grande circulação, anais de congressos e discursos legislativos; (c) correspondências dos autores e (d) reflexões posteriores, i.e., após o período considerado. O conjunto (a) foi explorado principalmente através de visitas a bibliotecas e nele estão incluídos, além dos trabalhos dos autores principais, relatórios de missões estrangeiras, como a Missão Abbink (1948), e de órgãos oficiais, como o Conselho Nacional de Economia. Dado que os fatos geradores das discussões eram as questões conjunturais e os problemas mais imediatos, o conjunto (b) tem especial importância, sendo que se destacam a Hemeroteca Digital da Fundação Biblioteca Nacional e os Diários do Congresso Nacional e do Poder Legislativo como meios de acesso a estas fontes. Neste conjunto estão incluídos também os anais do I Congresso Brasileiro de Economia (1943) e da VII Reunião de Técnicos dos Bancos Centrais (1963). O conjunto (c), embora pequeno, é utilizado pontualmente para ilustrarmos que a discussão sobre o tema do banco central de fato ocorria entre os autores. Os acervos consultados foram: o Acervo Eugênio Gudín em posse do Centro de Pesquisa e Documentação de História Contemporânea do Brasil da Fundação Getúlio Vargas (CPDOC/FGV) e o Fundo Paulo Duarte, disponível no Centro de Documentação Cultural “Alexandre Eulálio” da Universidade Estadual de Campinas (CEDAE/Unicamp). O conjunto (d) refere-se a

⁸ Nas citações diretas que fazemos ao longo deste trabalho, optamos por atualizar a grafia dos textos.

depoimentos dados não só por Gudin e Bulhões, como também por outros economistas ligados à história do BCB, como Casimiro Antônio Ribeiro, Dênio Nogueira e Ernane Galvêas ao CPDOC;⁹ Lafer e Vergueiro César não são contemplados neste conjunto, já que não identificamos depoimentos dados por eles.

A estratégia expositiva adotada nesta dissertação é a de, uma vez caracterizada a linha de pensamento dos autores, discutir suas ideias individualmente e cronologicamente, isto é, considerando a evolução do pensamento à luz das questões conjunturais que se impunham. Embora a estratégia adotada tenha o ônus da frequente recapitulação dos principais acontecimentos (como os projetos de reforma bancária), ela permite uma exposição sistematizada das ideias de cada um dos autores.

Acreditamos que esta dissertação tem três contribuições principais às literaturas de pensamento econômico brasileiro e de história do BCB. A primeira delas é a identificação da existência de um debate público contínuo no Brasil a respeito do banco central, que ilustramos não apenas a partir dos quatro principais autores que discutimos, mas também por diversos outros autores que escreveram sobre o assunto em diferentes meios e contextos. A segunda e talvez principal contribuição é a afirmação da existência de um pensamento econômico sobre o banco central no Brasil, constituído por duas linhas distintas, quais sejam, o pensamento do banco central a serviço da estabilização e como instrumento de amparo à produção. Os debates e dilemas enfrentados por estas linhas de pensamento esbarram em questões de grande atualidade para o debate público, como os princípios de ação da autoridade monetária, seus objetivos e a sua relação com o governo. A terceira contribuição é a discussão sobre o que o pensamento dos autores aqui apresentados sugere em termos de explicações para o atraso brasileiro na criação de seu banco central.

Esta dissertação está organizada em cinco capítulos. Após o primeiro, que é esta introdução, no capítulo dois nós tratamos do longo percurso institucional que se deu até a criação do BCB. Nos capítulos três e quatro, caracterizamos e discutimos em detalhes, respectivamente, as linhas de pensamento do banco central como instrumento de amparo à produção e a serviço da estabilização. Por fim, o trabalho é concluído no capítulo cinco com nossas considerações finais, em que comparamos as duas linhas de pensamento e discutimos a questão da demora na criação do BCB à luz das ideias dos autores aqui analisados.

⁹ Boa parte destes depoimentos adveio de um convênio entre o BCB e o CPDOC, que resultou no projeto “Memória do Banco Central do Brasil”. A exceção é o depoimento de Gudin, que foi feito pelo CPDOC em parceria com o jornal *O Globo* e foi publicado por este último diariamente, em 62 partes, entre 14 de outubro e 14 de dezembro de 1979.

2 O longo percurso institucional até o Banco Central

Se fôssemos considerar desde os primórdios dos projetos de criação de um banco central emissor no país, como o projeto Batista-Vidal, de 1918, até a recém estabelecida autonomia do banco central em 2021, seria possível afirmar que a história da formação da autoridade monetária independente no Brasil tem mais de cem anos. Seria, portanto, impossível aqui darmos conta de toda essa história e seus meandros. Dessa forma, buscaremos apresentar neste capítulo um arrazoado de seus principais acontecimentos, em especial até 1964, quando o BCB é formalmente constituído. Antes disso, discutiremos brevemente os bancos centrais enquanto instituições nacionais, alguns dos debates teóricos relativos a eles e a sua chegada aos países latino-americanos.

2.1 Bancos centrais enquanto instituições nacionais

Esta dissertação alicerça-se na importância histórica da constituição de uma instituição brasileira: o BCB. Isso nos remete à literatura econômica sobre instituições. De modo geral, o estudo acerca da importância das instituições para o desenvolvimento dos países nos remete à economia política clássica, mas ganhou certa notoriedade no século XX a partir de trabalhos de pesquisadores como Douglass North. Em um importante artigo, North (1991) define uma instituição como uma restrição (formal ou informal) que estrutura a interação política, econômica e/ou social. No caso de um banco central, trata-se de um conjunto de restrições formais que ordenam e reduzem riscos e incertezas relativas aos ambientes econômico e financeiro. É bastante consolidada na literatura econômica a importância de instituições sólidas para o crescimento e desenvolvimento econômico: Acemoglu et al. (2005) argumentam que elas são causas fundamentais para explicar as trajetórias de longo prazo de crescimento dos países. Neste sentido, torna-se importante enfatizar a formação e o desenho destas instituições, de modo a melhor compreendermos os seus mecanismos e os incentivos gerados aos agentes econômicos.

A literatura existente sobre bancos centrais é ampla, abrangendo trabalhos com diferentes dimensões e abordagens. De modo geral, atualmente compreendemos os bancos centrais como instituições que são: i) públicas (i.e., partes do aparato do Estado), ii) detentoras do monopólio da emissão de moeda no país, iii) reguladoras do sistema financeiro, iv) depositárias das reservas internacionais e v) supridoras de liquidez ao sistema bancário. Conforme aponta Bordo (2007), a importância da existência dos bancos centrais reside no papel que estas instituições desempenham em: i) manter a estabilidade de preços (i.e., garantir uma taxa de inflação baixa e previsível), ii) estabilizar o lado real da economia (ou ainda, *suavizar*

os ciclos econômicos), e iii) garantir a estabilidade do sistema financeiro. Apesar dessa configuração e desses objetivos hodiernos, os bancos centrais têm continuamente se aprimorado ao longo dos anos e estão em constante evolução.¹⁰

A história dos bancos centrais nos remete ao século XVII, quando da constituição de bancos como o *Riksbank* (1668), da Suécia, e o Banco da Inglaterra (1694), que funcionavam inicialmente como câmaras de compensação (*clearing houses*) e negociadores de títulos públicos (Goodhart, 1988). A evolução destas e de outras instituições até que passassem a atuar em funções que hoje reconhecemos como típicas de um banco central foi relativamente lenta: o Banco da Inglaterra, por exemplo, só obteve o monopólio da emissão em 1844; o mesmo ocorrera em outros países europeus, como França, Holanda e Bélgica, em que o monopólio da emissão foi estabelecido apenas no século XIX; no caso do *Riksbank* sueco, apenas em 1904.¹¹ Além disso, Goodhart et. al (1994) apontam que o Banco da Inglaterra somente se tornaria um prestador de última instância no século XVIII e boa parte dos demais “bancos centrais” europeus só assumiram esta função nas décadas de 1870 e 1880.

No início do século XX, um episódio particularmente relevante foi o estabelecimento, em 1913, do *Federal Reserve Act*, que criou o banco central dos Estados Unidos (EUA) a partir de um sistema descentralizado, o *Federal Reserve System (Fed)*.¹² Conforme Bordo (2007), o *Fed* foi criado numa onda posterior à dos bancos centrais europeus, já que não se trata de uma instituição que foi assumindo paulatinamente funções de banco central, mas que foi concebida com funções típicas de uma autoridade monetária. A criação do *Fed* é importante não só porque estabeleceu um “guardião da moeda” de um país que ganhava cada vez mais relevância no cenário internacional, mas também porque foi, efetivamente, uma resposta aos graves problemas que o país enfrentava em termos de crises bancárias. Dentre estas, o episódio mais notável foi o pânico de 1907. Assim sendo, desde o início, o *Fed* teve por objetivo tornar os sistemas bancário e financeiro americanos mais estáveis, manejando a oferta de moeda de modo que esta fosse suficientemente “elástica”.¹³

Em seu trabalho sobre a história das teorias monetárias, Arnon (2011) argumenta que o desenvolvimento da teoria econômica dos bancos centrais foi surpreendentemente lento. Para ele, embora o economista inglês Henry Thornton já discutisse, em 1802, a necessidade de um organismo central para controlar o sistema bancário e atuar ativamente em favor da economia,

¹⁰ Siklos (2002).

¹¹ Chang (2004, pp. 163-167).

¹² Um trabalho clássico sobre o *Fed* é o de Meltzer (2010). Em um livro recente, Hetzel (2023) apresenta uma história da política monetária do *Fed* à luz da moderna teoria macroeconômica.

¹³ Friedman e Schwartz (1963, capítulo 5).

suas ideias foram preteridas em favor de outras associadas ao *laissez-faire* e à conversibilidade da moeda – arranjo que ensejaria, segundo seus defensores, um sistema bancário sólido e uma moeda estável sem a necessidade de um órgão central regulador. Apesar disso, segundo Arnon, a partir do fim do século XIX, especialmente pelas contribuições de Knut Wicksell, a ideia de Thornton de bancos centrais ativos como peças importantes das economias nacionais foi retomada, sendo amplamente aceita até os dias de hoje.¹⁴

Grande parte dos debates monetários diz respeito ao princípio a ser seguido para a oferta de moeda. Neste sentido, duas tradições inglesas do século XIX destacam-se: a *banking school* e a *currency school*.¹⁵ Conforme Schwartz (1989), esta última tradição, cuja influência mais notável foi sobre o Banco da Inglaterra e seu *Peel Banking Act* de 1844,¹⁶ defendia que a variação da oferta de moeda deveria acompanhar *pari passu* as variações do estoque de ouro detido pelo banco central. Assim, o *currency principle* refere-se à conversibilidade da moeda. Enquanto isso, a *banking school* era crítica do *currency principle* por considerá-lo muito restritivo. Desta forma, propunha o *banking principle*, segundo o qual as emissões deveriam ser guiadas pelas transações comerciais e pelas necessidades dos negócios da economia.

Neste ponto, cabe destacarmos a importância e influência da doutrina das duplicatas legítimas (*real bills doctrine*),¹⁷ que é uma derivação da *banking school*,¹⁸ cujas origens, conforme Arnon (2011, pp. 40-45), nos remetem às ideias de Adam Smith. Esta doutrina teve considerável influência sobre o *Fed* nos anos 1920, como aponta Bordo (2007), e teve seu apogeu no Brasil no mesmo período, segundo Neuhaus (1975, pp. 60-75). Dentre os autores que discutimos detidamente nesta dissertação, Horácio Lafer é quem tem as ideias mais assemelhadas a esta doutrina. Conforme Selgin (1989), a doutrina aponta para a necessidade da oferta de moeda se expandir passivamente, de modo a atender as necessidades *legítimas* do comércio e da indústria. Neste sentido, não haveria qualquer razoabilidade em impor critérios

¹⁴ Sobre isso, ver Arnon (2011, capítulo 18). Em seu livro, Arnon também argumenta que, embora geralmente se atribua a Walter Bagehot e seu clássico *Lombard Street: A description of the money market* (1873) algum pioneirismo no desenvolvimento de ideias sobre banco central, sua compreensão era essencialmente a de um banco central “defensivo”. Enquanto isso, Thornton já teria concebido, em seu *An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain* (1802) a importância de um banco central ativo, i.e., que tivesse em vista não apenas defender a estabilidade do sistema bancário, mas também de aprimorar o desempenho macroeconômico do país. Ainda sobre o banco central tal como concebido por Thornton, ver Des Roches (2003, pp. 61-63).

¹⁵ Para uma discussão ampla sobre a controvérsia entre estas duas tradições, remetendo-se inclusive à controvérsia bulionista, ver Des Roches (2003, capítulo 3).

¹⁶ A medida, que é conhecida por este nome por ter sido aprovada durante o período em que Robert Peel era Primeiro Ministro, concedeu ao Banco da Inglaterra o monopólio da emissão e estabeleceu uma limitação das emissões relativamente às reservas metálicas do banco.

¹⁷ Também denominada “doutrina do crédito comercial legítimo” ou “doutrina das letras comerciais legítimas”.

¹⁸ Schwartz (1989, pp. 43-44) aponta que o *banking principle* tem três derivações: a doutrina das necessidades do comércio (*needs of trade doctrine*), a lei do refluxo e a doutrina das duplicatas legítimas.

exógenos à oferta monetária, uma vez que esta nunca poderia ser excessiva desde que surgisse mediante a contraparte de um título comercial. Em termos práticos, trata-se da compreensão de que a produção (representada pelo título ou duplicata) pode, pelo sistema bancário, criar seu próprio poder de compra. Desta forma, a expansão monetária não seria inflacionária uma vez que propiciaria seu respectivo incremento na produção. Assim, boa parte do discurso dos defensores da doutrina trata na necessidade de dar ao crédito maior “elasticidade”, o que foi criticado por Friedman e Schwartz (1963, pp. 167-168), que apontam para certa dubiedade no emprego do termo. Esta doutrina receberia uma série de críticas, as quais foram sumarizadas por Humphrey (1982), por não estabelecer critérios claros de limitação da oferta de moeda e por ter respaldado políticas que, segundo estes críticos, levaram a hiperinflações e crises.

É também conveniente abordarmos a problemática definição de em que consiste um banco central. Conforme apontamos acima, existe uma concepção moderna razoavelmente clara a respeito de o que eles são e de quais são suas principais atribuições, mas a questão que se impõe é: quando olhamos retrospectivamente, quais são os atributos que uma instituição precisa ter para ser classificada como um banco central? Essa é uma questão que se impõe na própria história monetária brasileira, já que entre 1923 e 1926 foi concedido ao BB o monopólio da faculdade emissora: isso, conforme veremos adiante, abre uma discussão a respeito de se o Brasil teve neste interregno um “banco central”. Souza Gomes (1967, p. 11) sugere que são bancos centrais “aqueles bancos que não tem propósitos de lucros, senão o de exercer uma função econômico-social, agindo sobre o mercado monetário e sobre a estrutura geral do sistema bancário.” Existem diversos critérios através dos quais podemos classificar instituições como bancos centrais ou não. Autores como Goodhart (1988), Pringle (2001) e Singleton (2011) tratam do assunto. Um primeiro critério, que mencionamos acima pela experiência do BB nos anos 1920, seria o monopólio da emissão; outro seria o atributo de prestador de última instância do sistema bancário. Pode-se ainda considerar que um banco central seria o formulador das políticas relacionadas à moeda, o depositário das reservas dos outros bancos ou das reservas internacionais, o banqueiro do governo ou ainda o regulador e fiscalizador do sistema bancário.

No início do século XX, após a Primeira Guerra Mundial, houve um esforço considerável por parte de certas nações desenvolvidas para restabelecer o sistema monetário internacional (notadamente sob a forma do reequilíbrio das finanças públicas e da restauração do padrão-ouro), e grande parte desse esforço manifestou-se no aperfeiçoamento dos bancos centrais desses países. Outra parte concentrou-se no estímulo à criação de bancos centrais em países periféricos. Isto se deu através dos chamados *money doctors*: economistas de renome,

como Edwin Kemmerer, Edwin Montagu e *Sir* Otto Niemeyer, que foram enviados a países da América Latina com o objetivo de fazer sugestões de política econômica e de propor e assistir a implementação de bancos centrais nestes países.¹⁹ Como resultado, conforme aponta Franco (2017, pp. 307-308), foram criados diversos bancos centrais, como na Colômbia (1923), Chile (1925), México (1925), Guatemala (1925), Equador (1927), Bolívia (1928), El Salvador (1934), Peru (1935) e Argentina (1935). Em um trabalho recente, aliás, Zendejas (2021) aponta para o importante papel desempenhado por estas instituições (naquele momento recém-criadas) na resposta, com políticas anticíclicas, aos efeitos da Grande Depressão sobre esses países.

Enquanto isso, o Brasil foi um dos últimos países da América a implementar um banco central. Casimiro Antônio Ribeiro, figura importante que integrou o BB, a Sumoc e a primeira diretoria do BCB, chega a afirmar que “não há exemplo, no mundo, de país que tenha levado tão longo tempo para criar seu Banco Central, muito menos que tenha deixado a obra inacabada.”²⁰ E, tal como apresentaremos na seção seguinte, houve uma série de tentativas de criá-lo.

2.2 As propostas de criação do banco central brasileiro

Nesta seção, discutiremos, de forma bastante sucinta, as propostas de criação de um banco central no Brasil. Os eventos que apresentaremos tem grande importância para a nossa discussão sobre o pensamento dos autores que estamos aqui estudamos, de modo que, ao longo de toda esta dissertação, nos remetemos com frequência a estes episódios. À luz da exposição que faremos, não é exagero afirmar que a história da constituição do banco central brasileiro é marcada por um profundo gradualismo, o qual reflete uma série de problemas e dificuldades que buscaremos identificar ao longo desta dissertação.

A história que aqui apresentaremos é constituída de três tipos de acontecimentos que se deram até 1964: i) projetos de reforma bancária (propostos tanto pelo Executivo quanto por parlamentares); ii) constituição de carteiras e órgãos especializados que foram somando-se ao longo do tempo, de modo a formar o conjunto fragmentado de autoridades monetárias brasileiras; e iii) acontecimentos mais gerais de importância para a história monetária e bancária brasileira, os quais dialogaram com (ou mesmo motivaram) os referidos projetos e órgãos criados.

¹⁹ Sobre isso, ver Drake (1997) e Flandreau (2003).

²⁰ Ribeiro *apud* Malan (2010).

2.2.1 Os primeiros passos da autoridade monetária no Brasil

Ao longo do século XIX, o Brasil teve diversas experiências monetárias, que passaram sobretudo pela vigência de vários bancos emissores, quase sempre capitaneados pelo “Banco do Brasil” – um mesmo nome que designou diferentes instituições com formatos diversos. Mesmo na presença de um banco nacional de maior porte, este período foi marcado por frequentes crises cambiais e bancárias, com consequentes quebras e liquidações de bancos.

Logo no início do século XX, em 1905, surge o “atual” Banco do Brasil²¹ a partir da reestruturação do seu antecessor, o Banco da República, que estava à beira da falência.²² A partir desta reconfiguração, o BB passou a ter controle direto da União, mas com capital misto, e expandiu consideravelmente as suas operações. Conforme destaca Galvêas (1985, p. 25), quando desta reestruturação, o então Ministro da Fazenda Leopoldo de Bulhões já apontava para a conveniência de o BB assumir certas funções de banco central, como o redesconto de papéis de outros bancos e a assistência a estes em momentos de dificuldade. Fato é que essa instituição ampliou consideravelmente o número de suas agências e o alcance de suas atividades como banco público, sobretudo a partir dos anos 1920, quando o governo brasileiro tornou-se acionista majoritário.

Em 1906, o governo criou a chamada Caixa de Conversão,²³ o que representou uma adoção parcial pelo país ao padrão-ouro. Esta Caixa surgiu no contexto de um conjunto amplo de medidas que visavam atender o setor cafeeiro,²⁴ tendo em vista uma valorização considerável pela qual passara a taxa de câmbio, explicada sobretudo pelo cenário externo favorável e pelo bom desempenho do setor da borracha.²⁵ Desta forma, a criação da Caixa de Conversão surge como uma tentativa de estabilizar a taxa de câmbio, isto é, de impedir novas valorizações. Isto se deu através do que Franco e Lago (2011, p. 24) chamam de um “padrão-ouro na margem”, na medida em que a emissão lastreada se restringia àquelas feitas pela Caixa, não afetando aquelas feitas pelo TN. A partir de 1912, porém, uma série de dificuldades externas passam a impor-se à manutenção da Caixa, que efetivamente encerra suas atividades em 1914, com a eclosão da Primeira Guerra Mundial, e o Brasil abandona o padrão-ouro.

Conforme já discutimos, no período pós-Primeira Guerra houve um esforço por parte de algumas nações para a reconstrução econômica mundial, o que passava pela reestruturação monetária e financeira dos países. Neste sentido, importantes conferências internacionais, como

²¹ Decreto nº 1.455, de 30 de dezembro de 1905.

²² Levy e Medeiros (2010).

²³ Decreto nº. 1.575, de 6 de dezembro de 1906.

²⁴ Junto destas medidas incluem-se as de valorização do café firmadas pelo Convênio de Taubaté (1906).

²⁵ Fritsch (2015).

as de Bruxelas (1920) e de Gênova (1922), apontavam para os bancos centrais como elementos cruciais da reorganização da economia mundial. O Brasil não ficou de fora dessas discussões e os debates sempre envolviam aspectos particulares da economia nacional, como, no caso dos anos 1920 e 1930, as políticas de defesa do café. Com o passar do tempo, alguns institutos semelhantes àqueles próprios de um banco central iam sendo criados, o que não necessariamente significa que seu funcionamento era pleno ou de todo eficaz. Enquanto isso, o BB exercia um papel misto de banco comercial, banco do governo, banco de fomento e de um “quase banco central”, como apontam trabalhos como os de Neuhaus (1975), Barbosa (1983), Galvêas (1985), Goodhart (1988) e Villela (2017).

Em 1918, o então presidente do BB Homero Batista, que no ano seguinte seria nomeado Ministro da Fazenda, sugeriu, num relatório do próprio BB, a conversão deste num banco central de emissão, nos moldes do *Reichsbank* alemão.²⁶ No mesmo ano, o deputado paulista Rafael Sampaio Vidal, repercutindo a sugestão de Batista, apresentou ao Congresso Nacional um projeto propondo esta conversão do BB. No âmago do projeto Batista-Vidal estava uma inclinação essencialmente papelista, o que fez com que esbarrasse no parlamento, onde ideias metalistas tinham força considerável.²⁷ De fato, Neuhaus (1975, p. 60) aponta para o fato de que boa parte dos entusiastas do banco central neste momento eram adeptos da doutrina das duplicatas legítimas.

Na esteira das discussões iniciadas por este projeto, assim como por outro apresentado pelo deputado Carlos de Campos,²⁸ em 1920, por iniciativa do então Ministro Batista, foi criada a Carteira de Redesconto (Cared)²⁹ do BB, possibilitando a este redescotar títulos de outros bancos (“efeitos do comércio, letras de câmbio e saques emitidos em moeda nacional”) até o limite operacional de cem mil contos de réis.³⁰ Muito embora esta carteira reafirmasse o BB como o centro do sistema bancário brasileiro,³¹ em sua criação havia o entendimento de que era aguardada “a criação de um banco central para essa finalidade” do redesconto.³² O objetivo da carteira era essencialmente o de dar mais “elasticidade” ao crédito no país, e sua criação recebeu

²⁶ Normano ([1935] 1939, p. 244) e Salomão (1981, p. 72).

²⁷ A respeito do debate entre papelistas e metalistas, ver Gremaud (1997) e Fonseca e Mollo (2012).

²⁸ Neuhaus (1975, p. 63).

²⁹ Decreto n.º 4.182, de 13 de novembro de 1920.

³⁰ Art. 9º do decreto n.º 4.182, de 13 de novembro de 1920.

³¹ Esta carteira seria fechada em 1923 por conta da reforma bancária promovida pelo então Presidente Artur Bernardes. Foi reaberta em 1930 por iniciativa do Governo Provisório de Getúlio Vargas (Cf. Decreto n.º 19.525, de 24 de dezembro de 1930).

³² Neuhaus (1975, p. 64),

oposição de metalistas, como o então deputado Antônio Carlos de Andrada.³³ Bulhões (1989, p. 44) argumenta que a criação desta carteira foi “o início de uma existência” de banco central no país e Villela (2017, p. 439) aponta que foi a primeira de uma série de funções de “banco central” que o BB exerceria. No ano seguinte, em 1921, um decreto regulamentar da Cared determinou que o presidente do BB poderia solicitar ao “ministro da Fazenda, *todas as vezes que julgar necessário*, a conveniente soma, em notas do Tesouro Nacional” para financiar as atividades da carteira,³⁴ o que ampliou sensivelmente sua capacidade operacional. Além disso, ainda em 1921 criou-se a Inspeção Geral dos Bancos,³⁵ com o objetivo de fiscalizar bancos e casas bancárias.

Em dezembro de 1922, o então deputado Cincinato Braga propôs um projeto conferindo ao BB a faculdade emissora.³⁶ No ano seguinte, o então Presidente Artur Bernardes, cujo Ministro da Fazenda era Sampaio Vidal, aprovou e decretou a referida medida.³⁷ Fritsch (1993, p. 7) aponta que o banco logo se tornaria “uma máquina de fazer dinheiro para financiar o café”, de modo que, diante de problemas de natureza inflacionária que se seguiram, a concessão da emissão seria revista poucos anos depois. Neuhaus (1975) entende esse episódio como uma “experiência pioneira” com o BB tornando-se o banco central do país. Partindo dessa interpretação, uma análise da repercussão do episódio em jornais brasileiros foi feita por Centurião (2018), que explora os posicionamentos de entusiastas do projeto, como Braga e o próprio Sampaio Vidal, e também dos opositores, como Andrada.³⁸ Por outro lado, Franco (2017, p. 314) limita-se a dizer que neste período o BB ficou “muito parecido com um banco central” e Villela (2017, p. 440) aponta que o decreto transformou o BB “em uma espécie de banco central”. Caímos aqui no já referido problema de classificação da instituição no período como banco central ou não. Acaso fosse este um experimento de banco central, sua formatação era sensivelmente diversa daquela preconizada pelas conferências de Gênova e Bruxelas, como nota Villela (2023, p. 122), já que o banco não era independente do governo e não tinha emissão lastreada em ouro.

Ainda em 1923, tendo em vista problemas relativos à manutenção da taxa de câmbio, o governo brasileiro recorreu a credores externos, notadamente banqueiros ingleses, o que

³³ Gremaud (2021) aponta que Andrada, que tinha uma “crença inamovível na ortodoxia metalista clássica” (p. 156), era contrário ao funcionamento da Cared “por considerá-la mais um instrumento de emissões inconversíveis imbuído de todos os vícios por ele apontados em seus pronunciamentos” (p. 158).

³⁴ Art. 17º do decreto nº 14.635, de 21 de janeiro de 1921. Ênfase nossa.

³⁵ Decreto nº 14.728, de 16 de março de 1921.

³⁶ Neuhaus (1975, pp. 71-72).

³⁷ Decreto nº 4.635-A, de 8 de janeiro de 1923.

³⁸ Neuhaus (1975, p. 64) aponta que Andrada era opositor dos projetos de criação do banco central por temor de que este “se prestasse a abusos inflacionários”.

resultou na Missão Montagu (1923-1924). Liderada por Edwin Montagu, essa missão propôs ao Brasil um amplo programa no qual estava prevista a conversão do BB em um banco central de emissões conversíveis e independente do governo. Por problemas sobretudo pelo lado inglês da negociação, que interrompeu a saída de capitais para garantir sua própria adesão ao padrão-ouro em 1925, o empréstimo não foi concedido e o programa não foi seguido.³⁹

Uma nova tentativa de ingressar no padrão-ouro ocorreu em 1926, no início do governo de Washington Luís, com a criação da Caixa de Estabilização.⁴⁰ As circunstâncias eram relativamente semelhantes àquelas de quando da criação da Caixa de Conversão, notadamente pelo cenário externo favorável e pela apreciação considerável do câmbio. Novamente, o modelo adotado foi tal que as notas conversíveis eram apenas aquelas emitidas pela Caixa de Estabilização, e não as do TN – embora houvesse a previsão de que a conversibilidade poderia eventualmente se estender para todas as notas em circulação.⁴¹ Essa conversibilidade plena estaria associada à criação de uma nova moeda (o Cruzeiro) e à transformação do BB em banco central de emissão e redesconto.⁴² Esses planos, porém, nunca chegaram a se concretizar, já que a experiência com a Caixa de Estabilização foi bem mais curta que a da Caixa de Conversão. Após um breve período de bonança, em 1929, diante da mudança do cenário externo e das dificuldades internas do setor cafeeiro, a Caixa passou a enfrentar problemas para se viabilizar, sendo encerrada em 1930.

2.2.2 Da Missão Niemeyer ao projeto Souza Costa

Em 1931, após uma queda considerável das reservas metálicas do BB, o Brasil recebeu uma missão liderada pelo então diretor do Banco da Inglaterra, *Sir Otto Niemeyer*, tendo em vista o recebimento de um empréstimo.⁴³ A chamada Missão Niemeyer resultou em um relatório que seria publicado ainda em 1931 pela Imprensa Nacional, sob o título *Reorganização das Finanças Brasileiras*.⁴⁴ Neste relatório, Niemeyer trata de um conjunto amplo de assuntos,⁴⁵ tendo sempre em vista a proposição de políticas econômicas ao governo brasileiro, em particular no âmbito financeiro, que garantiriam a estabilidade necessária à concessão do empréstimo.

³⁹ Uma análise detalhada da Missão Montagu pode ser encontrada em Fritsch (1980).

⁴⁰ Decreto nº 5.108, de 18 de dezembro de 1926.

⁴¹ Franco e Lago (2011, p. 47).

⁴² Villela (2023, p. 123).

⁴³ Para uma análise detalhada da missão, ver Abreu (1974).

⁴⁴ Cf. Niemeyer (1931).

⁴⁵ Dentre os assuntos abordados por Niemeyer estão: a contabilidade e o orçamento públicos, as empresas do governo, tributação, banco central, taxa de câmbio, aplicação de capitais no país e a questão do café.

Um assunto ao qual Niemeyer dedicou-se especialmente foi a criação do banco central.⁴⁶ Em seu diagnóstico, aponta que a “confiança no futuro do Brasil” dependia em grande medida da crença dos agentes na “estabilidade e eficiência do sistema monetário”.⁴⁷ Um banco central independente teria no país uma importância dupla: seria o fiador do sistema de emissão de notas lastreadas em ouro, a ser retomado, e o garantidor da estabilidade do sistema financeiro nacional. Neste âmbito, Niemeyer enfatiza em seu relatório duas questões que serão centrais para toda a discussão que empreenderemos ao longo dessa dissertação: a relação do banco central com o governo e a posição do BB neste processo.

Quanto à primeira questão, Niemeyer sugere que o monopólio de emissão deveria ser concedido ao banco central para que “considerações políticas e exigências pecuniárias do Governo” não predominassem sobre o que chama de “considerações de economia monetária sã”.⁴⁸ Se o governo tivesse alguma influência sobre as emissões, diz ele, a “tentação para cobrir déficits orçamentários ou atender a necessidades governamentais, com o auxílio do Banco Central, ou com emissões de moeda, ou de obrigações do Governo por intermédio do Banco Central, torna-se *irresistível*.”⁴⁹

A segunda questão, a da posição do BB no processo de constituição do banco central, é apresentada por Niemeyer nos seguintes termos:

Qualquer projeto para organizar um banco central no Brasil deve tomar em consideração, imediatamente, duas alternativas: i) a transformação do atual Banco do Brasil em um banco central de caráter ortodoxo; ii) a fundação de um instituto inteiramente novo, que assumiria o privilégio de emissão e cumpriria as outras funções de um banco de reserva.⁵⁰

Diante dessas duas alternativas, Niemeyer argumenta em favor da segunda. Para ele, o BB seria mais um “banco de negócios”, de cujas atividades, já tão desenvolvidas junto à economia brasileira, o país não poderia prescindir. Além disso, a conjugação de funções de bancos central e comercial seria “um verdadeiro perigo para o sistema financeiro e monetário”,⁵¹ já que, em momentos de crise, as movimentações das reservas de um banco comercial vão em sentido oposto ao de um banco central. Por isso, Niemeyer argumenta que

⁴⁶ Logo no início do relatório, Niemeyer (1931, p. 5) afirma que o governo brasileiro convidou-o a fim de sugerir uma reforma financeira para “assegurar a manutenção do equilíbrio orçamentário; a estabilização do câmbio e a reforma monetária; a transformação do Banco do Brasil em um ‘Banco Central’, independente e de caráter ortodoxo; e a limitação dos empréstimos estrangeiros, da parte do Governo Federal ou dos Governos dos Estados.” (Ênfase nossa).

⁴⁷ Niemeyer (1931, p. 23)

⁴⁸ *Ibid.*, p. 27.

⁴⁹ *Idem*. Ênfase nossa.

⁵⁰ *Ibid.*, p. 24.

⁵¹ *Idem*.

seria “mais prático remover do Banco do Brasil aquelas funções de banco central, que ele tem exercido nestes últimos anos, e entregá-las a um instituto novo, especialmente fundado, por lei, para este fim.”⁵² Para Galvêas (1985, p. 26), a “dúvida” posta por Niemeyer quanto a posição do BB “parece ter sido fator importante a obstar a criação do Banco Central”.

Niemeyer não apenas sugeriu a criação deste banco, que seria o Banco Central de Reservas do Brasil, como também escreveu um possível estatuto para ele.⁵³ O banco seria “autônomo”,⁵⁴ seria totalmente apartado do BB e emitiria notas lastreadas em ouro. Além disso, assumiria responsabilidades relativas ao caixa do governo e à dívida federal. Esta proposta de Niemeyer gerou uma série de reações no debate público brasileiro, em que ocorreram diversas discussões acerca das possíveis consequências da adoção, naquele momento, de uma autoridade monetária nos moldes por ele propostos (Gambi, 2020). Como veremos, todos os pensadores que estudaremos nesta dissertação remetem-se ao relatório desta missão.

Por motivos diversos, especialmente por conta das consequências globais da Grande Depressão, que fariam com que a própria Inglaterra abandonasse o padrão-ouro ainda em 1931, o acordo que motivou a Missão Niemeyer não foi adiante e as suas propostas – inclusive a de criação do banco central – não foram colocadas em prática. Em 1933, Niemeyer empreendeu uma missão semelhante na Argentina, que acolheria suas recomendações e criaria seu banco central em 1935.⁵⁵

Cabe enfatizar que, nos anos 1930, a Grande Depressão impôs uma série de dificuldades e restrições à economia brasileira, que demandava medidas imediatas de ampliação da disponibilidade de capitais. Estes últimos, é claro, se retraíram diante do cenário internacional adverso e da ampliação dos encaixes dos bancos nacionais. Neste período, questões monetárias e sobretudo creditícias passaram a ter uma relevância ainda maior. Assim sendo, logo no início da crise internacional, em 1932, foi criada a Caixa de Mobilização Bancária (Camob),⁵⁶ também junto ao BB. Esta caixa permitia aos bancos o uso de ativos mais ilíquidos (de longo prazo) como garantia para operações de curto prazo, visando dar maior liquidez ao sistema bancário. O decreto que criou a Camob estabelecia a obrigatoriedade de os bancos manterem em caixa, no mínimo, 10% dos seus depósitos a prazo e 15% dos depósitos à vista. Além disso, para a

⁵² *Idem.*

⁵³ Cf. Niemeyer (1931, pp. 42-59).

⁵⁴ Dadas as ressalvas que tinha com a possível influência política sobre a autoridade monetária, Niemeyer (1931) propôs que o banco central tivesse 50% de suas ações subscritas pelos bancos (proporcionalmente ao seu capital) e 50% pelo público. Ou seja, o Estado não deveria ter qualquer participação no capital do banco central.

⁵⁵ Zendejas (2021, p. 5) chama a atenção para um debate existente na literatura sobre se o Banco Central da Argentina foi criado de fato sob os moldes propostos por Niemeyer ou se seguiu a linha defendida por Raúl Prebisch, que seria seu primeiro presidente.

⁵⁶ Decreto nº 21.499, de 9 de junho de 1932.

constituição da Camob exigiu-se um recolhimento percentual obrigatório junto ao BB de todo o caixa disponível dos bancos que excedesse 20% de seus depósitos, recebendo por isso 1% de juros ao ano. De acordo com Cavalcanti e Vonbun (2014, p. 99), esta foi uma versão inicial do mecanismo de depósitos compulsórios no país. E, conforme Villela (2017, p. 442), com isso temos o BB expandindo suas atribuições de “banco central”.

Neste momento, ficava clara a contradição entre o aprofundamento das atribuições de banco central do BB e a grande aptidão que o banco demonstrava para atividades comerciais. Como aponta Galvêas (1989, p. 25), o BB “começa a ser muito atuante na área agrícola, a abrir agências pelo interior do Brasil – o que é um desvirtuamento, um distanciamento das características de um banco central.” No início de 1935, o então deputado Mário de Andrade Ramos, visando interromper este processo, apresentou um projeto (PL 160/1935) que visava transformar o BB em banco central de emissão e redesconto, conservando o aspecto de capital misto do primeiro. Ramos argumentava em favor de uma transição gradual, com o fim das atividades de desconto de títulos pelo BB após dois anos da conversão, e da transformação de suas agências em “sucursais do Banco Central”.⁵⁷ A medida, considerada “urgente” pelo deputado, visava, segundo ele, “a redução dos interesses e da intervenção do Poder Executivo, do Tesouro, na vida daquele estabelecimento de crédito [BB], com prejuízo real e constatado seguidamente para ambas as partes”.⁵⁸ O projeto, porém, não foi adiante. No fim daquele mesmo ano, ocorreu no parlamento uma reforma da Cared, liderada pelo então deputado Abelardo Vergueiro César, que ampliou significativamente a capacidade desta carteira em redescontar títulos.⁵⁹ Este episódio, que discutiremos em detalhes no capítulo 3, representou uma nova reafirmação do BB enquanto autoridade monetária.

Em julho de 1937, o então Ministro da Fazenda Artur de Souza Costa foi aos Estados Unidos em uma missão que tinha por objetivo tratar da dívida externa brasileira e da criação do banco central. Pouco tempo depois, em setembro, Souza Costa submeteu à Comissão de Finanças da Câmara um anteprojeto de lei criando o Banco Central de Reservas do Brasil. De acordo com Franco (2017, p. 326), o projeto de Souza Costa era “muito claramente baseado, senão idêntico, ao sugerido por Niemeyer”. De fato, o próprio Souza Costa declarou publicamente que havia se inspirado no projeto de Niemeyer para a elaboração do seu próprio projeto.⁶⁰ O relator deste projeto da Comissão de Finanças da Câmara foi o então deputado

⁵⁷ *O Observador Econômico e Financeiro*, nº 18, julho de 1937, p. 48.

⁵⁸ *O Jornal*, 6 e 7 de março de 1935, p. 4.

⁵⁹ Lei nº. 160 de 31 de dezembro de 1935.

⁶⁰ *O Observador Econômico e Financeiro*, nº 21, outubro de 1937, p. 108.

Horácio Lafer. Apesar da movimentação inicial que provocou no parlamento e no debate público, a tramitação do projeto foi extinta meses depois, com a instauração do Estado Novo e o consequente fechamento do Congresso Nacional.

Ainda em julho de 1937, foi criada a Carteira de Crédito Agrícola e Industrial (CREAI), do BB. Conforme Redivo e Fonseca (2022), a CREAI foi o mais importante órgão de fomento a atividades produtivas do Brasil até 1952, quando foi criado o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE). A carteira, que colocou o BB como o grande banco de desenvolvimento e fomento do país, é frequentemente referenciada pelos autores de que tratamos nesta dissertação.

O debate sobre o banco central seria resgatado pouco mais de um ano depois, em 1939, desta feita no contexto da chamada “Missão Aranha”. Em fevereiro daquele ano, o então Ministro das Relações Exteriores Osvaldo Aranha foi até os EUA para discutir uma agenda ampla, que continha não apenas questões econômicas, mas também políticas e militares. No âmbito econômico, Aranha tratou da dívida externa brasileira, da questão cambial e dos atrasados comerciais brasileiros.⁶¹ Neste contexto, o Brasil comprometia-se com algumas agendas, entre elas a criação do banco central. Para esse propósito em específico, acordou-se um empréstimo que seria realizado pelo governo americano. Como apontou Aranha em uma conferência realizada em março daquele ano: “A nós, da missão, cabia apenas fazer o que fizemos: trazer a segurança do crédito necessário à criação do Banco Central.”⁶² Conforme aponta Corsi (1999), a missão teve alguns resultados modestos – notadamente um empréstimo para que o país fizesse frente aos atrasados comerciais que se acumulavam –, mas o empréstimo para a constituição do banco central não foi adiante, dado que esta operação dependia de uma nova legislação que ainda tramitava no congresso americano.

Em março de 1942, o governo realizou uma reforma ampla nos estatutos do BB, que resultou numa reafirmação das funções conflitantes exercidas pelo banco. Por um lado, a reforma ampliou sua estrutura enquanto banco comercial, notadamente através de suas carteiras de crédito especializado. Por outro lado, solidificou a sua posição como autoridade monetária (atuando como banco do governo, orientador da política de crédito, operador do redesconto e da política cambial). Parte destas funções eram exercidas não apenas pelas já mencionadas Cared e Camob, mas também pela Carteira de Exportação e Importação (Cexim),⁶³ encarregada

⁶¹ Aranha ([1939] 2017).

⁶² *Ibid.*, p. 188.

⁶³ Substituída em 1953 pela Carteira de Comércio Exterior (Cacex).

de aspectos financeiros da política comercial, e pela Carteira de Câmbio, responsável pela compra e venda de moedas estrangeiras à taxa fixada pelo governo.⁶⁴

2.2.3 A criação da Sumoc

O tema do banco central permaneceria distante das prioridades do governo até meados dos anos 1940. Em julho de 1944, ocorre a Conferência Monetária Internacional de Bretton Woods, nos Estados Unidos, que buscava (mais uma vez) reconstruir os alicerces do sistema monetário internacional – desta vez, porém, em moldes diferentes daqueles preconizados pelo padrão-ouro. Isso ocorreria a partir de duas instituições-chave: o Banco Mundial e o Fundo Monetário Internacional (FMI), que seriam interlocutoras junto aos bancos centrais nacionais. A delegação brasileira presente na Conferência foi presidida por Souza Costa e integrada, entre outros, por Roberto Campos, Eugênio Gudin e Octávio Bulhões. Neste momento, já era relativamente claro o “atraso” do Brasil em relação aos demais países: na edição de 1946 de seu livro sobre bancos centrais, De Kock ([1939] 1946, p. 20) aponta que Brasil e Cuba eram os únicos países no “Velho e Novo Mundo” que ainda não tinham um banco central próprio. Além disso, desde o início dos anos 1940, a inflação começou a acelerar, o que instava diversos economistas a defender medidas efetivas de maior controle sobre a moeda e o crédito.

Neste sentido, poucos meses depois, em fevereiro de 1945, Getúlio Vargas, sob a influência direta de Bulhões,⁶⁵ criou a Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc), cujo decreto-lei⁶⁶ de criação previa que sua função seria a de “exercer o controle do mercado monetário e preparar a organização do Banco Central”. Existe uma interpretação bastante recorrente, apresentada, por exemplo, por Lago (1982), Malan (2010) e Pastore (2021, p. 73), de que a Sumoc foi criada não só para que o país tivesse um interlocutor junto ao Banco Mundial⁶⁷ e ao FMI, mas também para sinalizar a estas instituições que o país buscava alinhar-se aos princípios gerais de política financeira determinados em Bretton Woods. Posteriormente, Bulhões apontaria também para a importância da Sumoc e, especialmente, do seu Conselho como um meio institucionalizar o diálogo entre o Ministro da Fazenda e o presidente do BB.⁶⁸

⁶⁴ Levy e Medeiros (2010).

⁶⁵ Conforme depoimento de Casimiro Ribeiro: “Foi o dr. Bulhões que redigiu o decreto-lei criando a Sumoc. E com grande habilidade, porque *ele estava ciente de que, se tentasse arrancar do Congresso uma lei, não sairia.* [...] De modo que foi um gesto de extrema habilidade [...] do dr. Bulhões, aproveitando que o governo tinha *poderes para baixar decreto-lei* para vender o peixe dele, *sem depender do Congresso.*” (Ribeiro, 1981, pp. 11-12, ênfases nossas). O texto de Lago (1982, pp. 16-17) vai no mesmo sentido.

⁶⁶ Decreto-Lei nº. 7.293 de 2 de fevereiro de 1945.

⁶⁷ Como aponta Pastore (2021, p. 74), era vetada a representação do país no Banco Mundial por um banco comercial, de modo que o BB não poderia cumprir essa função.

⁶⁸ Bulhões ([1989] 2019, pp. 104-107).

Alguns relatos⁶⁹ apontam para resistências por parte do BB à criação da Sumoc, sobretudo na medida em que a superintendência representasse uma redução de seu poder político e uma limitação dos recursos de que dispunha. Desta forma, a criação da Sumoc só teria sido possível ao acomodar os interesses do BB. Quanto a isso, cabe notar que, antes mesmo da edição do decreto-lei de criação da Sumoc, José Vieira Machado, influente funcionário de carreira do BB, fora convidado para ser o primeiro Diretor Executivo do novo órgão.⁷⁰ Além disso, na primeira formação do Conselho da Sumoc, o BB detinha três das cinco cadeiras – maioria que, conforme Galvêas (1985, p. 29), foi mantida até 1960. Como aponta Lago (1982, p. 30), “a Sumoc já nasce confinada ao papel que o Banco do Brasil pretende lhe reservar”. De algum modo, a Sumoc surgiu para, na impossibilidade de se criar o banco central, dar uma resposta aos organismos internacionais quanto à gestão da moeda no país e, ao mesmo tempo, manter a influência do BB.

Fato é que, embora o BB tenha mantido sob sua responsabilidade carteiras importantes, como a Cared, a Camob e a Carteira de Câmbio, a Sumoc assumiu algumas atribuições, como a regulação do sistema bancário em geral e a “orientação” das políticas cambial e bancária. Além disso, o novo órgão ficou encarregado, ao menos em tese, dos instrumentos clássicos de política monetária – operações de mercado aberto, fixação do redesconto e manejo do compulsório –, porém, como nota Malan (2010), a eficácia destes instrumentos era bastante reduzida e, eventualmente, nula.

A Sumoc era encarregada de comprar e vender títulos públicos em bolsa, mas a demanda por estes títulos era praticamente inexistente, de modo que parte considerável de suas aquisições (por exportadores, por exemplo) era compulsória. De fato, conforme Lago (1982, p. 177), a introdução de operações de mercado aberto (*open market*) no Brasil só começou a ser seriamente estudada pela Sumoc a partir de 1961 e sua criação ocorreu apenas em março de 1964, através da Instrução 267. A Superintendência era também encarregada da fixação do redesconto, mas não o fazia exclusivamente, de modo que leis ou decretos eram capazes de alterar as taxas vigentes em favor de setores específicos.

Por fim, a Sumoc também era responsável pela determinação dos níveis dos depósitos compulsórios. Quanto a este instrumento, cabe enfatizar um aspecto importante: enquanto a Camob exigia apenas o recolhimento compulsório do caixa dos bancos que excedesse 20% de seus depósitos, a Sumoc passa a exigir recolhimentos compulsórios junto ao BB da ordem de

⁶⁹ Vide Ribeiro (1981) e Lago (1982, pp. 15-20).

⁷⁰ Lago (1982, p. 19). Bulhões (1989, p. 51) relata que, de fato, o estabelecimento da Sumoc só foi possível porque boa parte de seus quadros era de funcionários do BB.

8% dos depósitos à vista e 4% dos depósitos a prazo, *independentemente da disponibilidade de caixa dos bancos*.⁷¹ Esta medida gerou um grande descontentamento por parte do setor bancário. Conforme o próprio Bulhões ([1989] 2019, p. 101): “Os bancos se revoltaram contra os depósitos compulsórios”. Ilustrativo desta revolta foram artigos publicados na imprensa contra o novo procedimento. Em *O Jornal*, um texto anônimo de fevereiro de 1945⁷² classificou a medida como “draconiana”, uma vez que representava uma “supressão da liberdade do comércio bancário”. Disse ainda este autor anônimo: “Os bancos não podem mais dispor livremente das reservas que lhes são confiadas porque o poder público, usando de prerrogativas excepcionais, neles intervém para impor normas radicais.”⁷³ Essa insatisfação evidentemente estava ligada ao fato de que a medida representava uma subtração dos fundos emprestáveis dos bancos. Outro crítico dos compulsórios foi o economista Mário Beni.⁷⁴ Em um artigo de maio de 1945 publicado no *Digesto Econômico*, Beni aponta que a maioria dos bancos particulares já mantinha, voluntariamente, depósitos no BB, e o público buscava informar-se acerca de quais bancos possuíam maiores disponibilidades naquele banco.⁷⁵ Para Beni (1945), a institucionalização dos depósitos compulsórios era indevida já que os bancos não teriam qualquer tipo de “compensação”, ou seja, não seriam remunerados pelos recursos depositados à ordem da Sumoc. Ademais, ele chega a sugerir que os compulsórios eram uma forma do governo tentar constituir o capital do vindouro banco central.⁷⁶ Críticas dessa natureza seriam rebatidas por Bulhões, como discutiremos no capítulo 4.

Em um estudo de outubro de 1948, a revista *Conjuntura Econômica*, editada pelo Núcleo de Economia da FGV/RJ, tratou da questão dos depósitos compulsórios à luz dos quase três anos que haviam passado após a implementação da medida. O estudo, que reconhece que o instrumento havia gerado “muita perturbação e descontentamento entre os interessados”,⁷⁷ buscou comparar as políticas de compulsório realizadas no Brasil e nos EUA. Os resultados

⁷¹ Cavalcanti e Vonbun (2014, p. 99). O Decreto-Lei que criou a Sumoc previa que a Superintendência poderia “alterar, para mais ou para menos, até o máximo de setenta e cinco por cento (75%) das percentagens indicadas”. Ou seja, o compulsório de depósitos à vista poderia variar entre 2% e 14%, enquanto para depósitos a prazo poderia variar entre 1% e 7% (Art. 4º do Decreto-Lei nº. 7.293 de 2 de fevereiro de 1945).

⁷² *O Jornal*, 24 de fevereiro de 1945, p. 4.

⁷³ *Idem*.

⁷⁴ Político e consultor econômico. Fundador, junto de Olympio Guilherme e de Valentim Bouças, de *O Observador Econômico e Financeiro*. Foi deputado federal por São Paulo e ligado ao ex-governador Ademar de Barros, de quem foi biógrafo. Ver o verbete “Mario Beni” em Abreu et al. (2010).

⁷⁵ “É fato que a obrigatoriedade dos depósitos compulsórios dos bancos não existia anteriormente; mas, de uma maneira geral, quase todos os bancos particulares tinham seus depósitos no principal estabelecimento de crédito do país. E para o bom crédito daqueles, perante o leigo, sempre se procurava saber qual o banco que maiores disponibilidades possuía neste.” (Beni, 1945, p. 62)

⁷⁶ Outra crítica aos compulsórios foi feita no artigo “Saco sem fundo”, de Olympio Guilherme, em *O Jornal*, 24 de fevereiro de 1945, p. 4

⁷⁷ *Conjuntura Econômica* (1948, p. 28).

indicaram que, desde o início dos anos 1940, o *Fed* aplicava taxas não inferiores a 12% para depósitos à vista, que chegavam a 26% para bancos de cidades maiores, como Nova Iorque e Chicago, e não menores que 5% para depósitos a prazo. Enquanto isso, até aquele momento o Brasil praticava recolhimentos não maiores que 8% para depósitos à vista e 4% para depósitos a prazo. Por isso, o estudo conclui que a situação dos bancos brasileiros era “bastante lisonjeira nesse particular.”⁷⁸

De acordo com Ribeiro (1981), porém, a implementação dos compulsórios no Brasil enfrentou um problema grave: o da falta de flexibilidade. Embora inspirado pelo sistema de depósitos compulsórios do *Fed* (*os legal reserve requirements*), o sistema brasileiro não seguiu o exemplo americano de facultar aos bancos o acesso aos recursos recolhidos em momentos de maior iliquidez, desde que houvesse a respectiva compensação nos períodos seguintes. O fenômeno, cuja origem Ribeiro vê na desconfiança “no grau de cooperação das instituições financeiras privadas”, acabava causando, segundo ele, uma “utilização maior do redesconto do que era necessário.”⁷⁹

Posteriormente, os compulsórios apresentariam alguns sinais de clara disfuncionalidade. Isto porque, como aponta Galvêas (1985, p. 30), o BB era a “caixa única” dos órgãos monetários, portanto era também o depositário dos compulsórios. Desta forma, não tardou até que os recursos do compulsório passassem a ser utilizados pelo BB para cobrir o déficit público. A situação era tal que, conforme o depoimento de Ribeiro (1990, p. 13), “quando se aumentava o compulsório, aumentava a caixa do Banco do Brasil. E como o Banco do Brasil tinha um coeficiente mais baixo de liquidez, normal, ele emprestava... Expandia. Então o aumento de compulsório resultava em expansão”.⁸⁰ Assim, um instrumento que pretensamente seria deflacionário acabava por tornar-se expansionista.

O único período em que este mecanismo não funcionou desta maneira (até a criação do BCB em 1964) foi durante as gestões de Gudín na Fazenda e de Bulhões na Sumoc (1954-1955). Isso se deu através da Instrução 108 da Sumoc, a qual não apenas elevou o compulsório (como medida anti-inflacionária), mas também – e principalmente – transferiu o recolhimento destes depósitos para a *caixa da própria Sumoc*, e não mais do BB. Em seu depoimento ao CPDOC, Bulhões ([1989] 2019, p. 116) aponta que Gudín criou um cofre junto à Sumoc “para demonstrar que aquele dinheiro dos depósitos compulsórios devia ficar guardado na Sumoc, e não no Banco do Brasil. Porque, ficando no Banco do Brasil, o banco emprestava ao governo e

⁷⁸ *Ibid.*, p. 29.

⁷⁹ Ribeiro (1981, pp. 37-38).

⁸⁰ Ver também Lago (1982, pp. 47-48).

estava deturpada a ideia.” E isto, para Bulhões, foi decisivo para que a inflação fosse controlada naquele momento.⁸¹ Também em depoimento, Gudín afirmou: “este problema do recolhimento compulsório à caixa da Sumoc foi um dos pontos altos de minha política antinflacionária.”⁸² Tão logo Gudín saiu do Ministério, porém, a Instrução 108 fora revogada por seu sucessor, o banqueiro paulista José Maria Whitaker.⁸³

Fato é que a Sumoc quase sempre teve uma atuação bastante limitada e tinha pouca autonomia. Até 1955, a instituição operava na sede do BB, valia-se do pessoal deste último e ainda tinha seus balanços publicados juntos dos do BB.⁸⁴ Ademais, a atuação da Superintendência parecia ter alguma relevância *apenas* junto aos bancos privados, como atesta um relatório do Conselho Nacional de Economia de 1961: “Verifica-se [...] que [a Sumoc], embora consiga traçar algumas diretrizes eficientes e ter força de mandá-las executar quando se trata do setor privado da economia, já não possui a mesma autoridade no setor público.”⁸⁵

Um dos artifícios fundamentais que dificultavam o controle dos meios de pagamento pela Sumoc era o uso pelo governo das chamadas “encampações”.⁸⁶ Resumidamente, este mecanismo funcionava da seguinte forma. A partir de uma legislação de 1942,⁸⁷ a Cared foi autorizada não apenas a redescotar títulos, mas também “a fazer empréstimos a bancos, quando garantidos por Letras do Tesouro”.⁸⁸ Desta forma, o governo, sempre que incorria em déficits, emitia Letras, as quais eram adquiridas pelo BB. Este último levava estes papéis à Cared, que, em contrapartida a este débito do TN, emitia e cedia recursos ao BB. O fato é que a Cared tinha, tal como já mencionamos, uma limitação operacional. Não obstante, tornou-se uma prática frequente que, sempre que o governo precisasse e esta limitação fosse atingida, o Congresso anulava o referido débito do TN junto ao BB e deste último junto à Cared. Assim, a emissão era “encampada” pelo TN, abrindo espaço para que a Cared pudesse ceder novos recursos.

2.2.4 O projeto Correia e Castro

No fim de 1945, Eurico Gaspar Dutra foi eleito Presidente da República e, conforme Draibe (1995, p. 185), uma de suas promessas de campanha foi a criação do banco central. Em

⁸¹ Bulhões ([1989] 2019, p. 115)

⁸² *O Globo*, 22 de novembro de 1979, p. 38.

⁸³ Bulhões ([1989] 2019, p. 102) identifica Whitaker como “o principal opositor dos depósitos compulsórios”.

⁸⁴ Bulhões (1950, p. 137, nota 1).

⁸⁵ Conselho Nacional de Economia (1962, p. 165).

⁸⁶ Mecanismo descrito em Lago (1982, pp. 44-45) e em Orenstein e Sochaczewski (2015, p. 170).

⁸⁷ Decreto-lei nº 4.792, de 5 de outubro de 1942.

⁸⁸ Art. 1º do decreto-lei acima.

junho de 1947, o então Ministro da Fazenda Pedro Luís Correia e Castro envia ao Congresso Nacional um anteprojeto de lei de reforma bancária.⁸⁹ Para embasar tecnicamente sua proposta perante os parlamentares e a opinião pública, Correia e Castro anexou ao anteprojeto relatórios de especialistas que o apoiaram; dentre estes especialistas estava Vergueiro César, cujo relatório será por nós analisado no capítulo 3. Em mensagem ao Congresso, Dutra afirmara que a criação do banco central, “verdadeiro elemento coligador da economia nacional”, “empreendimento já tantas vezes tentado entre nós”, era o ponto central da reforma.⁹⁰

O projeto previa, entre outras coisas, uma ampla reforma do sistema financeiro e não só a criação do banco central, mas também de diversos bancos “especializados” semi-estatais, notadamente os Bancos Hipotecário, Rural, Industrial, de Investimentos e de Exportação e Importação.⁹¹ Em sua exposição de motivos, quando do envio do projeto, Correia e Castro argumentou que, apenas com a criação do banco central, o sistema bancário ficaria incompleto: “Com efeito, entre os principais objetivos da reforma está o desenvolvimento de todas as atividades econômicas, que realmente só pode ser obtido de modo eficiente pela ação dos bancos especializados semi-estatais previstos no anteprojeto [...]”⁹² Um dos argumentos mais fortes à época para a criação desses bancos, especialmente do Banco Rural, era o de que a Constituição os previa.⁹³ Além disso, propunha-se o banco central munido de alguns instrumentos a fim de regular o meio circulante e o crédito, e a criação de um Conselho Monetário, mas também a preservação de grande parte das atividades desenvolvidas pelo BB.

O projeto Correia e Castro tem grande importância, uma vez que foi ele que pautou praticamente todo o debate acerca da reforma bancária até o início dos anos 1960. Este projeto – extenso, diga-se, uma vez que tinha 113 artigos – fazia referência não apenas ao banco central, mas também à regulação do setor bancário em geral e da ampliação da atuação estatal no mercado de crédito. Braga (2013), em seu estudo sobre o projeto, aponta para o fato de que este refletia fortemente princípios de intervenção do estado no domínio econômico, avançando para além da questão bancária e alcançando políticas setoriais. Esta constatação, segundo Braga, desafia a tese de que houve no governo Dutra – ao menos em sua primeira fase – algum tipo de “dominância liberal”. Uma vez submetido ao parlamento, o projeto foi encaminhado à Comissão de Indústria e Comércio, onde foi relatado pelo deputado Daniel Faraco; em seguida,

⁸⁹ Cf. *Diário do Congresso Nacional*, 25 de junho de 1947, pp. 2981-2992.

⁹⁰ Dutra *apud* Lafer (1948, pp. 48-49).

⁹¹ *Diário do Congresso Nacional*, 25 de junho de 1947, p. 2981.

⁹² *Ibid.*, p. 2985.

⁹³ Cf. Art. 150 da Constituição de 1946.

o projeto passou pela Comissão de Finanças, onde recebeu um longo relatório do deputado Horácio Lafer, que também discutiremos no capítulo 3.

Havia uma preocupação bastante difundida – já enunciada por Niemeyer (1931) e que será por nós repercutida ao longo deste trabalho – a respeito de se o banco central, uma vez criado, não seria instrumentalizado pelo governo para emitir em seu favor. O projeto Correia e Castro buscou dar uma espécie de solução para este receio. Em seu artigo 109, o projeto propunha que, uma vez criado, o banco central só passaria a deter a faculdade emissora “seis meses após se ter verificado o encerramento de um exercício com saldo orçamentário positivo.”⁹⁴ Ou seja, o projeto condicionava a concessão da faculdade de emitir ao banco central à ocorrência de um superávit no orçamento público. Enquanto isso não acontecesse, o TN seguiria responsável pelas emissões. O Ministro justificou este dispositivo ao apontar que, com ele, seria possível contornar “a hipótese de um desequilíbrio orçamentário que torne imprescindível a emissão pela impossibilidade de se obter recursos em outras fontes”.⁹⁵ Ribeiro (1948c), em sua análise do projeto, apontou que, sendo o Brasil um país que vivia em um “regime de eterno desequilíbrio orçamentário”, condicionar a concessão da faculdade emissora ao banco central à obtenção de saldo orçamentário positivo seria “arriscar essa entidade a jamais exercer aquela função”.⁹⁶ Este artigo do projeto Correia e Castro, embora não tenha sido discutido pelos seus pareceristas Daniel Faraco e Horácio Lafer, foi suprimido em seus respectivos projetos substitutivos.

Em termos de repercussão junto ao debate público, o projeto Correia e Castro teve grande notoriedade. Casimiro Ribeiro, que defendeu o projeto do Ministro da Fazenda em uma série de artigos publicados na *Revista do Serviço Público*, em 1948,⁹⁷ sugere que a repercussão do projeto deveu-se à sua amplitude e também “à situação angustiosa em que se encontra a população, após cinco anos de insopitável inflação, que faz com que todos se voltem ansiosos para as soluções de ordem econômica que se propõem”.⁹⁸ Outros trabalhos também discutiram a reforma bancária neste momento, como é o caso do livro de Horácio Lafer, *O crédito e o sistema bancário no Brasil* (1948), que é seu relatório apresentado à Comissão de Finanças, e o ensaio *O Federal Reserve System e a reforma bancária brasileira* (1948), de Almiro Alcântara, que propõe, ao contrário de Correia e Castro, e na mesma linha de Vergueiro César (1947), um sistema de banco central descentralizado. Também houve uma série de artigos que

⁹⁴ *Diário do Congresso Nacional*, 25 de junho de 1947, p. 2985.

⁹⁵ *Ibid.*, p. 2988.

⁹⁶ Ribeiro (1948c, p. 69).

⁹⁷ Cf. Ribeiro (1948a; 1948b; 1948c).

⁹⁸ Ribeiro (1948a, p. 5).

se dedicaram ao tema, como Infante (1948a; 1948b), Menezes (1948), Loureiro (1949) e Banaskiwitz (1951).

Em 1948, o Brasil recebeu a chamada Missão Abbink, chefiada por John Abbink, então consultor do Departamento de Estado dos EUA. Sabe-se que, a partir dos anos 1940, os EUA passaram a empreender missões que tinham por objetivo aconselhar e assessorar países periféricos em matéria de política econômica, estimulando determinadas medidas que dependiam, em boa parte, de um sistema financeiro bem estabelecido. Conforme Ribeiro (2012), no caso do Brasil este esforço resultou em missões tais como a Missão Taub (1941), Missão Cooke (1942), Missão Abbink (1948) e, por fim, na Comissão Mista Brasil-Estados Unidos (1951). Destacamos aqui a Missão Abbink⁹⁹ por tratar-se de uma missão que foi chefiada, do lado brasileiro, por Bulhões e que tratou da questão do banco central, chegando a recomendar sua criação.¹⁰⁰ O propósito da Missão Abbink era o de analisar a situação econômica brasileira para fundamentar os pedidos de empréstimo feitos por Correia e Castro a entidades norte-americanas. Conforme Vianna (2015a, p. 115), a Missão tinha como objetivo orientar a política econômica brasileira para incentivar a reorientação do capital interno, a elevação da produtividade e a captação de investimento estrangeiro. O relatório final da Missão Abbink seria entregue no início de 1949 e Bulhões publicaria, no ano seguinte, o seu *À Margem de um Relatório*, de que trataremos no capítulo 4, em que aponta algumas das conclusões da referida Missão.

Em novembro de 1948, um editorial do periódico *O Jornal* apontava que a Comissão de Finanças da Câmara, embora tivesse despendido muito tempo nas discussões sobre a reforma bancária, havia lançado “uma cortina de ferro sobre o assunto”.¹⁰¹ Em abril de 1949, o *Correio da Manhã* falava em um “sutil, mas persistente processo de protelação” do projeto.¹⁰² Poucos meses depois, Correia e Castro seria substituído no Ministério da Fazenda por Guilherme da Silveira, então presidente do BB, cuja orientação era diversa da sua,¹⁰³ de modo que o assunto passou a não ser mais prioridade para o Executivo. Publicações especializadas, que acompanhavam de perto os desdobramentos da reforma bancária, apontavam para este abandono da pauta.¹⁰⁴ Parado na Comissão de Finanças até o início de 1950, o parecer de Lafer

⁹⁹ Também denominada Comissão Mista Brasileiro-Americana de Estudos Econômicos (CMBAEE).

¹⁰⁰ Comissão Mista Brasileiro-Americana de Estudos Econômicos (1949, pp. 65-77).

¹⁰¹ *O Jornal*, 10 de novembro de 1948, p. 4.

¹⁰² *Correio da Manhã*, 30 de abril de 1949, p. 4.

¹⁰³ Esta substituição é descrita por Vianna (2015a, p. 118) como um “ponto de inflexão” em termos de política econômica do governo, sobretudo pela reversão das políticas de estabilização empreendidas por Correia e Castro.

¹⁰⁴ É o caso do periódico *O Observador Econômico e Financeiro*, que afirma em um de seus artigos do fim de 1949: “Há mais de dois anos na Câmara dos Deputados, porém, [a reforma bancária] não logrou ainda chegar ao plenário. Continua na Comissão de Finanças onde o parecer do Sr. Horácio Lafer não foi sequer discutido.

seria finalmente convertido em um projeto de lei (PL 104/1950). Embora tenha chegado a ir a plenário, logo em seguida retornou ao trâmite junto às comissões da Câmara, onde permaneceu por muitos anos.¹⁰⁵ A partir disso, os debates arrefeceram e, naquele momento, a criação do banco central perdeu força. Para Galvêas (1985, p. 27), as dificuldades poderiam ser explicadas pelo fato de que “o Projeto Correia e Castro era bastante ambicioso e as justificativas, embora parecendo irrefutáveis, às vezes se revelavam utópicas.”

Fato é que, durante a década de 1950, a reforma bancária não teve mais proeminência nas pautas dos governos. Assim, o referido projeto Correia e Castro ficaria em discussão por mais de uma década no Congresso. Neste ínterim, o debate sobre a reforma envolveu alguns pareceres e substitutivos de deputados de diferentes orientações em diversas comissões parlamentares. Dentre estes substitutivos estiveram os dos deputados Daniel Faraco (1954) e Nogueira da Gama (1959). Além disso, no Senado houve um projeto à parte apresentado por Alberto Pasqualini (1954).

Para além da ausência de uma instituição denominada “banco central”, um dos problemas mais consensualmente identificados era o da pulverização de funções de autoridade monetária entre órgãos que não atuavam em conjunto e não partilhavam de diretrizes comuns. Alexandre Kafka, em seu capítulo sobre o Brasil no livro *Banking Systems* (1954), organizado por Benjamin H. Beckhart, tenta sistematizar os órgãos que desempenhavam as funções de banco central. Para Kafka ([1954] 1960, pp. 101-103), eram ao todo cinco instâncias: i) o TN, que tinha a faculdade emissora e era depositário de reservas metálicas; ii) o BB, que recebia depósitos do governo e dos demais bancos; iii) a Cared e a Camob, que desempenhavam a função de emprestadores de última instância do sistema; iv) a Carteira de Câmbio, que executava política cambial e detinha reservas cambiais do TN; e v) a Sumoc, que supervisionava o setor bancário e tinha poder deliberativo sobre a política monetária através de seu Conselho. Kafka aponta que as dificuldades de coordenação entre estes órgãos advinham sobretudo das funções “mistas” do BB e da subordinação dos executores das políticas à Presidência da República.

Não obstante este desarranjo e o moroso trâmite da reforma bancária no Legislativo, nos anos 1950 ocorreram consideráveis avanços em termos de desenvolvimento da Sumoc. Neste sentido, Lago (1982) chama a atenção para as gestões de José Soares Maciel Filho (segundo governo Vargas), do próprio Bulhões (governo Café Filho) e de José Garrido Torres (governo

Esperemos que, no próximo ano, seja ela merecedora de maior atenção.” (*O Observador Econômico e Financeiro*, nº 166, novembro de 1949, p. 127.)

¹⁰⁵ Franco (2017, p. 349).

Juscelino Kubitschek) como Diretores Executivos da Sumoc. Ao se reestruturar, aperfeiçoando seus instrumentos de controle da política bancária e financeira, a Sumoc pôde, segundo Lago, “trabalhar para acelerar sua transformação em Banco Central”.¹⁰⁶ Em um plano mais ambicioso, Garrido Torres apresentou propostas, que se conjugaram com as do então Ministro da Fazenda Lucas Lopes e o seu Plano de Estabilização Monetária, no sentido de a Sumoc absorver as carteiras monetárias sob a guarda do BB, como a Cared e a Camob, e criar uma caixa própria.¹⁰⁷ Esforços neste sentido, porém, só ganharam alguma concretude anos depois, sob o governo João Goulart.

2.2.5 Os projetos dos anos 1960

O tema da reforma bancária voltou com força à pauta nos anos 1960. No breve interregno parlamentarista, o gabinete liderado por Tancredo Neves (1961-1962), cujo Ministro da Fazenda era Walter Moreira Salles, tinha um programa de governo bastante ambicioso em termos de reforma bancária e monetária. No âmbito das reformas institucionais pretendidas, estava a proposta de criação de um banco central de capital estatal, mas autárquico, cuja orientação geral seria dada pelo Conselho Monetário. Com isso, pretendia-se controlar o crescimento dos meios de pagamento e do crédito, tendo em vista o objetivo de incrementar o meio circulante tão somente na medida em que houvesse crescimento da renda.¹⁰⁸ Tancredo foi um importante ator político na defesa do banco central, tendo escrito, nos anos 1950, um texto sobre este assunto que será por nós resgatado no capítulo 5. Em um discurso de maio de 1962, ainda enquanto Primeiro-Ministro, ele afirmou: “Quando imaginamos que somos a única nação civilizada do mundo que ainda não possui seu Banco Central, sentimos com pesar e com alguns laivos de opróbrio o quanto nos distanciamos das instituições mais avançadas das civilizações mais cultas.”¹⁰⁹ As referidas propostas do gabinete de Tancredo, porém, não contaram com o apoio do então presidente João Goulart, que tinha sua própria agenda de reformas e combatia o regime parlamentarista.¹¹⁰ Ademais, poucos meses depois, Tancredo deixaria o cargo de Primeiro-Ministro.

Durante o governo de João Goulart (1961-1964), no bojo das discussões sobre reformas de base, recrudescer o debate parlamentar sobre o banco central. Em 1962, há dois novos substitutivos ao projeto Correia e Castro: o dos deputados Salvador Lossaco e Mário Gomes,

¹⁰⁶ Lago (1982, p. 141).

¹⁰⁷ *Ibid.*, pp. 149-155.

¹⁰⁸ Conselho de Ministros (1961, pp. 32-34).

¹⁰⁹ *Jornal do Comércio*, 20 de março de 1962, p. 10.

¹¹⁰ Mesquita (2015, p. 183).

que virtualmente transformava o BB em banco central e ampliava sua capacidade operacional,¹¹¹ e o de Daniel Faraco, que propunha um banco central separado do BB, assim como o Conselho Monetário Nacional (CMN) enquanto instância normativa.¹¹² No âmbito do Executivo, destaca-se o Plano Trienal, elaborado por Celso Furtado, que, identificando no déficit orçamentário a principal causa do problema inflacionário, propôs medidas como controle dos gastos públicos, renegociação da dívida externa e o estabelecimento de metas para o crescimento da oferta monetária e do crédito. No que concerne à reforma bancária, o Plano não previa a criação do banco central, mas antes a retirada das funções de autoridade monetária do BB e a expansão da Sumoc, que absorveria a Cared e a Camob, passaria a supervisionar o mercado cambial e seria convertida em uma autarquia.¹¹³

Em março de 1963, o Executivo envia ao Congresso um projeto de reforma bancária (PL 15/1963)¹¹⁴ que, como nota Franco (2017, p. 372), já prenunciava diversos aspectos da lei que criaria o BCB no ano seguinte, durante o governo militar. Este projeto – que é bastante alinhado com a reforma bancária sustentada pelo Plano Trienal – surgiu de um grupo de trabalho liderado pelo Ministro da Fazenda Miguel Calmon (ainda do período parlamentarista) e do qual faziam parte, entre outros, Dênio Nogueira e Casimiro Ribeiro.¹¹⁵ Quando enviado ao Congresso, o Ministro da Fazenda era San Tiago Dantas, de modo que este projeto é chamado por Roberto Campos (1994, p. 662) de “projeto Miguel Calmon-San Tiago Dantas”. O projeto colocava em pauta duas ideias principais. A primeira era a conversão da Sumoc em autarquia, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, que absorveria a Cared, a Camob, a Cacex, a Caixa de Amortização e também seria proibida de realizar operações diretas com o público. A segunda proposta era a criação do CMN, ao qual se atribuíam certas prerrogativas no sentido de determinar a orientação das políticas monetária, creditícia e bancária. De acordo com Goulart, em sua mensagem ao Congresso, ao estabelecer a Sumoc como único órgão executivo da política monetária, resolvia-se o problema da “fragmentação da autoridade monetária em vários órgãos distintos, como ocorre presentemente”. Mas, ao mesmo tempo, busca acenar ao BB, argumentando que eram necessárias a “preservação e ampliação da posição do Banco do

¹¹¹ Por isso, conforme Nogueira ([1993] 2019, p. 95), o projeto recebeu o apelido de “projeto Nei Galvão”, em referência ao então presidente do BB, Nei Neves Galvão. Ver também Campos (1994, p. 662).

¹¹² Minella (1988).

¹¹³ Brasil (1962, pp. 191-193). Cabe enfatizar que o Plano apontava explicitamente para a inconveniência da ideia de fortalecer as funções de banco central do BB, o que traria “repercussões seguramente negativas.” (p. 193).

¹¹⁴ *Diário do Congresso Nacional*, 6 de abril de 1963, pp. 1256-1259.

¹¹⁵ Cf. Nogueira ([1993] 2019, p. 94, nota 66).

Brasil de grande banco oficial e instrumento fundamental de atuação direta do Governo no setor do crédito bancário”.¹¹⁶

2.2.6 O CEMLA e as Reuniões de Técnicos de Bancos Centrais

Boa parte da história dos projetos de criação do banco central e das soluções parciais às questões bancárias e monetárias brasileiras foi acompanhada por um debate mais amplo, em nível internacional, acerca destes assuntos. Bretton Woods certamente é um marco de uma maior interlocução, no plano mundial, entre os formuladores de política econômica. Do ponto de vista da América Latina, um dos grandes promotores desta interlocução foi o Centro de Estudos Monetários Latino-Americanos (CEMLA), fundado em 1952. Conforme Turrent (2014), o CEMLA é fruto de um esforço de dirigentes de bancos centrais da América Latina que viam a necessidade de qualificar e profissionalizar os técnicos destas instituições. Prova disso é que o CEMLA surge durante as primeiras Reuniões de Técnicos dos Bancos Centrais, tendo como objetivo, a partir de estreita colaboração entre seus membros, realizar pesquisas, fomentar o diálogo entre dirigentes e promover uma melhor capacitação de funcionários e técnicos dos bancos centrais.¹¹⁷ A partir disso, as Reuniões passaram a ser um evento realizado pelo próprio CEMLA em colaboração com os bancos centrais associados.

Há elementos suficientemente sugestivos de uma contínua interação e colaboração entre o Brasil – sobretudo através da figura de Bulhões – junto ao CEMLA nos primeiros anos desta instituição.¹¹⁸ Bulhões, conforme relatado por ele próprio,¹¹⁹ participou da I Reunião de Técnicos dos Bancos Centrais, que aconteceu no México em 1946.¹²⁰ Além disso, o CEMLA tinha um programa de ensino técnico (*programa de enseñanza técnica*) para os especialistas das instituições monetárias dos países filiados ao centro, e há registro de pelo menos duas participações de Bulhões como expositor neste programa. Em uma delas, tratou de política fiscal¹²¹ e, em outra, discutiu a função dos preços no desenvolvimento.¹²²

¹¹⁶ *Diário do Congresso Nacional*, 6 de abril de 1963, p. 1260.

¹¹⁷ Turrent (2014, p. 40).

¹¹⁸ Ernane Galvêas, que seria presidente do BCB em duas oportunidades (1968-1974; 1979-1980) e Ministro da Fazenda (1980-1985), relata que fez um curso de oito meses de “Teoria e política monetária” junto ao CEMLA, no México, em 1954 (Galvêas, 1989, pp. 10-11).

¹¹⁹ Bulhões (1964, pp. 147-148).

¹²⁰ Bulhões (1946) se refere a uma série de debates ocorridos nesta Reunião, como uma interlocução entre Raúl Prebisch e Robert Triffin a respeito da dinâmica dos fluxos de capitais dos EUA enquanto “centro cíclico” da economia mundial para países periféricos (pp. 17-19) e um debate sobre a importância de haver melhores estatísticas para embasar a condução da política monetária (p. 36). Por fim, Bulhões remete-se a estudos realizados por Vítor L. Urquidi e Javier Márquez – ambos, conforme Turrent (2014, p. 6), fundadores do CEMLA.

¹²¹ Turrent (2014, p. 59).

¹²² Bulhões (1961).

No período por nós considerado neste trabalho, ocorreram sete edições das Reuniões de Técnicos dos Bancos Centrais do Continente Americano: a primeira, como já mencionamos, no México (1946), depois no Chile (1949), em Cuba (1952), nos EUA (1954), na Colômbia (1957), na Guatemala (1960) e, finalmente, no Brasil (1963).¹²³ Enfatizamos esta última reunião por dois motivos principais. Em primeiro lugar, trata-se de um evento que reuniu no Brasil grandes autoridades sobre o tema do banco central pouco mais de um ano antes do BCB ser criado. Em segundo lugar, Bulhões, que pouco depois tornar-se-ia Ministro da Fazenda, fez neste evento uma exposição sobre o caso do banco central brasileiro, intitulada *Banco central, política tributária e orçamento*, que será por nós considerada em detalhes no capítulo 4.

Esta VII Reunião de Técnicos dos Bancos Centrais do Continente Americano aconteceu no Rio de Janeiro em outubro de 1963.¹²⁴ O evento, que foi organizado pelo CEMLA, ocorreu no Brasil sob os auspícios do BB e da Sumoc.¹²⁵ Nele reuniram-se delegados de pelo menos 17 bancos centrais do continente, além de outras organizações estrangeiras¹²⁶ e diversos técnicos e estudiosos brasileiros, como Ernane Galvêas (Ministério da Fazenda), Casimiro Ribeiro (Sumoc), Jorge Kingston (Universidade do Brasil) e Dênio Nogueira (Conselho Nacional de Economia).¹²⁷ Também contou com a participação de importantes quadros técnicos e acadêmicos da comunidade internacional, como Frank M. Tamagna (American University), Henry C. Wallich (Yale University) e Robert Triffin (Yale University), que apresentaram diversos trabalhos. A Reunião, que recebeu ampla cobertura da mídia nacional,¹²⁸ voltou-se especialmente à discussão de acontecimentos recentes nas economias dos países representados,

¹²³ Reunião de Técnicos dos Bancos Centrais do Continente Americano (1964a, p. 6).

¹²⁴ Em janeiro do mesmo ano, o Brasil sediou, também no Rio de Janeiro, a *1963 Conference on Inflation and Growth in Latin America*, na qual foram evidenciadas as diferenças entre os diagnósticos monetarista e estruturalista da inflação na América Latina. Sobre essa Conferência, ver Boianovsky (2012) e Suprinyak e Carvalho (2022). Dentre os economistas que participaram tanto desta conferência de janeiro quanto da VII Reunião de Técnicos dos Bancos Centrais, estão, além de Octávio Bulhões: Aníbal Pinto (CEPAL), Pierre Uri (CEMLA) e Robert Triffin (Yale University).

¹²⁵ Conforme Turrent (2014, p. 64), em 1958, o Rio de Janeiro já havia sediado um outro evento do CEMLA: uma Reunião Operativa com o tema “Problemas de la emisión del papel moneda y de caja”.

¹²⁶ Dentre as quais estavam: Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD), Comissão Econômica para a América Latina (CEPAL), Fundo Monetário Internacional (FMI), Instituto Interamericano de Estatística (IIE) e Organização dos Estados Americanos (OEA).

¹²⁷ Embora o *Jornal do Brasil* (13 de outubro de 1963, p. 4) tenha noticiado que Eugênio Gudín fora convidado para o evento, o nome dele não consta na lista oficial de participantes. Cf. Reunião de Técnicos dos Bancos Centrais do Continente Americano (1964a, pp. 35-41).

¹²⁸ Cf. *Diário de Notícias*, 12 de outubro de 1963, p. 4 e 7; *Jornal do Brasil*, 13 de outubro de 1963, p. 4; *Correio da Manhã*, 13 de outubro de 1963, p. 4; *O Jornal*, 18 de outubro de 1963.

inovações em suas legislações bancária, cambial e monetária, e questões teóricas, como a viabilidade de uma câmara de compensação entre os países latino-americanos.¹²⁹

O momento político e econômico do Brasil era consideravelmente atribulado. Àquela altura, como mencionamos, projetos de reforma bancária eram discutidos pelo parlamento. Neste sentido, o presidente de honra da reunião, o então Ministro da Fazenda Carlos Alberto Alves de Carvalho Pinto, no discurso inaugural do evento, assinalou “a atenção com que o Brasil acompanha os trabalhos deste conclave, tendo em vista a sistematização, a que procede neste instante, de funções de banco central.”¹³⁰ Conforme o Ministro apresentou, naquele momento as referidas funções eram exercidas “de forma fragmentária e assistemática, através de vários órgãos”.¹³¹ Assim, estava ainda o país em busca de uma solução para esta questão:

Através de projeto, em tramitação no legislativo, procura o Governo dar neste momento organicidade unitária e racional a tais funções adotando fórmula inspirada nas peculiaridades da nossa estrutura econômica, financeira e administrativa, ocorrência esta que revela a oportunidade e o alto interesse desta Conferência para a boa formulação da própria solução brasileira.¹³²

O projeto referido pelo Ministro é o PL 15/1963, que, como já discutimos, não propunha a criação do banco central, mas a conversão da Sumoc em autarquia e a criação do Conselho Monetário. Esta manifestação do Ministro é digna de nota na medida em que confirma que o tema da reforma bancária e a questão do banco central estavam em destaque no debate público quando da realização desta Reunião de Técnicos.

Dentre os conferencistas brasileiros, Bulhões foi o único a refletir sobre o fato de o Brasil não ter ainda um banco central. Os demais trataram de questões teóricas, como foi o caso de Hélio Marques Vianna (Sumoc), que discutiu aspectos de regulação do setor bancário e financeiro,¹³³ e de questões de política econômica, como feito por Herculano Borges da Fonseca (BB), que discutiu, a partir do caso brasileiro, a necessidade das políticas monetária e fiscal estarem alinhadas com a política salarial.¹³⁴ Além disso, questões conjunturais do Brasil foram

¹²⁹ As informações apresentadas foram extraídas dos anais deste encontro. Ver Reunião de Técnicos dos Bancos Centrais do Continente Americano (1964a; 1964b; 1964c; 1964d).

¹³⁰ Reunião de Técnicos dos Bancos Centrais do Continente Americano (1964a, p. 65).

¹³¹ *Idem.*

¹³² *Idem.*

¹³³ “Controle das operações dos estabelecimentos bancários e das instituições financeiras não bancárias.” Cf. Reunião de Técnicos dos Bancos Centrais do Continente Americano (1964a, pp. 107-118).

¹³⁴ “Conjugação da política monetária com a política fiscal e a política salarial.” Cf. Reunião de Técnicos dos Bancos Centrais do Continente Americano (1964a, pp. 217-232)

apresentadas por técnicos da Inspeção Geral de Bancos¹³⁵ e do Departamento Econômico da Sumoc.¹³⁶

Havia, portanto, a partir do CEMLA, um espaço de colaboração e discussão entre técnicos e formuladores de políticas econômicas da América Latina sobre temas bancários e monetários. Como vimos, no período em que ocorreram as discussões sobre os projetos de reforma bancária, o Brasil integrou este espaço. Também cabe destacar que o fato de o Brasil não ter um banco central não o impediu de participar desta colaboração internacional, sendo representado, a partir de 1952, pela Sumoc durante as Reuniões de Técnicos que antecederam a criação do BCB¹³⁷ e integrando o CEMLA como membro associado a partir de 1957.¹³⁸ Por fim, cabe mencionar que o CEMLA é ativo até hoje e o BCB é um de seus membros associados.¹³⁹

2.2.7 A criação do BCB

O BCB foi, enfim, criado em 1964,¹⁴⁰ sob o governo militar – e, cabe enfatizar, valendo-se do projeto de reforma bancária encaminhado por Goulart. No trâmite parlamentar que se deu entre este projeto e a promulgação da lei, que teve como personagens-chave os deputados José Maria Alkmin, Ulysses Guimarães e Herbert Levy, houve a significativa mudança (talvez mais na forma que no conteúdo) da autarquia federal que cuidaria da execução da política monetária, passando de “Sumoc” para “Banco Central da República do Brasil”.¹⁴¹ A partir da constituição do BCB, aboliram-se a Caixa de Amortização, a Camob e a Cared. Criou-se também o CMN (em substituição ao Conselho da Sumoc) como órgão normativo e centro deliberativo de todo o Sistema Financeiro Nacional. Algumas concessões foram feitas em favor do BB, como a preservação deste banco como agente financeiro do TN e depositário das reservas voluntárias dos bancos privados, além da preservação de seu presidente como membro do CMN (como

¹³⁵ “Política monetária, cambial, creditícia e bancária. Fatos em relevo – 1960/1963.” Cf. Reunião de Técnicos dos Bancos Centrais do Continente Americano (1964d, pp. 157-234).

¹³⁶ “Síntese da evolução da situação econômica do Brasil entre 1960 e 1963 e da política monetária, fiscal e cambial seguida no período.” Cf. Reunião de Técnicos dos Bancos Centrais do Continente Americano (1964d, pp. 519-554).

¹³⁷ Turrent (2014, p. 38).

¹³⁸ O aspecto “singular” da associação do Brasil ao centro, porém, foi notado por Turrent (2014, pp. 47-48): “El caso del Brasil fue un tanto singular toda vez que cuando se asoció al CEMLA ese país carecía aún de banco central, y el vínculo se estableció con su institución antecesora: la Superintendencia de Moneda y Crédito.”

¹³⁹ MIEMBROS Asociados y Colaboradores. CEMLA, s.d. Disponível em: <<https://www.cemla.org/miembros.html>>. Acesso em: 13 de dez. de 2022.

¹⁴⁰ Lei nº. 4.595 de 31 de dezembro de 1964.

¹⁴¹ O nome seria alterado para “Banco Central do Brasil” através do Decreto-Lei nº. 278, de 28 de fevereiro de 1967.

ocorria no Conselho da Sumoc).¹⁴² Esta reforma bancária ocorreu no bojo das reformas institucionais empreendidas pelo novo governo, do qual Bulhões era Ministro da Fazenda.

Uma vez criado, o BCB passa a deter o monopólio da emissão de moeda e a administração *de jure* das políticas monetária e creditícia do país. Este último arranjo, porém, ainda conservou uma série de artifícios que impediam o BCB de exercer o pleno controle sobre os meios de pagamento: nas palavras de Roberto Campos (1996, p. 439), “A [lei] que criou o Banco Central não pegou”. Conforme Pastore e Pinotti (2007, p. 47), em vez de separar o BB das funções de autoridade monetária e estabelecê-lo unicamente como banco comercial, o arranjo estabelecido foi tal que o BB foi mantido como controlador de uma série de instrumentos que impactavam diretamente a base monetária. Um desses artifícios era a “conta de movimento”, a qual ensejava operações triangulares entre o BB, BCB e TN. Esta e outras questões (como a relação entre os orçamentos fiscal e monetário, políticas de fomentos exercidas pelo BCB, os depósitos de bancos privados no BB etc.) seriam tratadas apenas em reformas institucionais e constitucionais nos anos 1980. Embora o BCB tenha sido criado em 1964 como uma instituição politicamente independente, i.e., com seus diretores tendo mandatos fixos e não coincidentes com o do Presidente da República, esta regra seria desconsiderada a partir do governo Costa e Silva, em 1967, com a substituição de Bulhões por Antônio Delfim Netto na Fazenda. Posteriormente, esta regra seria formalmente revogada pelo Ato Institucional 5.¹⁴³ A questão da independência do Banco Central seria retomada e aprovada novamente pelo Congresso Nacional no ano de 2021.¹⁴⁴

É sugestivo considerar que existiram certos problemas ou resistências que, até 1964, impediram o banco central de ser criado. Apesar disso, apontar categoricamente quais foram estes obstáculos e identificar com algum grau de concretude a existência e a influência direta das referidas resistências é tarefa bastante difícil. Um editorial do *Correio da Manhã* de abril de 1949 sugeriu, por exemplo, que o motivo para as sucessivas protelações na votação do projeto Correia e Castro seria o fato de que “a criação do Banco Central [...] estrangula em suas fontes o comércio de dinheiro dos pequenos estabelecimentos bancários, alguns deles sob a presidência de amigos íntimos do governo, cujas queixas e argumentos têm sempre acolhida nos círculos palacianos”.¹⁴⁵ No mês seguinte, um artigo publicado em *O Jornal* pelo jornalista Mário Wilches sustentaria ponto de vista semelhante. Para Wilches, embora já houvesse suficiente nível de entendimento entre os relatórios das comissões de Finanças e de Indústria e

¹⁴² Art. 6, II e Art. 19, I e III da lei nº. 4.595 de 31 de dezembro de 1964.

¹⁴³ Barbosa (1983, pp. 17-18).

¹⁴⁴ Lei complementar nº 179, de 24 de fevereiro de 2021.

¹⁴⁵ *Correio da Manhã*, 30 de abril de 1949, p. 4.

Comércio, “importantes forças” estavam “criando entraves à consideração da reforma bancária na Câmara dos Deputados.”¹⁴⁶ Wilches sustenta que a “verdadeira oposição à marcha do projeto é encontrada fundamentalmente entre os banqueiros, que, por nada neste mundo, desejam uma disciplinação rígida do sistema bancário”.¹⁴⁷ Para sustentar sua afirmação, ele cita casos de bancos que, mesmo atuando de forma irresponsável, angariavam recursos junto a carteiras oficiais: “para os mesmos, evidentemente, muito melhor é que perdue o ambiente de liberalidade atual, no qual tudo é possível, sempre que tenham prestígio político junto às autoridades.”¹⁴⁸

Alguns autores posteriormente lançaram outras conjecturas. Souza Gomes (1967) fala em oposição advinda de forças “difícilmente identificáveis”; em seguida, em referência à dependência governamental das emissões, sugere que “a verdadeira causa dessa imperdoável lacuna foi o temor dos governos de perder um instrumento dócil, capaz de jungir-se a qualquer política monetária e creditícia”.¹⁴⁹ Para Tancredo Neves ([1957] 2010), existiam duas grandes barreiras à criação do banco central: a retirada de algumas funções do BB “sem afetar a sua estabilidade” e a indisciplina orçamentária dos governos.¹⁵⁰ Dênio Nogueira, que foi o primeiro presidente do BCB, aponta que os principais setores contrários à criação da instituição eram os setores urbanos, notadamente o comércio e a indústria, que “tinham se habituado, ao longo dos anos, a viver à custa da expansão monetária”.¹⁵¹ Para André Villela (2017, p. 454) possíveis explicações seriam a existência de um “poderoso *lobby*” existente no Congresso Nacional em favor dos interesses do BB, tese que Lago (1982, p. 209) e Campos (1994, pp. 661-668) também defendem, e, ainda, a influência sobre os atores políticos e econômicos brasileiros de ideias desenvolvimentistas, que priorizariam metas de crescimento em detrimento de políticas de estabilização.

Em um trabalho recente, Gambi (2020), tomando como referência as missões Montagu e Niemeyer, tenta compreender, a partir da recepção destas missões por parte do governo, BB, Câmara dos Deputados e imprensa, os motivos que levaram o Brasil a resistir à onda de criação de bancos centrais na América Latina no primeiro terço do século XX. A investigação de Gambi aponta para um conjunto amplo de possíveis explicações, que compreende desde as questões conjunturais (internas e externas) que impediram os acordos de irem adiante, até o desacordo

¹⁴⁶ WILCHES, M. “Pretendem mesmo torpedear a lei de reforma bancária”. *O Jornal*, 1º de maio de 1949, p. 10.

¹⁴⁷ *Idem*.

¹⁴⁸ *Idem*.

¹⁴⁹ Souza Gomes (1967, pp. 95-96).

¹⁵⁰ Neves ([1957] 2010, p. 141).

¹⁵¹ Nogueira ([1993] 2019, pp. 117-121).

sobre temas sensíveis, como a proposta de independência do banco, que gerou reações de teor nacionalista. Este autor, embora reconheça que o acatamento das recomendações das missões representaria um corte abrupto do crédito disponível para o governo e o setor cafeeiro,¹⁵² não encontrou indícios de resistência por parte do BB quanto às propostas de criação do banco central.

Vê-se, portanto, que são várias as hipóteses levantadas para explicar a demora brasileira em criar seu banco central. Todas essas hipóteses envolvem, em alguma medida, a existência de certos interesses contrários à criação do banco ou a ocorrência de eventos que a tornaram inoportuna em determinados pontos do tempo. Tendo isso em consideração, uma parte de nossa análise consistirá em buscar, nas obras dos autores discutidos, elementos que corroborem ou desabonem estas ideias presentes nos textos de comentaristas sobre a evolução do BCB. Quanto a isto, sendo o nosso propósito tão somente o de abordar o tema a partir das ideias dos pensadores de que tratamos neste trabalho, ressalta-se que não pretendemos aqui dar uma resposta definitiva a esta questão.

¹⁵² Gambi (2020, p. 210).

3 Abelardo Vergueiro César e Horácio Lafer: o banco central como instrumento de amparo à produção (1935-1949)

Neste capítulo, trataremos do pensamento econômico de Abelardo Vergueiro César e Horácio Lafer sobre o banco central. Estes dois autores integram o que chamamos neste trabalho de linha de pensamento do banco central como instrumento de amparo à produção. Em termos gerais, essa corrente de pensamento conjuga a constatação de problemas na área produtiva com a compreensão de que cabe às autoridades monetárias do país trabalhar ativamente para a solução destes problemas.

Podemos caracterizar esta linha de pensamento a partir de dois aspectos fundamentais. O primeiro deles é o da primazia dos problemas produtivos sobre os de natureza bancária e monetária. Longe de negarem a existência de uma interdependência entre estas esferas, os autores desta linha compreendem, na verdade, que problemas bancários e monetários são *derivados* da fragilidade produtiva do país. Esta última é que explicaria as deficiências do país em questões relativas à moeda, às finanças públicas e ao setor bancário. O segundo aspecto é a compreensão de que, sendo o banco central um órgão de Estado, ele deveria pautar suas políticas pelas necessidades diretas e indiretas da atividade econômica, zelando sempre pelo desenvolvimento da produção e o pleno emprego dos fatores. Conforme discutiremos, esta compreensão toma diferentes sentidos em cada autor e em cada momento do tempo, como a defesa do redesconto ilimitado, dos bancos públicos de crédito especializado, da atuação descentralizada do banco central etc. Esta linha de argumentação não exclui ou diminui a importância da estabilidade dos preços, mas este não seria o objetivo imediato do banco central, justamente pelo entendimento de que a referida estabilidade seria uma consequência do desenvolvimento da produção.

Tomamos aqui Lafer e Vergueiro César como representantes desta linha de pensamento do banco central porque acreditamos que eles foram os seus dois principais expoentes. São muitas as semelhanças entre eles: ambos são paulistas, formados pela Faculdade de Direito do Largo de São Francisco¹⁵³ (diplomados com três anos de diferença), membros da Liga Nacionalista de São Paulo durante a juventude,¹⁵⁴ deputados constituintes e federais nos anos 1930, e integrantes, junto de Roberto Simonsen, do primeiro conselho da Sociedade Brasileira de Estudos Econômicos (SBEE), organização paulista fundada em outubro de 1937 voltada à

¹⁵³ Atual Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo.

¹⁵⁴ Conforme Levi-Moreira (1984, p. 68), trata-se de uma Liga de inspiração bilaquiana que tinha entre seus objetivos: “lutar pelo voto secreto e obrigatório, pela efetiva aplicação da lei da obrigatoriedade do serviço militar e pela difusão da instrução e desenvolvimento da educação em todo o país.”

promoção de estudos, conferências e publicações sobre temas econômicos.¹⁵⁵ Lafer, por um lado, é ligado ao setor industrial, enquanto Vergueiro César é ligado ao setor financeiro, e o pensamento de ambos sobre o banco central conflui para a defesa de que esta instituição estivesse voltada a atender as necessidades da produção. Há, tal como ficará claro adiante, algumas diferenças sensíveis entre eles, a partir das quais depreendemos não apenas que a linha de pensamento do banco central a serviço da produção é relativamente heterogênea, mas também que o debate como um todo era complexo e repleto de nuances. Embora eles não tenham debatido diretamente sobre o assunto, havia um reconhecimento mútuo entre estes dois autores: nos anos 1940, por exemplo, Lafer faz referências elogiosas a Vergueiro César em um de seus relatórios,¹⁵⁶ e Vergueiro César teceu considerações positivas sobre o substituto de Lafer ao projeto Correia e Castro.¹⁵⁷

Outra coincidência entre estes dois autores está no período em que escrevem sobre o assunto, que compreende desde a metade dos anos 1930 até o fim dos anos 1940. Este período é bastante profícuo do ponto de vista dos projetos de reforma bancária, compreendendo os de Souza Costa (1937) e de Correia e Castro (1947). Esta circunspeção temporal tem diferentes motivações para os dois autores. O início das manifestações de Horácio Lafer coincide com o começo de sua trajetória parlamentar, em meados dos anos 1930, mas, a partir dos anos 1950, ele deixa de se manifestar sobre o assunto, refletindo, de alguma maneira, o esmorecimento da pauta da reforma bancária. Vergueiro César, por sua vez, também iniciou sua atividade parlamentar em meados dos anos 1930, mas faleceu em 1949. Assim, identificamos esta linha de pensamento no período desde 1935, quando Vergueiro César lidera a reforma da Cared, até 1949, logo após Lafer relatar o projeto Correia e Castro na Comissão de Finanças.

O pensamento destes autores sobre a questão do banco central partilha de duas fontes de influência principais. A primeira delas é de economistas franceses, como Louis Baudin, Charles Rist, Émile Mireaux e Gaston Leduc, que são autores de trabalhos expressivos sobre a questão da moeda e do crédito nos anos 1930,¹⁵⁸ e é justamente na ênfase dada aos assuntos monetários e creditícios que está a maior influência deles sobre Vergueiro César e Lafer. A segunda principal influência é a de Michiel Hendrick De Kock, que foi governador do banco

¹⁵⁵ *Correio Paulistano*, 26 de outubro de 1937, p. 4. O primeiro presidente da Sociedade foi José Joaquim Cardoso de Mello Neto, à época governador de São Paulo e professor de economia política da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo.

¹⁵⁶ Cf. Lafer (1948, pp. 28, 32 e 68)

¹⁵⁷ *Correio Paulistano*, 29 de agosto de 1948, p. 17.

¹⁵⁸ Para mencionar algumas das obras destes autores: Baudin é autor de *Qu'est-ce que le crédit?* (1934) e *La Monnaie et la formation des prix* (1936); Rist é autor de *Essais sur quelques problèmes économiques et monétaires* (1933) e *Histoire des doctrines relatives au crédit et la monnaie, depuis John Law jusqu'à nos jours* (1938); Mireaux é autor de *Les Miracles du crédit* (1930); e Leduc é autor de *L'or et la stabilité monétaire* (1932).

central da África do Sul entre 1945 e 1962, e é autor de *Central Banking* (1939). De Kock, embora seja citado também por Vergueiro César, tem sua principal influência sobre Lafer, particularmente no que se refere ao princípio que deveria nortear a política de redescontos do banco central.¹⁵⁹ No caso de Vergueiro César, uma influência decisiva foi a de J. F. Normano, em quem se baseia para afirmar o efeito dos “fundamentos” de uma economia sobre a sua moeda.

Vergueiro César e Lafer são autores cujo pensamento concilia dois entendimentos: i) o de que cabe ao Estado agir diretamente em prol do desenvolvimento e ii) de que o banco central seria um instrumento primordial para esta ação. No pensamento econômico brasileiro, como se sabe, há um número considerável de autores que aderem ao primeiro entendimento, mas o pouco protagonismo que o banco central tem neste pensamento, como discutimos na introdução desta dissertação, é sugestivo de que o segundo entendimento era pouco difundido. A linha de pensamento que estudaremos neste capítulo é produto da conciliação destes entendimentos.

Enquanto Gudin e Bulhões, que estudaremos no capítulo 4, tem um diagnóstico claro relativamente à inflação, qual seja, o diagnóstico monetarista, o mesmo não ocorre com Vergueiro César e Lafer. Isto porque estes últimos, embora reconheçam a conexão entre a oferta de moeda e de crédito e o nível de preços, não aderem ao receituário de políticas contracionistas como solução para o problema inflacionário, tal como será típico da linha de pensamento do banco central a serviço da estabilização. Na verdade, Vergueiro César e Lafer compreendem que o necessário seria atacar os fundamentos do problema, qual seja, a fragilidade produtiva do país – a verdadeira causa da inflação. Como veremos, especificamente no caso de Lafer, o entendimento será de que as emissões não deveriam ser estancadas, mas sim redirecionadas a fins mais produtivos. Embora o diagnóstico destes autores sobre a inflação não seja exatamente equivalente ao tradição estruturalista,¹⁶⁰ pode-se afirmar que, no que se refere à ideia de solucionar o problema inflacionário a longo prazo através do fortalecimento da produção, há uma intuição compartilhada entre eles e a referida tradição.

O pensamento de Vergueiro César é intrincado na medida em que busca conciliar o entendimento do banco central a serviço da produção com sua concepção de que o sistema monetário deveria ter em alguns lastros o seu “centro gravitacional”. Ele, porém, está longe do

¹⁵⁹ Outros autores que mencionamos neste trabalho também citam, por diferentes razões, o livro de De Kock. É o caso de Casimiro Ribeiro (1948c, pp. 71-72) e Tancredo Neves ([1957] 2010, p. 130).

¹⁶⁰ Conforme Barbosa (1983, p. 122), os estruturalistas viam a inflação dos países latino-americanos como resultado de mudanças estruturais da economia, que envolvem, entre outras coisas, a barganha entre capital e trabalho e a interação entre setores de preço flexível (concorrenciais, como o setor de gêneros primários) e de preço rígido (oligopolizados, como o setor industrial).

padrão-ouro clássico, incluindo nos possíveis lastros não apenas metais, mas também títulos de diversas naturezas. Além disso, compreende que à autoridade monetária deveria ser facultado o manejo dos meios de pagamento de acordo com as necessidades da economia. Vergueiro César foi um apoiador público tanto do projeto Souza Costa como do projeto Correia e Castro, rebatendo reiteradamente o que ele chamava de “argumento da oportunidade”, segundo o qual o banco central deveria ser criado apenas em um cenário ideal. Para ele, este argumento seria uma espécie de “sofisma”, já que o banco central seria parte da solução dos problemas nacionais.

O pensamento de Lafer parte da compreensão de que os sistemas bancário e monetário brasileiros nunca estiveram efetivamente ao lado da produção, de modo que um banco central seria um meio para que isso fosse devidamente alcançado. Seu pensamento é marcado pelo entendimento de que o crédito era um “problema de conjunto”, o que o fará ver o projeto Souza Costa, que era mais circunspeto, com algum ceticismo e o fará apoiar o projeto Correia e Castro, que era mais abrangente. Em termos de política monetária, Lafer é um ferrenho opositor dos lastros, argumentando que o referencial da política monetária deveria ser as necessidades da produção. Concretamente, ele chega a defender a tese do “redesconto ilimitado” a títulos com contrapartidas reais, o que, como destacaremos, assemelha-se às ideias da doutrina das duplicatas legítimas.

Há, portanto, divergências entre eles: enquanto um defendeu o projeto Souza Costa, outro via-o com ceticismo; enquanto um entendia os lastros como o “centro de gravidade” do sistema monetário ideal, o outro era crítico deste entendimento; enquanto um defendia que o sistema do banco central deveria ser descentralizado, o outro defendia a centralização. Como veremos, porém, além de partilharem o entendimento fundamental a respeito da missão do banco central, os dois têm diversos pontos de vista em comum, como a necessidade da imediata conversão do BB em um banco comercial, prescindindo de suas carteiras monetárias, e a defesa da criação dos bancos de crédito especializado, que seriam elementos cruciais do sistema de crédito a ser coordenado pelo banco central.

Este capítulo está organizado da seguinte forma. Após esta breve introdução, discutiremos na seção 3.1 a relação entre o banco central e o amparo à produção no pensamento econômico brasileiro. Nas duas subseções seguintes, apresentaremos o pensamento de Vergueiro César e Lafer, respectivamente, buscando explorar, a partir dos diferentes contextos, as nuances da evolução das ideias de ambos acerca da reforma bancária e da criação do banco central. Por fim, na última seção apresentamos uma breve síntese e uma comparação entre as ideias dos dois autores.

3.1 O banco central e o amparo à produção

Uma das principais correntes do pensamento econômico brasileiro, identificada por Bielschowsky (2004) para o período de 1930 a 1964, foi o desenvolvimentismo. Esta corrente é definida por este último autor como uma ideologia que preconiza a superação do subdesenvolvimento através da industrialização capitalista planejada ou apoiada pelo Estado. Trata-se, portanto, de uma corrente que compreende que cabe ao poder estatal um forte amparo ao desenvolvimento da produção nacional. É de se notar, porém, que a questão do banco central não tem posição de destaque no pensamento econômico desenvolvimentista, sendo um desafio encontrar menções a este assunto nas obras dos principais expoentes intelectuais desta corrente. Disso surge uma questão: partindo-se da compreensão de que cabe ao Estado amparar e estimular a produção nacional, o banco central tem papel relevante nesse processo? A quase ausência de discussões sobre o tema da autoridade monetária na obra de autores desenvolvimentistas parece sugerir que, ao menos para os principais expoentes dessa tradição, a resposta é não.

De fato, as discussões, no Brasil, sobre o banco central são, em geral, atribuídas a autores liberais. O mesmo é válido para uma categoria mais ampla: a dos temas monetários. Bulhões, por exemplo, aponta que uma de suas principais críticas aos economistas ligados à Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (CEPAL) era a de que estes “desprezavam a parte monetária.”¹⁶¹ Seria possível, portanto, num primeiro momento, compreender que o tema do banco central era explorado principalmente por autores liberais ou monetaristas, para os quais os temas monetários tinham mais relevância.

Há, de fato, autores cujas manifestações amparam esta leitura. Talvez o principal deles seja Roberto Simonsen (1889-1948), economista e industrial que, embora tenha sido um autor prolífico, pouco escreveu sobre temas relativos ao banco central. Até mesmo em sua carta à Missão Montagu (1924), devidamente analisada por Curi e Saes (2019), constata-se uma ausência de comentários deste autor a respeito do banco central (cuja criação foi proposta pela referida Missão), inclusive quando trata da necessidade da estabilização monetária.¹⁶²

Simonsen manifestou-se brevemente sobre a questão do banco central enquanto deputado federal (1934-1937). Ele participou, junto de Lafer, da sessão da Comissão de Finanças da Câmara de setembro de 1937 na qual o Ministro Souza Costa apresentou seu projeto. Nesta manifestação, Simonsen sustenta que a criação do banco central era uma solução

¹⁶¹ Bulhões ([1989] 2019, p. 70).

¹⁶² Simonsen ([1924] 1932).

para problemas financeiros, ao passo que os problemas mais prementes eram pertinentes às esferas comercial e produtiva. Ao Ministro, Simonsen chamou a atenção para o lado “real” da economia, afirmando que era necessário “dar primazia ao problema econômico sobre o problema financeiro”.¹⁶³ E, embora reconhecesse “a necessidade da existência de um aparelho regulador da circulação monetária do país e da expansão de crédito”, sua leitura era pouco otimista em relação a qualquer aspecto de novidade advindo da criação de um banco central, já que, segundo ele, o novo órgão representaria “um desdobramento de atribuições já conferidas ao Banco do Brasil”.¹⁶⁴ Esta compreensão de Simonsen pode ser ilustrada a partir de um de seus relatórios de 1937, em que, ao criticar a ênfase dada a temas monetários por alguns autores e governos – o que ele chama de “fetichismo da moeda” –, afirma que “entre a moeda e a produção, ficamos, irrestritamente, ao lado da produção.”¹⁶⁵

Há outros autores que, argumentando pela primazia dos problemas produtivos, não viam na criação do banco central uma medida que traria benefícios amplos à economia do país. É o caso de Djacir Menezes (1907-1996), economista, sociólogo e professor da Universidade do Brasil, que, em abril de 1948 (portanto no contexto da discussão sobre o projeto Correia e Castro), publicou no *Digesto Econômico* o artigo *O banco central, ilusões metalistas e a produção*. Neste texto, Menezes, argumentando que os principais problemas da economia não seriam de natureza monetária e bancária, critica a visão, que ele identifica como “monetarista”, segundo a qual o banco central seria uma espécie de solução ampla às questões nacionais. De acordo com ele, “é nas forças produtivas que estão os problemas fundamentais, que determinam, como consequências, todos os demais”,¹⁶⁶ de modo que seria à solução destes problemas que o Estado deveria voltar-se. Para ele, porém, os “monetaristas”, em sua defesa do estabelecimento do banco central, sustentam “que uma boa moeda, uma boa organização bancária poderia existir dentro de uma organização produtiva ineficiente e atrasada”.¹⁶⁷ Sendo,

¹⁶³ *O Observador Econômico e Financeiro*, nº 21, outubro de 1937, p. 114.

¹⁶⁴ *Idem*. Neste discurso, Simonsen também criticaria o Relatório Niemeyer, que teria enfatizado apenas os problemas financeiros. O Ministro Souza Costa apontou duas discordâncias em relação às ideias expostas por Simonsen. A primeira delas foi em relação à ideia de que os problemas financeiros seriam secundários: “entendo que a questão econômica só pode ser resolvida dentro de um sistema financeiro sadio”, afirmou o Ministro, argumentando então que somente com um sistema monetário estabilizado seria possível uma devida “expansão econômica.” Em segundo lugar, julga equivocada a visão de Simonsen de que a ação do banco central seria equivalente à do BB. Para Souza Costa, a ação do banco central seria “inteiramente diversa”, já que teria o monopólio da emissão, poder de que o BB não dispunha (*O Observador Econômico e Financeiro*, nº 21, outubro de 1937, p. 116).

¹⁶⁵ *Jornal do Comércio*, 29 de setembro de 1937, p. 5. Trata-se do relatório “A expansão industrial brasileira”, desenvolvido e apresentado por Simonsen enquanto membro do Conselho Federal de Comércio Exterior. Neste relatório, ele também aponta para “a necessidade de assegurar a elasticidade à nossa moeda, assegurando o desconto franco para a produção legítima.”

¹⁶⁶ Menezes (1948, p. 34).

¹⁶⁷ *Ibid.*, p. 35.

porém, os problemas monetários derivados da fragilidade da estrutura produtiva do país, não haveria razão de ser para um banco central criado para zelar unicamente pela estabilidade da moeda e do sistema financeiro.

Para alguns autores, portanto, a criação do banco central não era um imperativo no conjunto de medidas que compreendiam como essenciais à ação do Estado no amparo e no fomento à produção. É possível inferir que para alguns autores, como Simonsen e Menezes, um banco central seria um instrumento indireto (ou até mesmo ineficaz) de solução dos problemas econômicos. Assim sendo, outros instrumentos seriam mais urgentes na medida em que teriam ação e efeitos mais diretos e imediatos. Há, porém, autores que tinham um entendimento diverso. É o caso dos dois autores de que trataremos neste capítulo, Lafer e Vergueiro César, cujo pensamento sobre o banco central compreende que este era uma peça-chave na ação do Estado em sua missão de desenvolver as forças produtivas do país. Exemplo claro disso é que, enquanto Simonsen não era grande entusiasta da criação do banco central em 1937, Lafer e Vergueiro César, que eram seus colegas na Câmara dos Deputados, eram defensores da medida (mesmo fazendo ressalvas ao projeto original), e continuaram sendo quando a criação do banco foi proposta por Correia e Castro, em 1947.

A partir de Lafer e Vergueiro César, buscamos demonstrar a existência de uma linha de pensamento no Brasil que tratava da questão do banco central a partir de um referencial segundo o qual caberia à autoridade monetária um papel significativo no amparo estatal à produção. Ao desenvolvimento subsequente estariam associados, como *consequências*, certos resultados amplamente desejáveis, como a estabilização da economia, a redução da inflação e a contenção do déficit público.

3.2 Abelardo Vergueiro César

Abelardo Vergueiro César (1894-1949) foi um advogado e político brasileiro que se destaca por ter sido um dos principais debatedores da questão da reforma bancária junto à mídia e à Câmara dos Deputados nas décadas de 1930 e 1940.¹⁶⁸ Formado pela Faculdade de Direito do Largo de São Francisco, Vergueiro César participou da Revolução de 1932, foi constituinte (1934) e deputado federal (1935-1937) pelo Partido Constitucionalista, representando o estado de São Paulo. Durante este último mandato, integrou, junto de Lafer, a Comissão de Finanças da Câmara. Além disso, foi presidente da Bolsa de Fundos Públicos de São Paulo (1927-1933), membro do Conselho Técnico de Economia e Finanças (1937-1941), diretor da Caixa

¹⁶⁸ As informações biográficas são baseadas em Servicio Frances de Información (1946, p. 50) e no verbete “Abelardo Vergueiro César”, disponível em Abreu et al. (2010).

Econômica Federal de São Paulo (1940-1941;1943-1948), secretário de Justiça de São Paulo (1941-1943) e integrante da *Société d'Économie Politique*,¹⁶⁹ órgão sediado na França que discute temas econômicos.

Autodidata em economia e finanças, tendo sido fortemente influenciado por autores franceses, como discutiremos a seguir, Vergueiro César tinha como uma de suas principais bandeiras a profissionalização do ofício de economista no Brasil. Neste sentido, defendia desde os anos 1920 a criação de uma “Faculdade de Estudos Econômicos” e de um laboratório de pesquisas econômicas e financeiras, onde pesquisas de ponta sobre temas econômicos pudessem ser realizadas e estatísticas econômico-financeiras pudessem ser coletadas e organizadas.¹⁷⁰ No discurso de instalação da SBEE, da qual foi um dos fundadores, Vergueiro César reafirmou sua crença na importância de “dar orientação sistemática e imprimir cunho científico ao pensamento econômico e financeiro do Brasil”.¹⁷¹

Autor de diversos livros,¹⁷² Vergueiro César atuou por muitos anos como articulista de diversos jornais. Tal como Lafer, tratou da questão da criação do banco central brasileiro predominantemente durante os anos 1930 e 1940, sendo seu pensamento sobre o assunto marcado pela defesa enfática da necessidade de se criar esta instituição, assim como pelo imperativo de o banco voltar-se às necessidades da produção. Em suas manifestações frequentes sobre o assunto, ele se contrapôs diretamente ao argumento de que era necessário aguardar momentos mais oportunos para que o banco central fosse criado. Além disso, sua abordagem sempre enfatizava a extensão territorial e as desigualdades regionais do Brasil, sendo por isso entusiasta de um banco central criado nos moldes do *Federal Reserve System*. Tendo sido presidente da Bolsa de Valores, Vergueiro César também destacava a necessidade de desenvolver o mercado de capitais – tarefa na qual o banco central teria posição crucial.

Além de ter discutido amplamente a questão do redesconto e da autoridade monetária nos anos 1930, Vergueiro César envolveu-se, nos anos 1940, junto à Ordem dos Economistas de São Paulo,¹⁷³ organização de classe criada em 1935 e da qual ele era membro honorário, em uma campanha pela criação do banco central. Além disso, o Ministro Correia e Castro, quando do envio de seu anteprojeto ao Congresso em 1947, anexou um dos relatórios de Vergueiro César sobre o assunto para embasar tecnicamente sua proposta perante os parlamentares e a

¹⁶⁹ *Correio Paulistano*, 20 de junho de 1948, p. 10.

¹⁷⁰ Vergueiro César (1942).

¹⁷¹ Vergueiro César (1939a, p. xxv).

¹⁷² Podemos citar: *A reforma da carteira de redescontos* (1936), *Manual de Negócios da Bolsa* (1939), *Os processos monetários e o empréstimo público como recursos extraordinários do Estado* (1940), *Rui Barbosa, Ministro da Fazenda* (1944) e *La bourse de Paris et son influence au Brésil* (1946).

¹⁷³ Também chamada inicialmente de “Sindicato dos Economistas de São Paulo”.

opinião pública. Ademais, as análises de Vergueiro César são citadas por Lafer no relatório deste sobre o projeto Correia e Castro. Trata-se, portanto, de um economista que tinha uma participação ativa e grande influência no debate sobre a criação do banco central nas décadas de 1930 e 1940. Assim, a análise das ideias de Vergueiro César será importante não só para iniciarmos a caracterização da corrente que compreendia que o banco central deveria voltar-se às necessidades da produção, mas também para pontuar alguns dos aspectos mais relevantes do debate. Entre estes, estão: a operacionalização do redesconto, a discussão sobre se o banco central deveria ser criado em condições não ideais ou ainda como este poderia atuar em um país tão grande e regionalmente desigual como o Brasil.

Não sendo Vergueiro César um autor amplamente conhecido e posto que desconhecemos qualquer trabalho pregresso que tenha sistematizado e analisado o pensamento deste autor, faremos na próxima subseção uma breve exposição sobre suas ideias econômicas para, em seguida, discutir seu pensamento sobre o banco central.

3.2.1 O pensamento econômico de Vergueiro César

Os primeiros passos dados por Vergueiro César em termos de pensamento ocorreram no terreno do nacionalismo. Ingressando em 1913 na Faculdade de Direito, Vergueiro César foi um dos fundadores, em 1916, da Liga Nacionalista, que Lafer integraria poucos anos depois. Desta época, há registros de discursos de Vergueiro César, ainda enquanto estudante, em que defende a manutenção do regime republicano, o serviço militar obrigatório e o avivamento do patriotismo.¹⁷⁴ Anos depois, no âmbito parlamentar, certa reminiscência deste nacionalismo seria observada em algumas das pautas defendidas por Vergueiro César, como quando, em 1936, ele encampou, perante a Comissão de Finanças da Câmara, a tese da nacionalização de todos os bancos do país.¹⁷⁵ Também foi um antagonista de ideias marxistas, sendo defensor do desenvolvimento do estudo da ciência econômica no Brasil como meio de instruir a sociedade acerca do que verdadeiramente causa “o desequilíbrio social, a perturbação econômica e a inquietude política”.¹⁷⁶

Como já mencionamos, um dos traços mais marcantes do pensamento econômico de Vergueiro César é a influência de autores franceses, como Baudin, Rist e Leduc. Este último, por exemplo, é autor de *L'or et la stabilité monétaire* (“O ouro e a estabilidade monetária”, em tradução livre), livro de 1932, e Vergueiro César remete-se a este trabalho para defender o ouro

¹⁷⁴ Vergueiro César (1916).

¹⁷⁵ *O Jornal*, 8 de agosto de 1936, p. 3.

¹⁷⁶ Vergueiro César (1939a, p. xxvii).

como “centro gravitacional” no sistema monetário. Longe, porém, de defender o padrão-ouro “puro”, Vergueiro César compreende que o metal era uma espécie de elemento garantidor da confiança do público e base sobre a qual o banco central poderia manejar a moeda nacional.

Baudin é uma influência patente sobre Vergueiro César, tanto que este adota a chamada “noção quantitativa” da moeda, defendida por Baudin, que discutiremos em detalhes mais adiante. Em 1940, Vergueiro César traduziu para o português, sob os auspícios da SBEE, o livro *La monnaie: ce que tout le monde devrait en savoir* (“A moeda: o que toda gente deveria saber a seu respeito”, na versão traduzida), de Baudin.¹⁷⁷ Este último, aliás, que era presidente da *Société d'Économie Politique* (1946-1950), escreveu na *Revue d'Économie Politique*, em 1950, o obituário de Vergueiro César em que dizia ser este um discípulo de brasileiros como Rui Barbosa e Joaquim Murinho, e de franceses como Rist.¹⁷⁸

Em um livro de 1946, editado pelo Serviço Francês de Informações na América do Sul,¹⁷⁹ que discute a influência francesa sobre os países do continente americano, Vergueiro César tratou da importância das ideias econômicas da França no Brasil.¹⁸⁰ Ele aponta, por exemplo, para a influência de Jean-Baptiste Say sobre José da Silva Lisboa, o Visconde de Cairu, e das ideias “industrialistas” do Conde de Saint-Simon sobre Irineu Evangelista de Sousa, o Visconde de Mauá. Neste sentido, ele destaca que:

A influência dos mestres franceses não cessou, por outro lado, de ser exercida no Brasil em vários campos. Em particular, o pensamento econômico francês ainda está presente entre nós, uma vez que, nas nossas universidades, tanto no Rio como em São Paulo, temos professores de Economia Política e Sociologia de universidades francesas, que nos ajudam com seu trabalho e que imprimem com sucesso nas nossas jovens gerações de economistas os traços da sua cultura.¹⁸¹

De fato, naquele momento estavam instalados em universidades brasileiras economistas franceses como Paul Hugon e Maurice Byé.¹⁸² Vergueiro César, aliás, era bastante próximo de Hugon, tendo escrito, em 1942, o prefácio do seu livro *História das doutrinas econômicas*.¹⁸³

¹⁷⁷ Cf. Baudin (1940).

¹⁷⁸ Baudin (1950).

¹⁷⁹ Cf. Servicio Francés de Información (1946).

¹⁸⁰ Outros três brasileiros colaboraram com a publicação: Afonso Arinos de Melo Franco tratou da influência francesa sobre a política, Antônio Cândido, sobre a literatura, e Lourival Gomes Machado, sobre a arte.

¹⁸¹ Vergueiro César (1946a, pp. 55-56). Tradução livre de: “La influencia de los maestros franceses no ha dejado, por otra parte, de ejercerse en el Brasil en diversos terrenos. Especialmente, el pensamiento económico francés sigue presente entre nosotros, puesto que, en nuestras Universidades, tanto em Río como en San Pablo, contamos con profesores de Economía Política y de Sociología de las Universidades francesas, que nos ayudan con sus trabajos y que imprimen exitosamente en nuestras jóvenes generaciones de economistas las huellas de su cultura.”

¹⁸² Vergueiro César (1942, p. 21).

¹⁸³ Hugon escreveu o prefácio de *La bourse de Paris et son influence au Brésil*, de Vergueiro César (1946b).

Outro livro traduzido com o apoio da SBEE foi *Brazil - A Study of Economic Types* (1935), de J. F. Normano, historiador econômico brasileiro nascido na Rússia. A tradução foi publicada em 1939 sob o título *Evolução econômica do Brasil*.¹⁸⁴ Vergueiro César, que foi apontado por Normano ([1935] 1939, p. xiii) como o maior propagandista de seu livro no Brasil, baseou-se diretamente nesta obra para defender, em seus escritos, dois aspectos principais:¹⁸⁵ i) que a economia brasileira tinha uma estrutura produtiva pouco desenvolvida e muito vulnerável do ponto de vista externo;¹⁸⁶ e ii) que esta referida fragilidade econômica tinha reflexo direto sobre as questões orçamentárias e monetárias do país.¹⁸⁷ Em relação a este último tópico, Normano ([1935] 1939, p. 252) argumenta que “o permanente desastre da moeda no Brasil era e é um reflexo da discrepância entre a economia e a finança”, de modo que, na ausência de uma base sólida em termos de produção, o financiamento público dependia, em última instância, das emissões. Como ficará claro adiante, este diagnóstico da conexão entre os problemas produtivos da economia com os problemas monetários é a raiz da compreensão de Vergueiro César de que o banco central deveria empenhar-se em políticas de amparo à produção.

Esses elementos que aqui elencamos ilustram o quão intrincada é a posição de Vergueiro César. Isto porque, considerando o ouro como o centro de gravidade ideal do sistema monetário do país, limitações necessariamente se impõem. E a compreensão de que o banco central deveria ser um instrumento de amparo à produção pode esbarrar nestas limitações. Até que ponto as referidas limitações devem ser mantidas de modo a manter a confiança do público e até que ponto o banco central deve empreender políticas de estímulo são questões que Vergueiro César compreende que deveriam ser resolvidas pela técnica subsidiada pelas melhores estatísticas econômicas disponíveis. Esta concepção do autor pressupõe, é claro, que técnica é capaz de equacionar este tipo de problema de modo razoavelmente incontroverso. As discussões que desenvolveremos nas subseções a seguir deixarão este ponto mais claro.

Dada a sua atuação profissional, uma parte considerável dos trabalhos de Vergueiro César concentra-se em assuntos relacionados ao mercado de capitais de modo geral e a bolsas de valores em particular, tendo ele, inclusive, publicado em 1939 um *Manual dos Negócios da*

¹⁸⁴ Cf. Normano ([1935] 1939).

¹⁸⁵ Vergueiro César, que teve um de seus discursos publicados junto desta obra [Cf. Vergueiro César (1939a) e *Jornal do Comércio*, 17 de outubro de 1937, p. 10], diz sobre o livro: “Nunca aprendi tanto sobre o Brasil econômico e financeiro, conduzido por mãos estrangeiras, mas tão seguras e tão sagazes.” (VERGUEIRO CÉSAR, A. “A Study of Economic Types”, *O Jornal*, 10 de maio de 1936, p. 4).

¹⁸⁶ No capítulo II, por exemplo, Normano ([1935] 1939, pp. 23-75) discute a tendência de a economia do país depender de alguns produtos específicos, como açúcar, ouro, algodão, borracha e café; no capítulo IV (pp. 112-150), ele analisa os “reflexos das variações da economia mundial sobre o Brasil.”

¹⁸⁷ Uma discussão sobre como a estrutura produtiva deficiente colocava o Estado numa posição de dependência das emissões é feita por Normano ([1935] 1939, pp. 151-213) no capítulo V do livro.

Bolsa.¹⁸⁸ Em um desses trabalhos, ele aponta para como a organização do mercado de capitais no Brasil, sobretudo a legislação referente às operações a termo, havia sido fortemente influenciada pela experiência da Bolsa de Paris.¹⁸⁹ Além disso, Vergueiro César foi um incentivador da formação de um “Mercado Nacional de Valores Mobiliários”, como forma de integrar as bolsas regionais que estavam surgindo, intensificar o fluxo de recursos entre as regiões e aprimorar a legislação vigente.¹⁹⁰ As discussões de Vergueiro César sobre instrumentos financeiros específicos acabavam sempre reverberando nos projetos de reforma bancária: quando constata, por exemplo, o rareamento das debêntures no país, aponta que um Banco de Crédito Industrial seria uma possível solução; quando aponta para o baixo número de letras hipotecárias no mercado, defende a criação do Banco Hipotecário Nacional, e assim por diante.¹⁹¹ Como discutiremos adiante, a constituição dos bancos de crédito especializado semi-estatais é uma das principais pautas deste autor.

Em 1940, Vergueiro César publica *Os processos monetários e o empréstimo público interno como receita extraordinária do Estado*,¹⁹² livro em que discute os problemas do financiamento público brasileiro. Ao diferenciar receitas públicas ordinárias (impostos e taxas) e extraordinárias (endividamento e “processos monetários”, que compreendem emissão de papel-moeda e intervenções cambiais), Vergueiro César empreende uma crítica ao uso desses “processos monetários” como forma de custeio do Estado, “pelos seus maus resultados para a economia nacional”.¹⁹³ Para isso, ele enfatiza a constatação do economista Adolf Wagner de que na história das nações havia uma tendência secular de elevação do gasto do Estado,¹⁹⁴ de modo que não seria sustentável um financiamento continuamente dependente de emissões.¹⁹⁵

Nesta discussão, o banco central aparece como uma espécie de solução para a questão monetária, pois, ao regular a circulação de notas e títulos a partir do que Vergueiro César chama de “princípios científicos e das regras técnicas do tempo”, o banco poderia ser o fiador de uma “moeda sã, estável e elástica”.¹⁹⁶ Além disso, ele reafirma sua concepção acerca dos

¹⁸⁸ Cf. Vergueiro César (1939b).

¹⁸⁹ Vergueiro César (1946b).

¹⁹⁰ VERGUEIRO CÉSAR, A. “Bolsas”, *Jornal do Comércio*, 19 de setembro de 1937, p. 6.

¹⁹¹ Vergueiro César (1939b, pp. 11-12).

¹⁹² O trabalho seria, inicialmente, a tese a ser apresentada por ele para participar do concurso de professor de Ciências das Finanças da Faculdade de Direito da USP, do qual acabou não participando.

¹⁹³ Vergueiro César (1940b, p. 131).

¹⁹⁴ Constatação que posteriormente seria conhecida como “Lei de Wagner”.

¹⁹⁵ O livro receberia, na *Revista de Ciências Econômicas*, uma resenha de Herrmann (1940), que argumenta que, mais importante do que reverter o modal de receita extraordinária, seria a revisão da *qualidade* do gasto público. Isto porque, mesmo reconhecendo as benesses de estancar as emissões para fins de pouca utilidade pública (que ele chama de “despesas improdutivas ou suntuárias”), financiar estes fins com poupança privada seria igualmente indesejável.

¹⁹⁶ Vergueiro César (1940b, p. 11).

fundamentos do problema, apontando que “*é desenvolvendo a produção*, criando e fomentando as fontes de renda, que [o Estado] forma e revigora sua receita.”¹⁹⁷ Enquanto a base do problema não fosse solucionada, o déficit público e a consequente ampliação das emissões seguiriam existindo:

É a penosa *crise de crescimento* em que o Brasil se debate com o com o déficit, que terá de cobrir com emissões de papel-moeda e de títulos. E não se livrará dessa fatalidade de sua evolução só com medidas financeiras, porque a seiva da finança pública se encontra na economia nacional [...].¹⁹⁸

Temos aqui a já mencionada diferenciação proposta entre os problemas de natureza financeira e os problemas relativos às forças produtivas. Conforme Vergueiro César argumenta, para que o Brasil superasse sua fase de país “neocapitalista”, seria necessário um conjunto amplo de reformas – dentro do qual estaria a criação do banco central – que se voltassem ao amparo à produção. Nas subseções seguintes, discutiremos como as ideias e a atuação de Vergueiro César no que se refere às discussões sobre a reforma bancária e a criação do banco central evoluíram ao longo das décadas de 1930 e 1940.

3.2.2 Os debates sobre a reforma bancária nos anos 1930

O ano de 1935 foi especialmente importante no que se refere às discussões sobre a reforma bancária. Tal como apresentamos no capítulo 2, no referido ano o Congresso Nacional recebeu uma proposta de conversão do BB em banco central encaminhada pelo deputado Mário de Andrade Ramos – proposta da qual Vergueiro César discordaria. Além disso, neste ano ocorreu uma importante reforma da Cared que foi liderada por Vergueiro César, que já neste momento era um entusiasta da criação do banco central, vendo principalmente o caso da Argentina (que criou seu banco central naquele ano) como um possível exemplo para o Brasil.

Em junho daquele ano, Vergueiro César foi o delegado brasileiro na Conferência Comercial Pan Americana, que aconteceu em Buenos Aires. Na ocasião, ele chegou a propor, conforme noticiado, “um voto de aplausos ao Governo argentino pela criação do Banco Central.”¹⁹⁹ No mesmo mês, Vergueiro César envia uma carta a Armando de Sales Oliveira, seu colega junto ao Partido Constitucionalista e então Governador de São Paulo, com estudos sobre o Banco Central da Argentina visando subsidiar as discussões sobre a criação desta instituição no Brasil. Neste carta, ele afirma:

¹⁹⁷ *Ibid.*, p. 1. Ênfase nossa.

¹⁹⁸ *Ibid.*, p. 107. Ênfase dele.

¹⁹⁹ *Correio Paulistano*, 9 de junho de 1935, p. 2.

Outros países da América do Sul já contam [com] o seu Banco Central. Por que que não havemos de tentar, com toda a segurança e cautela, de conquistar um para o Brasil? A nossa situação financeira, e mesmo a econômica, só poderá melhorar, com efeito útil, se lhe dermos uma solução integral e metódica.²⁰⁰

Nesta mesma carta, Vergueiro César faz referência à experiência do Banco Hipotecário da Argentina, que qualifica como “uma das organizações mais interessantes e eficientes das Américas”.²⁰¹ E, de fato, como já mencionamos, a partir de certo momento o tema do crédito especializado torna-se central no pensamento de Vergueiro César.

Em setembro de 1935, durante uma participação de Souza Costa junto à Comissão de Finanças, Vergueiro César propôs o tema ao Ministro, apontando que “o Banco do Brasil já não satisfazia as necessidades do país”, e que “só um Banco Central [...] convinha ao comércio e à indústria”. Curiosamente, Souza Costa argumentou, naquele momento, em favor da tese de que o equilíbrio do orçamento era uma pré-condição para a referida reforma bancária.²⁰² Ainda naquele mês, Vergueiro César publicou um artigo chamado *Banco Central*,²⁰³ seguido de outros, em que discute diversos aspectos sensíveis sobre o tema, tais como a posição do BB, os objetivos de política econômica do novo órgão e a influência política que este poderia sofrer. Pouco tempo depois, em 1937, por ocasião do projeto Souza Costa, Vergueiro César voltaria a se manifestar publicamente sobre o assunto, quando inquirido, junto de Octávio Bulhões,²⁰⁴ pelo *Observador Econômico e Financeiro*.²⁰⁵

Já nos anos 1930 era colocada a questão de se o banco central deveria ou não ser criado sob condições não ideais. Por “condições não ideais”, entende-se um cenário de dificuldades macroeconômicas que inclui: déficit público elevado, vulnerabilidade externa do país e baixo volume de reservas. Pouco depois, sobretudo a partir dos anos 1940, a questão inflacionária seria incluída neste rol de condições não ideais. Já nos anos 1930, Vergueiro César se

²⁰⁰ Vergueiro César (4 jun. 1935).

²⁰¹ *Idem*.

²⁰² *O Jornal*, 5 de setembro de 1935, p. 14. Essa interação também está registrada em *Diário do Poder Legislativo*, 5 de setembro de 1935, p. 4150.

²⁰³ VERGUEIRO CÉSAR, A. “Banco central”, *O Jornal*, 10 de setembro de 1935, p. 1.

²⁰⁴ Também foram consultados Mário de Andrade Ramos e Paulo Frederico Magalhães.

²⁰⁵ *O Observador Econômico e Financeiro*, nº 18, julho de 1937, pp. 46-55. As respostas dadas nesta matéria foram lidas na íntegra por Vergueiro César em um discurso pronunciado na Câmara no dia 7 de julho de 1937 (Cf. *Diário do Poder Legislativo*, 9 de julho de 1937, pp. 33538-33549). Há também registro desse discurso em *O Jornal*, 8 de julho de 1937, p. 5. *O Observador Econômico e Financeiro*, revista mensal publicada no Rio de Janeiro entre 1936 e 1962, foi um dos mais importantes periódicos econômicos brasileiros do segundo terço do século XX. Logo em sua primeira edição, de fevereiro de 1936, *O Observador* elenca uma lista de dez princípios e propostas defendidas por seu conselho editorial: dentre essas propostas defendidas, a de número quatro diz o seguinte: “Criação de um Banco Central de emissão e desconto e de um Banco de Crédito Agrícola” (*O Observador Econômico e Financeiro*, nº 1, fevereiro de 1936, p. 4). Trata-se, portanto, de uma publicação preocupada com a questão da autoridade monetária no país e, de fato, seus artigos frequentemente tratavam do assunto.

posicionava no debate como enfaticamente favorável à criação do “banco dos bancos” como um passo necessário ao próprio desenvolvimento do país, i.e., mesmo sob condições adversas:

[...] enquanto não se tornar mais madura sua evolução, o Brasil não pode parar e querer para já aperfeiçoamentos fantásticos que só o tempo lhe trará, e aparelhos de crédito perfeitos, que só a prática demorada lhe dará. Por isso, que se faça logo o seu Banco Central, com a modéstia das possibilidades nacionais e com a prudência de quem deve meditar nos erros passados e nas dificuldades atuais.²⁰⁶

Ou seja, ele argumenta no sentido de que a evolução institucional do país exigia que os primeiros passos fossem dados, de modo que os aprimoramentos fossem ocorrendo paulatinamente. Para ele, “condicionar a criação do Banco a diversas reformas prévias e profundas é a mesma coisa que não se instituir mais o Banco.”²⁰⁷ Desta forma, não seria o caso de esperar condições ideais para criar o banco central, mas sim de criá-lo imediatamente e aperfeiçoar sua atuação na medida em que os desafios e problemas iriam impondo-se.

Para Vergueiro César, ao banco central deveriam competir funções como “as de reger a circulação monetária, de cuidar do câmbio, de movimentar os valores mobiliários, de tratar dos redescontos”,²⁰⁸ além de “coordenar a expansão ou contração do volume de crédito e assegurar uma maior liquidez e vitalidade dos bancos mediante a formação e manejo do fundo central das reservas bancárias”.²⁰⁹ O aspecto da circulação monetária no Brasil, considerada “morosa e débil”, devia-se sobretudo à ausência do banco central para estimular certas práticas, como o uso de cheques, de modo a manter numerário junto ao sistema bancário e permitir a criação de moeda escritural.²¹⁰ Além disso, caberia ao banco central dar uma “coordenação suprema” ao mercado de capitais e às bolsas de valores nacionais, de modo a desenvolvê-los ao máximo.²¹¹ Estas funções todas estariam a serviço de objetivos mais amplos, como o estímulo à atividade econômica.

Enquanto isso, ele argumenta que ao BB, prescindindo das funções de autoridade monetária, caberiam “funções comuns, de banco de comércio, de desconto, de depósito.”²¹² De fato, Vergueiro César parece fiar-se no relatório de Otto Niemeyer, que ele considera “tão discutido, tão pouco seguido e que ainda é atual”,²¹³ que recomendou que o banco central fosse

²⁰⁶ *O Observador Econômico e Financeiro*, nº 18, julho de 1937, pp. 47-48.

²⁰⁷ *Ibid.*, p. 55.

²⁰⁸ VERGUEIRO CÉSAR, A. “Banco central”, *O Jornal*, 10 de setembro de 1935, p. 1.

²⁰⁹ *O Observador Econômico e Financeiro*, nº 18, julho de 1937, p. 47.

²¹⁰ VERGUEIRO CÉSAR, A. “Circulação”, *O Jornal*, 15 de setembro de 1935, p. 1.

²¹¹ VERGUEIRO CÉSAR, A. “Mercado nacional de valores mobiliários”, *O Jornal*, 11 de setembro de 1935, p. 2.

²¹² VERGUEIRO CÉSAR, A. “Banco central”, *O Jornal*, 10 de setembro de 1935, p. 1.

²¹³ *Idem.*

constituído a partir de um organismo novo. Há ainda que se destacar a já referida influência da experiência argentina: em favor da ideia da criação de um novo banco e da preservação do BB como banco comercial, ele aponta que a “Argentina criou seu Banco Central, mas não extinguiu o *Banco de la Nación*. Estão ambos coexistindo e um completa o outro.”²¹⁴

Neste sentido, no debate que se colocava, Vergueiro César se posiciona junto ao grupo que compreendia que o BB já estava consideravelmente envolvido com atividades comerciais, de modo que circunscrever suas atividades às de autoridade monetária traria uma série de adversidades à economia nacional em geral e ao sistema bancário em particular. Ele argumenta: “O Banco do Brasil é uma das maiores instituições de crédito da América do Sul [...]. Por que e para que destruir-se uma casa do valor dessa [...]?”²¹⁵ Para ele, o BB, que contava com inúmeras agências distribuídas pelo país, poderia cumprir um importante papel no sentido de orientar o crédito agrícola e industrial, a partir de uma “avaliação das nossas terras e dos nossos produtos, tão extremamente variáveis no tempo e no espaço”.²¹⁶ Este diagnóstico, porém, estava longe de ser uma unanimidade – especialmente durante os anos 1930. Existiam experiências pregressas, como a do Banco Central da Bolívia, que foi criado em 1928 a partir de uma reorganização do *Banco de la Nación Boliviana*, que era um grande banco público misto.²¹⁷ O deputado Mário de Andrade Ramos, como mencionamos, defendia modelo semelhante para o Brasil.

Além do caso argentino, Vergueiro César via na experiência dos EUA um exemplo para o Brasil, já que os dois países partilham a característica da grande extensão territorial. Neste sentido, ele compreende que o sistema de banco central, embora devesse possuir uma matriz, deveria ter sucursais que gozassem de “apreciável autonomia”. Ou seja, à luz da experiência do *Fed*, o sistema brasileiro deveria ser constituído de um órgão central de decisões que estabelecesse certas diretrizes, as quais seriam aplicadas pelas sucursais. O primeiro passo, porém, seria a criação deste órgão central, sendo a evolução para esse sistema mais descentralizado uma “conquista futura, expressão natural e irreprimível dum monumental desenvolvimento econômico e financeiro.”²¹⁸

Diante dos objetivos do banco central em termos de política econômica, uma discussão que recorrentemente se impõe é a do grau de independência de que os dirigentes da autoridade monetária deveriam dispor no curso de seu trabalho. Neste sentido, Vergueiro César recorre à

²¹⁴ *O Observador Econômico e Financeiro*, nº 18, julho de 1937, p. 49.

²¹⁵ *Idem*.

²¹⁶ *Idem*.

²¹⁷ Torrico (2006).

²¹⁸ *O Observador Econômico e Financeiro*, nº 18, julho de 1937, p. 50.

sua ideia de criação de um laboratório de pesquisas econômicas como uma solução, na medida em que este poderia municiar os técnicos do banco central com as melhores informações disponíveis para a tomada de decisões:

[...] com o fim de evitar o arbítrio, a impressão de momento, a influência individual, o Banco Central, para dirigir com acerto e segurança forças tão poderosas, de instantânea repercussão social e financeira, deverá contar, para se guiar e se orientar, com um laboratório de pesquisas econômicas e financeiras, que, dia a dia, mostre a realidade e apresente a previsão humanamente possível. Não se diga que isso é fantasia. Nos Estados Unidos existem organizações como esta que fazem milagres...²¹⁹

Não adentrando em especificidades relacionadas a mandatos ou composição da diretoria do banco, Vergueiro César compreende a técnica como elemento suficiente para direcionar decisões de política econômica. Quanto à utilidade dos dados estatísticos, ele exemplifica a partir da própria experiência enquanto presidente da Bolsa, em 1931, quando ofereceu índices e estatísticas de que esta organização dispunha à Missão Niemeyer.²²⁰

Conforme apontamos de início, a necessidade de amparar a produção é um elemento fundamental para compreender o pensamento de Vergueiro César sobre o banco central. Para ele, o banco teria, naquele contexto dos anos 1930, um papel fundamental na recuperação econômica do país no sentido de viabilizar as negociações da produção esperada: “[O] Brasil precisa, mais do que nunca, do seu Banco Central porque a produção [...] pede meios idôneos para a sua negociação e seu transporte financeiro.”²²¹ À moeda caberia, idealmente, o papel de “acompanhar o desenvolvimento da população, do comércio, da indústria, da agricultura, das forças econômicas do país”,²²² e este acompanhamento era insatisfatório no Brasil. Sua compreensão era a de que o país, até aquele momento, conseguira sustentar a economia a partir do seu sistema bancário, mas que, diante do crescimento econômico em potencial, assim como dos desafios impostos do ponto de vista financeiro, não seria mais possível prescindir do banco central. A produção careceria de um banco central que a apoiasse. Neste ponto, é especialmente oportuno tratarmos de uma das mais importantes reformas lideradas por Vergueiro César no Congresso: a da Carteira de Redescontos.

Em novembro de 1935, Vergueiro César apresentou um projeto que visava reformar a Cared, projeto este que resultaria numa lei promulgada no fim daquele mesmo ano.²²³ Esta

²¹⁹ VERGUEIRO CÉSAR, A. “Banco central”, *O Jornal*, 10 de setembro de 1935, p. 1.

²²⁰ *O Observador Econômico e Financeiro*, nº 18, julho de 1937, p. 54.

²²¹ *Idem*.

²²² Vergueiro César ([1938] 1940a, p. 216).

²²³ Lei nº. 160 de 31 de dezembro de 1935.

experiência seria registrada por ele em um folheto publicado no ano seguinte.²²⁴ Em essência, esta reforma propunha ampliar a capacidade operacional da Cared com o objetivo de amparar o financiamento da produção algodoeira que apresentava considerável expansão desde o início da década de 1930. De acordo com ele próprio, o *banking principle* foi a “doutrina inspiradora” deste projeto.²²⁵

No texto original do projeto, Vergueiro César propôs que a Cared operasse sem qualquer limitação prévia. Ele ressaltou, porém, que sua proposta era de abrir mão de limitações *legais*, mas não de limitações *técnicas*. Ao lado técnico caberia limitar o redesconto às próprias necessidades da economia: “O sistema de limitar, prévia e expressamente, as operações de redesconto de efeitos de comércio na Carteira de Redescontos é incompatível com a principal missão do instituto, qual seja a de manter a tranquilidade e confiança no comércio bancário – efeito este que desaparece toda vez que as operações se aproximam do limite.”²²⁶ Como veremos, esta ideia é bastante assemelhada à tese do “redesconto ilimitado” defendida por Lafer, também nos anos 1930.

A reação inicial a esta proposta fez com que Vergueiro César se pronunciasse na Câmara em teor defensivo, argumentando que havia grande diferença entre o redesconto de títulos de efeito comercial e a “emissão pura e simples, [...] papéis impressos com o nome de dinheiro”.²²⁷ Fato é que, por fim, a lei que resultou do referido projeto não previu que a Cared tivesse capacidade de redesconto ilimitado, mas triplicou seu limite operacional, que foi de cem mil para trezentos mil contos de réis.²²⁸ Outro aspecto importante desta lei foi a admissão de títulos de cooperativas de crédito e de pequenos bancos como redescotáveis junto à Cared, que até então só redescotava títulos de bancos maiores. De acordo com Oliveira (1996, p. 88), esta reforma, que também passou a impedir a admissão de títulos da União, estados e municípios para operações na Cared, fez com que o redesconto se voltasse exclusivamente à produção.

A análise do pensamento de Vergueiro César precisa levar em consideração que este autor distinguia claramente as medidas que considerava ideais daquelas que eram impostas pelo momento histórico. A sua proposta sobre a Cared certamente se encontra junto destas medidas contingenciais. No discurso em que trouxe o referido projeto para discussão, Vergueiro César

²²⁴ Cf. Vergueiro César (1936).

²²⁵ Vergueiro César ([1938] 1940a, p. 211).

²²⁶ *Diário do Poder Legislativo*, 5 de novembro de 1935, p. 7255.

²²⁷ *Diário do Poder Legislativo*, 7 de dezembro de 1935, p. 8736.

²²⁸ Desses trezentos mil contos de réis, cem mil deveriam ser obrigatoriamente destinados ao setor do algodão (Cf. art. 1º da lei nº. 160 de 31 de dezembro de 1935).

fez um preâmbulo que dialoga diretamente com a história de tentativas e de soluções parciais e fragmentadas que marca a formação da autoridade monetária no Brasil:

Melhor fora [...] que, em vez de solução laterais de emergência, sempre defeituosas e apressadas, tomássemos medidas integrais e sistêmicas, meditadas, profundamente estudadas, iluminadas pela análise dos nossos erros passados, e que fossem execução lenta dum largo e seguro programa de ação.²²⁹

Neste sentido, Vergueiro César defende que fosse instituído “sem improvisação” o banco central entre estas medidas “integrais e sistêmicas”. Não obstante, reconhece que existiam problemas mais prementes, que impunham outras prioridades: “a realidade nos aperta com a dureza de suas garras”.²³⁰

A consideração desta diferenciação que Vergueiro César faz entre as medidas ideais e as contingencialmente necessárias nos permitirá compreender com maior clareza suas ideias a respeito da moeda. Adicionalmente, compreenderemos adiante por que, mesmo tendo defendido num certo momento a tese do redesconto ilimitado, Vergueiro César não tem suas ideias contempladas pela doutrina das duplicatas legítimas. Isto porque, quando reflete sobre o regime monetário que julga ideal, ele aponta que países que gozam “de força econômica e de ordem financeira” são adeptos do “padrão-ouro clássico, embora com menos rigidez e norteado pelo *banking principle*.”²³¹ Ou seja, um padrão monetário em que a criação de notas é regulada por um estoque metálico e no qual há um manejo adequado da criação de meios de pagamento pelo sistema bancário. Com isso, remetendo-se a Leduc, argumenta em favor da ideia de que o Brasil, tal como “todo o mundo civilizado”, deveria ter seu sistema monetário “baseado no ouro, centro de gravidade da economia e das finanças universais.”²³²

Vergueiro César adere à chamada *noção quantitativa da moeda*, uma espécie de reformulação da teoria quantitativa da moeda (TQM) proposta por Baudin. Este autor, em *La Monnaie*, argumenta que a TQM implica em proporcionalidade nos movimentos da oferta monetária e dos preços,²³³ enquanto a sua *noção quantitativa* implica que “o aumento do volume e da velocidade de circulação da moeda tende a fazer subir os preços, *sem que haja proporcionalidade* [...] nestes movimentos, e que esta tendência é tão mais acentuada quanto

²²⁹ *Diário do Poder Legislativo*, 5 de novembro de 1935, p. 7255.

²³⁰ *Idem*.

²³¹ *O Observador Econômico e Financeiro*, nº 18, julho de 1937, p. 52.

²³² *Ibid.*, p. 53

²³³ Sob os pressupostos de constância da renda e da velocidade-renda de circulação da moeda.

maior e mais rápido é o aumento.”²³⁴ A partir desse conceito, Vergueiro César aponta que “a elevação de preços não exprime, necessariamente, um excesso de circulação monetária”,²³⁵ de modo que o banco central não poderia valer-se apenas do controle da oferta de moeda para estabilizar o nível de preços. Para tanto, ele propõe um conjunto amplo de índices que deveria ser considerado pela autoridade monetária em suas decisões, dentre os quais estavam os níveis de produção do país, as cotações de títulos públicos, a situação da balança de pagamentos, níveis salariais, movimentos demográficos e custo de vida nas diferentes regiões. Tudo isso, claro, seria viabilizado pelo já referido laboratório de estudos econômicos e financeiros por cuja criação Vergueiro César sempre se manifestou.

Em um artigo de 1938,²³⁶ Vergueiro César chamaria a atenção para os males da inflação, sobretudo quanto às distorções causadas na economia. Neste sentido, ele discute a forma com que o país precisaria lidar com o fenômeno inflacionário, e para tanto recorre à experiência de Joaquim Murtinho, Ministro da Fazenda do governo Campos Sales, conhecido por empenhar medidas fortemente deflacionárias. Para Vergueiro César, foi um erro Murtinho “retirar papel[moeda] da circulação com tanta rapidez”, já que melhor resultado do ponto de vista econômico poderia ser obtido apenas “estancando-se a fonte de emissão injustificável”.²³⁷ Este último adjetivo é importante na medida em que Vergueiro César, apoiando-se nos estudos de Normano ([1935] 1939) e na noção quantitativa da moeda, nota que “no Brasil o custo da vida *não se vem elevando* na proporção do aumento do meio circulante”.²³⁸ A explicação para isso estaria na absorção de parte destas emissões pelo crescimento da atividade produtiva e pela ampliação dos mercados regionais. Por isso, seriam necessários o “redesconto elástico” e um “banco central flexível”, como parte de um conjunto amplo de medidas que envolviam o fomento do crédito especializado e a ampliação da produção “na quantidade e na qualidade”.²³⁹

3.2.3 A campanha pelo banco central e a análise do projeto Correia e Castro

As discussões sobre reforma bancária prosseguiram nos anos 1940 e Vergueiro César manteve-se ativo no debate público sobre o tema. Neste período, há dois importantes eventos

²³⁴ Baudin (1947, p. 96, ênfase nossa). Tradução livre de: “l’augmentation du volume et de la vitesse de circulation de la monnaie tend à faire monter les prix, sans qu’il y ait proportionnalité [...] dans ces mouvements, et que cette tendance s’affirme d’autant plus que l’augmentation est plus importante et plus rapide.”

²³⁵ *O Observador Econômico e Financeiro*, nº 18, julho de 1937, p. 53.

²³⁶ O texto, denominado *Desperdício de dinheiro*, é a transcrição de uma palestra de Vergueiro César proferida junto ao IDORT (Instituto de Organização Racional do Trabalho) em 17 de dezembro de 1938. Cf. Vergueiro César ([1938] 1940a).

²³⁷ Vergueiro César ([1938] 1940a, p. 211).

²³⁸ *Ibid.*, p. 215. Ênfase nossa.

²³⁹ *Ibid.*, p. 217.

que destacamos aqui: o primeiro é a campanha pela criação do banco central iniciada em 1946 que Vergueiro César integrou; o segundo é o projeto Correia e Castro, sobre o qual ele escreveu um importante relatório que seria utilizado pelo próprio Ministro quando do envio de seu anteprojeto ao Congresso.

Em julho de 1946, a Ordem dos Economistas iniciou uma campanha pública em defesa da criação do banco central.²⁴⁰ Conforme noticiado, a campanha era “de iniciativa do sr. Abelardo Vergueiro César, que pronunciou [...] a palestra inaugural de uma série de conferências sobre o assunto, patrocinada pela referida entidade”.²⁴¹ De fato, há registro de que diversas conferências sobre o assunto ocorreram nos meses seguintes.²⁴² Além disso, a Ordem chegou a patrocinar um prêmio de monografias com o tema “Da criação do Banco Central de Reserva Brasileiro”.²⁴³

Na palestra inaugural da campanha, Vergueiro César defendeu a necessidade inadiável da criação do banco central no Brasil, definido por ele como um “sistema orgânico de racionalização bancária”, fazendo também referência às diversas tentativas de criação até aquele momento e notando ser o Brasil um dos únicos países que ainda não possuía um “banco dos bancos”.²⁴⁴ No mês seguinte, Vergueiro César publicaria uma série de artigos sobre o banco central em *O Jornal*.

Em seu histórico sobre a evolução dos bancos centrais, construído a partir de fontes como o livro *Central Banking*, de De Kock, Vergueiro César aponta que a tendência era a do alargamento das funções destas instituições. Se num primeiro momento elas se voltavam exclusivamente ao setor bancário, no século XX o seu raio de ação passou a cobrir praticamente toda a economia.²⁴⁵

Nesta evolução, algumas práticas bancárias que até então eram meras convenções alcançaram o patamar de política econômica. Um desses casos, que Vergueiro César ilustra a partir da experiência do *Fed*, era o da concentração de reservas no banco central, que assumia o papel de prestador de última instância. Na ausência deste mecanismo, os bancos viam-se obrigados a manter níveis elevados de encaixes, e os que não o faziam tinham suas operações

²⁴⁰ Uma história da Ordem dos Economistas de São Paulo pode ser encontrada em Saes e Cytrynowicz (2001).

²⁴¹ *O Jornal*, 25 de julho de 1946, p. 6.

²⁴² Alguns destes palestrantes convidados foram Ferdinando Rubano, Minuano Moura e Antônio Virgílio Infante. Durante a Semana do Economista de 1946, realizada no Rio de Janeiro, o tema do banco central foi introduzido nas discussões, conforme noticiado, “por sugestão do Sindicato dos Economistas de São Paulo, que já vem se dedicando a tão palpitante questão” (*A Noite*, 16 de setembro de 1946, p. 7). E foi exatamente por ocasião deste evento que Bulhões apresentou seu detalhado estudo *O Banco Central no Brasil*, de que trataremos no capítulo 4.

²⁴³ *Correio Paulistano*, 24 de dezembro de 1949, p. 7.

²⁴⁴ *Correio Paulistano*, 24 de julho de 1946, p. 3.

²⁴⁵ VERGUEIRO CÉSAR, A. “Banco Central – Sua formação”, *O Jornal*, 2 de agosto de 1946, pp. 4 e 7.

sob alto risco. Esta centralização de um percentual de reservas em um banco central, diz ele, “vale como uma usina geradora de extensa, contínua e vultosa força monetária e de crédito. Irradia-se por toda economia de um país, levando seu tônus vital para as artérias e veias da circulação.”²⁴⁶ Desta forma, na presença de um banco central de reservas, as possibilidades de ação e empréstimo dos bancos ficam consideravelmente ampliadas, dando à circulação e ao crédito a “elasticidade” que deles é esperada.

Enquanto banco dos bancos, o banco central poderia manejar as reservas bancárias de modo a atender as necessidades das instituições bancárias *de cada região*. Estas instituições refletiriam, é claro, as necessidades das produções locais. Isto seria especialmente adequado em países de grande extensão territorial, como é o caso de Brasil e EUA. Sobre isso, Vergueiro César argumenta que:

com a variedade de espécies de produção, no decorrer de cada ano, as necessidades maiores de recursos financeiros, nas diversas zonas, surgem em épocas e em modalidades diferentes. E em cada região, no momento oportuno, *projetará o banco central os raios criadores de sua ação, animando a agricultura, amparando a indústria e estimulando o comércio*. A aplicação eficiente das reservas bancárias, por parte do banco central, revigorará a elasticidade dos bancos particulares, que por não precisarem manter volumosos encaixes de dinheiro, poderão *auxiliar a produção* com maior efeito útil.²⁴⁷

No que se refere aos possíveis métodos de emissão, Vergueiro César aponta que o sistema do lastro-ouro puro seria “rígido demais”, enquanto os limites nominais para as emissões seriam praticamente inoperantes na medida em que sempre poderiam ser ampliados. Assim sendo, demonstra certa predileção por um sistema de emissão de notas com lastro em alguma proporção, “com o desconto de cambiais e valores governamentais como garantias suplementares”.²⁴⁸ Adicionalmente, esse sistema deveria facultar à direção do banco central a admissão de outras garantias suplementares, em situações em que isso se impusesse.²⁴⁹ Ou seja, o sistema monetário deveria ter – tal como ele já defendia nos anos 1930 – algum lastro como “centro de gravidade”, mas deveria haver certa margem de manobra para a ampliação ou retração dos meios de pagamento, sempre de acordo, é claro, com critérios *técnicos*.

²⁴⁶ VERGUEIRO CÉSAR, A. “Banco Central – Consequências da conflagração de 1914 e da instituição do ‘Federal Reserve System’”, *O Jornal*, 16 de agosto de 1946, p. 8.

²⁴⁷ VERGUEIRO CÉSAR, A. “Banco Central: suas funções – Depositário de reservas bancárias”, *O Jornal*, 6 de setembro de 1946, p. 4. Ênfases nossas.

²⁴⁸ VERGUEIRO CÉSAR, A. “Banco Central – Suas funções”, *O Jornal*, 30 de agosto de 1946, p. 4.

²⁴⁹ *Idem*.

Um argumento bastante presente na análise de Vergueiro César sobre as funções do banco central é o de que estas são tão melhor executadas quanto menor for a influência política que existir sobre o banco. A certa altura, ele aponta explicitamente para a necessidade de que o banco constituísse uma entidade autônoma: “Os costumes administrativos de um país [...] devem concorrer para que se assegure autonomia de direção ao seu banco central, a fim de que este se conduza dentro de bons princípios [...] da gestão financeira e monetária nacionais.”²⁵⁰ Na verdade, Vergueiro César parece ver nos bancos centrais uma espécie de salvaguarda da técnica sobre injunções políticas, chegando a afirmar que “os princípios que os orientam, a técnica que precisam seguir, são muralhas que se levantam para a defesa de seus altos objetivos, fundamentais para a prosperidade de um país.”²⁵¹ E rebatendo o possível argumento de que esse arranjo só seria aplicável aos países desenvolvidos, ele afirma:

E mais do que as antigas e grandes nações, as novas, e ainda em formação, devem empregar aquela terapêutica para sanar seus males monetários, porque os países jovens ainda se agitam muito pelo estreito espírito de facção, pelo antagonismo acanhado de grupo, pelas implicâncias das contendas pessoais. E a política financeira e a direção monetária não se podem deixar guiar por tais influências [...].²⁵²

A argumentação de Vergueiro César é justamente no sentido de que os países ainda em desenvolvimento, como o Brasil, deveriam buscar a transferência da faculdade de emissão da instância *política* (o Tesouro) para a instância *técnica* (o banco central). Este pensamento depende, é claro, da suposição de que existem fronteiras claras entre a técnica e a política. De todo modo, há aqui uma indicação de que a política, que geralmente está associada a clamores de curto prazo, deveria ficar tão distante quanto possível do banco central.

Os estudos de Vergueiro César sobre a questão monetária no Brasil são construídos a partir de alguns dos problemas “fundamentais” da economia nacional. Baseando-se no trabalho de Normano ([1935] 1939), Vergueiro César aponta para o fato de que, até aquele momento, em diferentes momentos históricos, a economia brasileira dependia quase sempre de uma única mercadoria, “que nos eleva na sua alta e nos abate na sua baixa”, condição que teria efeito sobre o “equilíbrio das nossas finanças, em paralelismo imperturbável”.²⁵³ Consequências diretas disso seriam as constantes desvalorizações monetárias e o déficit orçamentário crônico, assim

²⁵⁰ *Idem.*

²⁵¹ *Idem.*

²⁵² *Idem.*

²⁵³ VERGUEIRO CÉSAR, A. “Os processos monetários como receita extraordinária”, *O Jornal*, 19 de julho de 1946, p. 4.

como “o aumento do meio circulante, a diminuição do valor aquisitivo do mil-réis, com o papel-moeda e o curso forçado.”²⁵⁴

O argumento por ele empreendido é de que, por detrás das frequentes emissões monetárias e, logo, por detrás da inflação, estaria uma condição particular da própria estrutura produtiva brasileira, na medida em que a riqueza nacional era “mais potencial do que imediata, com produção instável, sujeita a violentas altas e baixas de preços.”²⁵⁵ Esta ideia é por ele sintetizada nos seguintes termos:

É o que sempre se verifica na história nacional: sincero esforço para fortificar a moeda e impedir o déficit. Mas por enquanto a vontade ainda não conseguiu vencer o domínio do imperativo irresistível das nossas condições e das nossas circunstâncias. Passa o tempo, sucedem-se os homens, mas o meio circulante dilata-se, debilita-se o mil réis e o desequilíbrio orçamentário agrava-se de ano para ano.²⁵⁶

Para sustentar esta tese, Vergueiro César resgata experiências históricas nas quais mesmo os Ministros mais “ortodoxos” foram instados a recorrer às emissões, o que, para ele, é sugestivo de que existiam problemas mais elementares do que eventuais desmandos de natureza política. Desta forma, reformas, se se pretendessem úteis e duradouras, deveriam agir sobre a produção, dando a ela as condições para que se estabelecesse em bases mais sólidas e diversificadas. Sob este argumento, ficam mais claras as motivações da defesa de Vergueiro César de que o banco central deveria atuar em favor da produção.

Para Vergueiro César, o banco central seria parte da solução integral dos problemas nacionais. Como vimos, já nos anos 1930 ele apontava que as instituições seriam aperfeiçoadas com o tempo e com a prática, de modo que seria desarrazoado esperar um momento ideal para criá-las. E é exatamente sob este entendimento que, em uma entrevista de dezembro de 1946, Vergueiro César resgata e rebate o argumento de que o banco central só deveria ser criado em condições ideais:

Sempre se levanta contra o propósito de criação do Banco Central no Brasil o argumento da oportunidade. E sempre se diz que se deve aguardar momento mais propício: o da normalidade econômica e financeira. Esse argumento não passa de sofisma, porque sendo o Brasil país novo e em formação, que se debate na sua permanente ‘crise de crescimento’, tão cedo não alcançará aquele estado de normalidade ideal sonhado por todos.²⁵⁷

²⁵⁴ *Idem.*

²⁵⁵ VERGUEIRO CÉSAR, A. “‘Déficit’ orçamentário e papel moeda”, *O Jornal*, 26 de julho de 1946, p. 4.

²⁵⁶ *Idem.*

²⁵⁷ *O Jornal*, 3 de dezembro de 1946, 2ª ed., p. 1

Essas palavras seriam reproduzidas pelo Ministro Correia e Castro no ano seguinte, quando da justificação de seu anteprojeto.²⁵⁸ A concepção de Vergueiro César é de que o Brasil, cuja economia possuía problemas estruturais sérios, não seria capaz de prover um ambiente ideal para que só então fosse criado um banco central, justamente porque este último seria importante para que o ambiente ideal fosse alcançado.

No ano seguinte, em 1947, Vergueiro César, na condição de diretor da Caixa Econômica Federal de São Paulo e membro do conselho administrativo desta instituição, elaborou um parecer sobre o projeto Correia e Castro. Este parecer, que o Ministro da Fazenda anexou junto à sua mensagem à Câmara dos Deputados quando do envio do anteprojeto como forma de embasá-lo tecnicamente,²⁵⁹ foi também publicado pelo *Digesto Econômico*²⁶⁰ e pelo jornal *Correio Paulistano*.²⁶¹

Neste relatório, temos presentes, numa análise específica sobre o anteprojeto, alguns dos elementos centrais do pensamento de Vergueiro César sobre a questão da autoridade monetária, como a necessidade de o banco central regular a atividade bancária e amparar a produção, assim como de se adequar às peculiaridades do país.

Um dos grandes méritos do projeto Correia e Castro, para Vergueiro César, seria o de que se trataria de uma proposta de reforma bancária voltada a amparar a produção. O projeto teria a qualidade de “intensificar e amparar a produção não só pelos bancos [especializados] que pretende criar como pelo Banco Central que propõe instituir”.²⁶² Há aqui uma reiteração de seu argumento sobre as consequências dos problemas nos “fundamentos” da economia, especialmente quando aponta que “nossa produção carece desse auxílio, direto e eficiente, como condição essencial de nossa vida e do nosso desenvolvimento”.²⁶³ Ou seja, à reforma estariam associados certos objetivos de resolução dos problemas econômicos fundamentais do país, o que ensejaria a pretendida estabilidade financeira.

Vergueiro César chama atenção, resgatando a sua experiência com a reforma da Cared em 1935, para o fato de que naquele momento a cultura bancária em torno do redesconto era inadequada. Na mesma linha do diagnóstico que também seria feito por Lafer, ele aponta que os bancos “temiam bater às portas da Carteira de Redescontos, receosos de que esse seu ato se

²⁵⁸ *Diário do Congresso Nacional*, 25 de junho de 1947, pp. 2986-2987.

²⁵⁹ *Correio Paulistano*, 2 de julho de 1947, p. 1.

²⁶⁰ Edição de agosto de 1947, nº. 33.

²⁶¹ *Correio Paulistano*, 1 de julho de 1947, p. 5.

²⁶² Vergueiro César (1947, p. 37)

²⁶³ *Ibid.*, p. 38.

refletisse em seu crédito e em seu bom nome.”²⁶⁴ Isto, é claro, seria uma das consequências da prolongada ausência de um banco central no país.

Vergueiro César ainda aponta para as peculiaridades da economia brasileira que deveriam ser levadas em consideração pelo Congresso no encaminhamento do projeto. Dentre estas peculiaridades estavam a pobreza, a extensão territorial, a desigualdade regional e as dificuldades de comunicação e transporte. Esta constatação de peculiaridades feita por Vergueiro César foi citada explicitamente por Lafer em *O Crédito e o Sistema Bancário no Brasil* (1948), em que afirma que “ninguém melhor do que o ilustre economista e homem público Abelardo Vergueiro César sintetizou as necessidades econômicas e financeiras do Brasil atual.”²⁶⁵ Diante deste conjunto de peculiaridades, Vergueiro César argumenta que “deve ser nosso Banco Central uma instituição que reflita nossas condições locais.”²⁶⁶ É neste sentido que ele argumenta que o modelo do *Fed* “é o modelo que, de preferência, deve inspirar nossa reorganização bancária por ser o aparelhamento que melhor se entrosa em uma federação e em país como o Brasil, tal como os Estados Unidos.”²⁶⁷ O referido entrosamento diz respeito à ideia de que, nos EUA, o *Fed*, “sem perder a unidade de estrutura e de ação, sabe ser útil aos interesses gerais da nação americana, e aos interesses locais das diversas regiões que a compõem”.²⁶⁸ Ou seja, ao órgão decisório central caberia determinar diretrizes nacionais, que regionalmente seriam aplicadas de acordo com as peculiaridades locais.

Novamente, porém, distinguindo entre aquilo que julgava ideal e o que era possível, Vergueiro César manifesta-se inteiramente favorável ao projeto Correia e Castro – o qual, vale recordar, previa um sistema centralizado. Diz ele: “aplaudo com entusiasmo o projeto formulado pelo sr. dr. Pedro Luís Correia e Castro [...], principalmente na parte referente à instituição do Banco Central, cuja fundação reputo de urgente necessidade.”²⁶⁹ Ao dar este primeiro passo, um sistema mais descentralizado e focado nas questões regionais poderia ser uma conquista futura.

3.3 Horácio Lafer

Horácio Lafer (1900-1965) foi um empresário industrial e político brasileiro de grande influência no segundo terço do século XX.²⁷⁰ Formado na Faculdade de Direito do Largo de

²⁶⁴ *Ibid.*, p. 39.

²⁶⁵ Lafer (1948, p. 28).

²⁶⁶ Vergueiro César (1947, p. 39).

²⁶⁷ *Idem.*

²⁶⁸ *Ibid.*, pp. 39-40.

²⁶⁹ *Ibid.*, p. 40.

²⁷⁰ As informações biográficas são baseadas em Mayer (2010).

São Francisco, dentro da qual também integrou a Liga Nacionalista, Lafer exerceu diversos cargos públicos, tais como o de deputado federal por São Paulo (1935-1937; 1946-1951; 1954-1959; 1961-1963), deputado constituinte (1934; 1946), Ministro da Fazenda (1951-1953) de Getúlio Vargas e Ministro das Relações Exteriores (1959-1961) de Juscelino Kubitschek. Além disso, atuou junto a entidades ligadas à representação do setor industrial, como o Centro e a Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (CIESP e FIESP) e dedicou-se, por muitos anos, a negócios empresariais de sua família no grupo Lafer-Klabin, que atua no setor de papel e celulose.

Embora o tema do banco central tenha tido pouco relevo durante o segundo mandato de Getúlio Vargas, e, em particular, em seu período de pouco mais de dois anos como Ministro da Fazenda, Lafer foi uma personagem central nas discussões acerca da reforma bancária do país em períodos anteriores. No âmbito das discussões sobre o projeto apresentado por Souza Costa em 1937, por exemplo, Lafer apresentou, enquanto deputado, um substitutivo em que enfatiza alguns pontos centrais das discussões por nós empreendidas até aqui sobre a criação do banco central. Nos anos 1940, ele foi relator do projeto Correia e Castro na Comissão de Finanças, que resultaria em seu livro *O crédito e o sistema bancário no Brasil* (1948). Além disso, manifestou-se sobre o assunto em diversos textos e entrevistas publicadas em jornais.

Trabalhos como os de Bastos (2005), Gomes (2008) e Saes (2021) debruçaram-se sobre as ideias econômicas de Lafer e buscaram examiná-las à luz da sua destacada atuação política. No que se refere a questões monetárias, pelas quais temos especial interesse, Bastos define Lafer como “um pioneiro dentre os tratadistas monetários brasileiros de novo tipo, ao mesmo tempo produto e participante emblemático das décadas de 1930 e 40 no Brasil e no mundo”.²⁷¹ De fato, as ideias de Lafer acerca de temas econômicos refletiam preocupações próprias ao seu tempo – notadamente aquelas relativas ao desenvolvimento e ao papel do Estado neste processo. Também estavam intimamente ligadas com a sua concepção acerca da importância de aprimorar o sistema bancário e criar o banco central brasileiro. Conforme apresentaremos, todas as ideias de Lafer quanto à autoridade monetária refletem, em última análise, uma preocupação com a necessidade de dar o melhor encaminhamento possível aos fatores de produção, o que caracteriza sua adesão ao que chamamos aqui de linha de pensamento do banco central como instrumento de amparo à produção. Em suas próprias palavras, “a função precípua da moeda e do crédito está no desenvolvimento dos recursos nacionais que existem em um país, visando a melhoria do padrão de vida da população.”²⁷² Em termos práticos, para ele, as políticas

²⁷¹ Bastos (2005, p. 203).

²⁷² Lafer (1949, p. 16)

deveriam ser orientadas a amparar “transações legítimas”, sendo que este último adjetivo – “legítimas” – acompanharia toda a retórica de Lafer quanto aos princípios norteadores das políticas monetária e creditícia.

O pensamento de Lafer a respeito do banco central é observado em dois momentos distintos. No primeiro, nos anos 1930, em seu relatório sobre o projeto Souza Costa, Lafer parte da compreensão de que um banco central seria uma peça chave para o desenvolvimento do país. Não obstante, a partir de sua compreensão do crédito como um “problema de conjunto”, ele argumenta que, diante de problemas estruturais e conjunturais que o Brasil enfrentava, impunha-se uma série de “medidas preliminares ou essenciais” para que o banco central, quando criado, tivesse sucesso. O segundo momento, nos anos 1940, é marcado por uma defesa mais enfática do banco central. Além disso, Lafer discute o papel do BB na reforma bancária e detalha seu pensamento sobre política monetária, em que critica os lastros e defende o manejo do redesconto como forma de tornar o crédito mais elástico e disponível aos negócios.

Esta seção está organizada da seguinte forma. Primeiramente, discutiremos o pensamento econômico de Horácio Lafer, de modo a evidenciar as principais preocupações deste autor em matéria econômica. Em seguida, trataremos de suas considerações conforme aplicadas aos projetos específicos. No caso de seu relatório ao projeto Correia e Castro, a repercussão das ideias de Lafer foi tão grande que apresentaremos brevemente estas manifestações, as quais podem colaborar com o vislumbre, sob diferentes pontos de vista, de quais eram as principais dificuldades e desafios que se impunham à reforma bancária.

3.3.1 O pensamento econômico de Horácio Lafer

Ao longo de sua trajetória, Lafer escreveu livros sobre diversos temas, indo desde questões filosóficas até temas jurídicos, passando, é claro, por assuntos econômicos.²⁷³ Não obstante, mesmo em trabalhos clássicos como o de Bielschowsky (2004), Lafer não aparece como o líder intelectual de alguma corrente de pensamento, havendo breves menções apenas à sua atuação enquanto deputado e Ministro. De fato, como já apontamos, Lafer não foi um acadêmico em sentido estrito, o que, no entanto, não representa qualquer óbice à identificação de um pensamento deste autor quanto às questões nacionais. Nesta subseção, buscaremos delimitar os elementos principais deste pensamento.

²⁷³ Dentre os trabalhos publicados, estão: *Tendências Filosóficas Contemporâneas* (1929), *Aspectos da Legislação Social* (1946), *Discriminação de rendas* (1946), *O crédito e o sistema bancário no Brasil* (1948) e *Mentalidade, organização e técnica* (1950).

De modo geral, as caracterizações de Lafer encontradas em alguns trabalhos que discutiram sua atuação política e sua obra afirmam seu entendimento sobre a necessidade da ação do Estado em favor do desenvolvimento. Bielschowsky (2004, p. 342), por exemplo, descreve-o como “o patrono de uma elite de técnicos favorável, ao mesmo tempo, ao planejamento da industrialização e à intensa participação de capitais estrangeiros, inclusive em setores como mineração, transporte e energia”. Por sua vez, Vianna (1987, p. 38) aponta que Lafer era “portador, simultaneamente, de uma compreensão estritamente ortodoxa do funcionamento da economia e de aspirações desenvolvimentistas.”

A partir de uma análise de seus discursos parlamentares, Saes (2021) aponta para o fato de que, no início dos anos 1930, Lafer apresentava certa afinidade com ideias liberais, sem deixar de compreender as limitações dos mercados e da indispensabilidade da atuação do Estado em determinadas instâncias. Já neste momento, voltava-se com atenção para temas como: a importância de o Estado assistir indústrias nascentes, a exemplo do que outras nações fizeram; a necessidade do equilíbrio das finanças públicas; e a conveniência de atrair capitais estrangeiros para financiar investimentos no país.

Algumas nuances das ideias de Lafer foram exploradas por Gomes (2008) que, a partir de um estudo sobre sua atuação na Constituinte de 1946, argumenta que Lafer transitava entre diferentes pontos de vista, ora fazendo acenos ao liberalismo, ora defendendo uma forte atuação do Estado em favor do desenvolvimento.²⁷⁴ Com o tempo, esta ênfase à importância da ação estatal vai ganhando força no pensamento de Lafer.

Em um discurso proferido em 1949, Lafer (1950) defende o que chama de uma “política econômica nacionalista”. Valendo-se de pensadores como Alexander Hamilton e Henry Charles Carey, defensores de ideias protecionistas, ele argumenta em favor de certo nacionalismo econômico, que compreendesse os interesses dos produtores nacionais como interesses do próprio país. Neste sentido, chega a propor a criação de um *Ministério da Produção*, “cuja função fosse amparar a produção, estabelecer uma política econômica, ser um agente impulsionador do progresso, um defensor vigilante e contínuo do produtor nacional.”²⁷⁵ Em outro texto do mesmo ano, ele argumentaria em favor do controle estatal de empreendimentos privados, já que “o bom planejamento e a programação das atividades privadas e dos recursos de um país fortalecem e asseguram a sobrevivência do regime democrático.”²⁷⁶ Em outra

²⁷⁴ Gomes (2008, capítulo 3).

²⁷⁵ Lafer (1950, p. 7). Esta ideia já fora defendida por Lafer em seu relatório sobre o projeto Souza Costa. Ver Lafer (1937, p. 45431).

²⁷⁶ Lafer (1949, p. 18).

oportunidade, também defendeu o controle dos envios de divisas ao exterior, afirmando que a livre remessa era “arma para especuladores reunirem provisões e atentarem contra o valor externo da moeda.”²⁷⁷

Desta forma, é possível depreender um certo conjunto de ideias próprias do pensamento de Lafer, entre as quais: sua defesa da industrialização apoiada pelo Estado,²⁷⁸ a não exclusão do dirigismo estatal²⁷⁹ tendo em vista “uma necessária diversificação das atividades produtoras”,²⁸⁰ a oposição à total liberdade de comércio,²⁸¹ e sua crítica à interpretação de escolas “tradicionais” a respeito do papel da moeda na economia.²⁸²

Sobre este último aspecto, um importante trabalho de Lafer é *O crédito e o sistema bancário no Brasil* (1948), que vem a ser o seu principal tratado sobre temas econômicos. Para Bastos (2005, p. 203), este trabalho de Lafer foi pioneiro no Brasil na “defesa sistemática de políticas monetária e creditícia distantes do dogma da conversibilidade-ouro.” Dentre as principais ideias deste trabalho – que discutiremos em detalhes adiante –, estão a defesa de uma política monetária independente de quaisquer lastros e orientada para “objetivos sociais”, de uma política de crédito voltada ao desenvolvimento e de um controle direto pelo governo do Banco Central.

Em um artigo de 1949, Lafer empreende, a partir da análise de Rist ([1938] 1966), um retrospecto histórico sobre os bancos centrais. Neste contexto, aponta para a experiência do Banco da Inglaterra no início do século XIX, que, para cobrir despesas do país no contexto das Guerras Napoleônicas, passou a emitir sobre títulos do governo.²⁸³ Para Lafer, este expediente de emissão, “criado fora de correntes doutrinárias”, permitiu ao governo “promover a expansão da riqueza interna e garantir os recursos para a defesa nacional”.²⁸⁴ Este procedimento de expansão do crédito teria sido reproduzido em outros países europeus, o que permitiu a estes uma ampliação considerável de sua produção. Apesar disso, estes mesmos países, “sem interesse que outros também se desenvolvessem, tratam de, sob o pretexto de teorias bem

²⁷⁷ Lafer (1948, p. 75).

²⁷⁸ Saes (2021, p. 297).

²⁷⁹ Gomes (2008, p. 107).

²⁸⁰ Lafer (1949, pp. 17-18).

²⁸¹ Saes (2021, p. 306).

²⁸² Lafer (1949, p. 14)

²⁸³ Conforme Des Roches (2003, p. 61), o Banco da Inglaterra suspendeu a conversibilidade da moeda por 24 anos, entre 1797 e 1821, e, não obstante a forte desvalorização da libra no período, o país não enfrentou grandes crises monetárias e bancárias. Foi, portanto, um caso relativamente bem sucedido de administração de moeda inconvertível.

²⁸⁴ Lafer (1949, p. 10).

apresentadas, disciplinar e regularizar a expansão do crédito.”²⁸⁵ Associada a estas referidas teorias estaria a *currency school*.

Com base nesse entendimento, Lafer é crítico dos experimentos de bancos centrais criados por influência de *money doctors* como Edwin Kemmerer (que atuou em missões entre 1924 e 1931), os quais, segundo ele, focavam excessivamente na situação cambial. Com um regime orientado pelas reservas dos bancos centrais, os países latino-americanos, fortemente dependentes do setor externo, ficavam suscetíveis a tendências inflacionistas e deflacionistas.²⁸⁶ E o sistema monetário deveria voltar-se para dentro, i.e., para as necessidades da produção do próprio país.

Entre fevereiro de 1951 e junho de 1953, Lafer foi Ministro da Fazenda do segundo governo Vargas.²⁸⁷ Constata-se na literatura uma dualidade em torno da interpretação do que representou a atuação de Lafer nesse Ministério. Isto porque Vianna (1987; 2015b) aponta para a existência no interior deste governo de um antagonismo entre uma ala “ortodoxa”, representada por membros dos Ministérios da Fazenda e das Relações Exteriores,²⁸⁸ e outra “nacionalista”, representada pelos membros da Assessoria Econômica da Presidência, os chamados “boêmios cívicos”.²⁸⁹ Segundo essa leitura, Lafer seria um quadro de posições conservadoras, defendendo o saneamento das contas públicas, a captação de recursos estrangeiros e a restrição do crédito – e uma das evidências disso seriam seus reiterados conflitos com o então presidente do BB, Ricardo Jafet.²⁹⁰

Alguns autores apresentam um contraponto a esta leitura. Um deles é Bastos (2005), que discorda da ideia de que havia no governo este conflito entre diferentes alas. A partir de uma análise dos escritos e de discursos de Lafer, Bastos chega a afirmar que as ideias deste “não eram ortodoxas” e que “Lafer chegava ao ponto de rejeitar consciente, pública e coerentemente a ortodoxia econômica”.²⁹¹ Esta questão é relevante, já que, no escopo desse conjunto de ideias denominada de “ortodoxia”, Bastos (2005, p. 203 e 210) inclui a defesa do

²⁸⁵ *Ibid.*, pp. 10-11.

²⁸⁶ Lafer (1948, pp. 78-79).

²⁸⁷ Sobre a atuação de Lafer enquanto Ministro da Fazenda, ver Vianna (2002).

²⁸⁸ Quadros técnicos desse grupo foram, por exemplo, Roberto Campos e Lucas Lopes.

²⁸⁹ A Assessoria Econômica da Presidência da República foi um órgão criado por Vargas em 1951 e que atuou junto à Secretaria da Presidência da República. Naquele momento, compunham esta Assessoria economistas como Ignácio Rangel, Rômulo de Almeida e Jesus Soares Pereira. Ver Motta (2005).

²⁹⁰ É importante destacar que Vianna (1987; 2015b) não empreendeu exatamente estudos de pensamento econômico, limitando sua interpretação às políticas implementadas no âmbito do Ministério da Fazenda, que envolveram cortes de gastos públicos e aumento de impostos – o que resultou, por exemplo, em 1951, no único superávit global de estados e da União em vinte e cinco anos (Vianna, 2015b, p. 126).

²⁹¹ Bastos (2005, p. 193).

padrão-ouro e a identificação da inflação como fenômeno fundamentalmente monetário.²⁹² Com relação a esta possível negação do diagnóstico monetarista da inflação, uma das compreensões de Lafer era a de que o crédito direcionado à expansão da oferta da economia não teria efeito inflacionário. De fato, em um de seus relatórios dos anos 1930, ele diria exatamente isso: “o emissionismo pode não ser inflacionista não só quando atende ao financiamento das riquezas existentes, mas também quando se destina a transformar-se em riquezas novas.”²⁹³ Isto, na interpretação de Bastos, aproxima Lafer de argumentos tipicamente cepalinos e possibilita uma melhor compreensão de suas críticas públicas a Jafet.

Também para Saes (2021, p. 285), à luz das ideias de Lafer, “em momento algum, sua atuação no Ministério da Fazenda poderia sugerir que foi defensor de uma política econômica ortodoxa”. Ao contrário, sua ação, alinhada com seu pensamento, estaria totalmente de acordo com o projeto maior do governo Vargas, qual seja, a superação do subdesenvolvimento através da industrialização apoiada pelo Estado.

Podemos, então, sumarizar as ideias econômicas gerais de Lafer em alguns aspectos. Em primeiro lugar, trata-se de um autor que reiteradamente afirma sua convicção na necessidade de o Estado atuar em favor da produção. Além disso, compreende que um dos meios de financiar os projetos nacionais é através da captação de recursos estrangeiros, sempre com os devidos controles por parte do Estado. Por fim, em temas monetários, Lafer, embora não negue o efeito do excesso de meios de pagamento sobre os preços, dá respostas alternativas ao controle inflacionário, que, para ele, não necessariamente passava pelo receituário clássico de contrair a oferta de moeda e de crédito. A seguir, teremos a oportunidade de detalhar esta posição de Lafer sobre temas monetários, assim como o papel do banco central neste processo.

3.3.2 O crédito como problema de conjunto e a conveniência de se criar o banco central

Em setembro de 1937, Souza Costa submeteu seu projeto de reforma bancária à Comissão de Finanças e Orçamento da Câmara dos Deputados. Em outubro, Horácio Lafer, enquanto membro da referida Comissão, apresentou um projeto substitutivo que, conforme aponta Franco (2017, p. 331), antecipava diversos pontos que passariam a ser debatidos acerca do banco central no pós-Guerra. Nesta subseção, discutiremos o relatório que embasou o substitutivo, em que Lafer aborda diversas questões teóricas e conjunturais que envolviam a criação do banco central.

²⁹² Cabe neste ponto enfatizar que, se “ortodoxia monetária” refere-se à defesa do padrão-ouro, então, no momento em que Lafer escreveu *O crédito e o sistema bancário no Brasil* (1948), sequer Gudin e Bulhões seriam considerados ortodoxos.

²⁹³ Lafer (1937, p. 45435).

Pouco mais de um ano antes, em maio de 1936, Lafer proferiu um discurso na Câmara em que defendeu o bom manejo do crédito como forma de “desenvolver todas as fontes ainda não utilizadas da produção”.²⁹⁴ Como exemplo, apontou para o caso da política de crédito da Itália que, através de consórcios e institutos específicos, como o “instituto de reconstrução industrial”, “consórcio de crédito para trabalhos públicos”, “Banco Nacional do Trabalho” e “Instituto do Crédito Naval”, teria alcançado resultados “extraordinários”.²⁹⁵ O Brasil, por sua vez, teria um desenvolvimento bancário tão incipiente que Lafer classifica o sistema econômico do país como um “semicapitalismo,”²⁹⁶ haja vista que “o produtor está constantemente ameaçado de ver seu crédito cortado pela queda dos encaixes bancários e pelo natural temor dos Bancos quanto à falta de recursos”.²⁹⁷ Vê-se, portanto, que Lafer já demonstra, desde os anos 1930, o seu entendimento acerca da importância das organizações de crédito especializado.

Dentre as explicações apontadas por Lafer neste discurso para o baixo volume de crédito do país naquele momento está a desigualdade regional do sistema bancário. Como resposta a estes problemas, sobretudo tendo em vista a necessidade de fomentar o crédito de longo prazo, Lafer propõe a criação de bancos de crédito industrial e agrícola hipotecário. O alinhamento destes bancos especializados com uma política de crédito dependeria da instrumentalização do redesconto, que, por sua vez, “só pode ser feita através de um órgão permanente, contínuo, com uma organização autônoma, elástica, técnica. Surge assim o problema do Banco Central que o Sr. Niemeyer classificou como indispensável para o Brasil.”²⁹⁸ Caberia a este novo órgão, segundo Lafer, coordenar o “conjunto” dos sistemas bancário, monetário e creditício.

Já em 1936, Lafer apontava que um futuro banco central deveria ater-se à missão de dar “às classes produtoras, ou antes, aos Bancos, uma segurança plena de desenvolvimento que eles necessitam para atingir aos seus objetivos de auxílio às classes produtoras”.²⁹⁹ No que se refere ao objetivo de estabilização monetária, ali denominado de “segunda finalidade” de um banco central, Lafer caracteriza-o como “impossível” naquele momento. Ou seja, sob aquelas circunstâncias, o propósito fundamental de suas ideias sobre o banco central era o de ampliar e qualificar o crédito aos diferentes setores de produção.

No ano seguinte, em cinco de outubro de 1937, Lafer leu perante a Comissão de Finanças o relatório que elaborou sobre o projeto Souza Costa. Em termos gerais, este relatório

²⁹⁴ Lafer ([26 mai. 1936] 1988, p. 430).

²⁹⁵ *Idem*.

²⁹⁶ *Ibid.*, p. 431.

²⁹⁷ *Ibid.*, p. 434.

²⁹⁸ *Idem*.

²⁹⁹ *Ibid.*, p. 435.

reflete um certo ceticismo em relação ao projeto, sobretudo pela crença de que este deveria ser acompanhado de reformas econômico-financeiras. Estas reformas teriam como objetivo a superação de problemas *estruturais* e *conjunturais* identificados por Lafer.

No que se refere à relação entre moeda, produção e inflação, Lafer distingue dois conceitos: o “emissionismo”, que seria a emissão sem qualquer lastro, e o “inflacionismo”, que seria emissão *acima das necessidades* reais das atividades produtoras. Sob esta definição, Lafer aponta que o regime monetário brasileiro não seria inflacionista, mas sim emissionista.³⁰⁰ Ou seja, os meios de pagamentos de que a economia dispunha seriam ainda insuficientes para atender as necessidades da produção. É por isso que ele chega a afirmar ser favorável ao “redesconto ilimitado, desde que destinado a amparar transações que representam o giro de mercadorias”.³⁰¹

O entendimento do pensamento de Lafer neste momento deve considerar sua ideia de que o crédito era um “problema de conjunto”, isto é, deveria ser entendido como “um sistema de peças conexas e interdependentes, cujo funcionamento harmônico deve assemelhar-se a um relógio”.³⁰² Com isto, faz referência a um problema de natureza estrutural: dada a ausência de uma política bancária bem estabelecida, os bancos brasileiros não constituiriam um sistema unificado. O conjunto do sistema bancário deveria abranger o controle das atividades dos bancos, uma diretriz clara a respeito da política de crédito e uma lei monetária que livrasse a moeda nacional do que chama de “empirismo”. Uma vez estabelecidos estes elementos, o banco central surgiria como “supremo coordenador” desse sistema,³⁰³ i.e., ele deveria ser criado para coordenar um conjunto de políticas *já estabelecidas*. Naquele caso, porém, Lafer argumenta que se apresentava um projeto de banco central sem que se soubesse quais políticas este coordenaria.

Ademais, existiriam dificuldades *conjunturais* que se impunham à criação do banco, sobretudo nos âmbitos orçamentário, comercial e cambial. Por isso, seriam desejáveis, também previamente, “medidas de melhoria das exportações, de equilíbrio orçamentário e de incremento das nossas riquezas”.³⁰⁴ Lafer aponta que, sob este cenário, seria improvável até que o banco central conseguisse constituir reservas suficientes. Para corroborar seu raciocínio, toma o caso da Argentina, que teria criado seu banco central apenas num cenário de preços

³⁰⁰ Lafer (1937, p. 45435).

³⁰¹ *Ibid.*, p. 45436.

³⁰² *Ibid.*, p. 45427.

³⁰³ *Ibid.*, p. 45428.

³⁰⁴ *Idem.*

favoráveis de gêneros de exportação e de fortalecimento da situação do erário. Considerando estas dificuldades que o país enfrentava, Lafer apresenta alguns questionamentos:

Deve um Banco Central ser criado em um período de desequilíbrio orçamentário, de visível decréscimo nas exportações e crise cambial? Um Banco Central é a expressão das condições econômicas e financeiras do país onde atua. Por isso eminente colega o caracteriza como “expressão de uma política financeira”, consequência e principal instrumento dela. [...] Não seria mais aconselhável precipuamente organizar esta política e então fundar o Banco?³⁰⁵

Neste sentido, ele argumenta em favor do estabelecimento de um conjunto amplo de “medidas preliminares ou essenciais”. Algumas dessas medidas, como o aumento das exportações e a redução dos passivos externos, visavam o fortalecimento da situação externa do país. Outras voltavam-se à melhoria da situação interna e, dentre estas, cabe discutir particularmente duas das medidas propostas. A primeira é a da regularização, no curto prazo, das contas públicas. Para Lafer, estabelecido o banco central, “seu primeiro efeito útil será evitar emissão de papel-moeda para cobrir déficits públicos.”³⁰⁶ Neste cenário, porém, se fosse preservada a estrutura de gastos do governo, essa medida representaria um aumento da demanda governamental por poupança privada para financiar medidas que não resultavam em incrementos na produção, o que culminaria em uma “influência perniciosa no campo do crédito e portanto sobre o próprio Banco Central”.³⁰⁷ A segunda medida proposta que vale mencionar é a do estabelecimento de uma nova lei monetária. Já naquele momento, Lafer afirma que o Brasil não poderia “instituir o padrão-ouro que outros países mais fortes abandonaram”.³⁰⁸ Apesar disso, argumenta em favor da constituição de alguma reserva metálica como elemento garantidor da moeda. Como veremos, a partir dos anos 1940, Lafer passa a ter uma posição mais contundente contra qualquer tipo de lastro.

A relação entre o governo e o futuro banco central é discutida em termos de qual arranjo ensejaria os melhores resultados do ponto de vista social. Entre os extremos da total independência e do pleno controle pelo governo, Lafer defende o que chama de um “ecletismo prudente”.³⁰⁹ Por um lado, seria desejável preservar o banco central da sujeição às forças políticas que se alternam no poder; por outro, o banco deveria sempre perseguir o interesse

³⁰⁵ *Idem.*

³⁰⁶ *Ibid.*, p. 45430.

³⁰⁷ *Idem.*

³⁰⁸ *Ibid.*, p. 45432.

³⁰⁹ *Ibid.*, p. 45433.

público, de modo que, quando este fosse prejudicado, houvesse espaço para o governo vetar certas resoluções da autoridade monetária.

Em seu substitutivo, Lafer propôs que o Estado não detivesse mais que um terço do capital social e da representação da diretoria do banco. A diretoria proposta contemplava a limitação da influência do governo e a presença dos setores produtivos: das sete cadeiras, duas seriam indicadas pelo Presidente da República, duas adviriam de bancos nacionais, uma de bancos estrangeiros (sem direito a voto), além de outras duas indicadas por associações comerciais, industriais e agrícolas.³¹⁰ Cabe recordar que a ideia de banco central com acionistas privados era relativamente comum naquele momento histórico. Três importantes exemplos eram o Banco da Inglaterra, o *Fed* e o Banco Central da República Argentina, sendo que este último havia sido criado cerca de dois anos antes. O banco central projetado no substitutivo de Lafer era, aliás, muito semelhante ao banco central argentino, de cujo capital social o governo era detentor de um terço e cuja diretoria era composta por membros dos setores bancário, comercial, industrial e agrícola.³¹¹ Conforme discutiremos adiante, com o passar do tempo, o arranjo de bancos centrais com capital social misto seria abandonado por muitos de seus adeptos, sendo afastada inclusive por Lafer nos anos 1940.

O parecer e o substitutivo de Lafer receberam algumas críticas. No *Jornal do Comércio*, por exemplo, em sua coluna *Gazetilha*, que comentava assuntos legislativos, a posição de Lafer foi criticada por “dar um aspecto tumultuário ao debate do anteprojeto de criação do Banco Central de Reservas.”³¹² A iniciativa de apresentar um substitutivo foi considerada inconveniente por esta coluna sobretudo pelo detalhismo (o substitutivo de Lafer tinha 71 artigos, enquanto o anteprojeto de Souza Costa tinha apenas 23) e pelo escopo grande de funções dado ao banco central enquanto propulsor do desenvolvimento dos setores produtivos, o que ocorreria “em detrimento do Banco do Brasil, por cuja solidez todos devem empenhar-se”.³¹³ O *Correio Paulistano*, por sua vez, apontou que alguns dispositivos presentes no projeto de Lafer (sobretudo os de natureza cambial) refletiam problemas transitórios, enquanto o banco central deveria ater-se a princípios que seriam permanentes.³¹⁴

No mês seguinte à leitura do relatório de Lafer, o Estado Novo seria instaurado e, com isso, os mandatos parlamentares foram interrompidos. Lafer voltaria às suas atividades na

³¹⁰ *Ibid.*, pp. 45442-45443.

³¹¹ Argentina (1935, artigos 4º, 5º, 9º e 12º).

³¹² *Jornal do Comércio*, 9 de outubro de 1937, p. 3.

³¹³ *Idem.*

³¹⁴ *Correio Paulistano*, 10 de outubro de 1937, p. 24.

iniciativa privada e só retornaria ao Congresso Nacional quase uma década depois, quando novamente relatou um projeto que propunha a criação do banco central.

3.3.3 A oposição aos lastros e a discussão sobre o papel do Banco do Brasil

Lafer voltaria a relatar um projeto de reforma bancária em seu segundo mandato como deputado federal, durante o governo Dutra. Este relatório, apresentado em agosto de 1948 à Comissão de Finanças da Câmara – cujo presidente era Souza Costa, então deputado –, referia-se ao projeto Correia e Castro. Em agosto de 1949, Lafer publicaria no *Digesto Econômico* um artigo denominado *A política do crédito*,³¹⁵ em que também discute aspectos de bancos centrais e de política monetária. Nestes textos, além de reafirmar uma série de entendimentos já estabelecidos nos anos 1930, como a necessidade de o banco central atuar em favor da produção, Lafer dedica-se a outras questões, como a acomodação das funções do BB e o papel do redesconto no sistema bancário.

Se em 1937 Lafer manifestava algum ceticismo em relação à conveniência da criação do banco central, em 1948, passa a defendê-la enfaticamente, não obstante a sua reiterada interpretação de que o problema do crédito deveria ser solucionado a partir da conjunção de esforços coordenados em diversos setores. Para ele, o projeto Correia e Castro viria ao encontro desta preocupação, já que seria “o melhor sistema de conjunto que até hoje se apresentou no Brasil”.³¹⁶

A proposta do projeto Correia e Castro de criar bancos de crédito especializado é enfaticamente defendida por Lafer em seu relatório. Seu diagnóstico era de que o Brasil vivia no que chama de um “bazar de crédito”, em que “trabalha-se em confusão, sem aparelhamento adequado, nem técnica ajustada”.³¹⁷ Para solucionar este problema, a especialização deveria ir além da própria questão setorial, compreendendo também a natureza e os prazos das transações bancárias, já que “quanto mais especializado o crédito mais perfeito ele é”.³¹⁸ Em uma entrevista, ao ser questionado sobre as críticas aos bancos especializados, segundo as quais estes institutos limitariam a iniciativa particular, Lafer argumentaria que sua defesa deles advinha justamente de sua crença de que “o poder público tem a função supletiva”.³¹⁹ E completa: “já muito esperamos que particulares fundassem bancos rurais, de investimentos,

³¹⁵ Trata-se da transcrição de uma conferência proferida por Lafer em Araxá (MG).

³¹⁶ Lafer (1948, p. 46).

³¹⁷ Lafer (1949, p. 20).

³¹⁸ Lafer (1948, p. 47).

³¹⁹ *Correio da Manhã*, 3 de outubro de 1948, p. 5.

hipotecários etc. E poderá alguém dizer quantos decênios ainda teremos de esperar?”³²⁰ Conforme apresentaremos adiante, um dos maiores críticos destes institutos no parlamento seria o deputado Daniel Faraco.

A defesa da delimitação das funções do BB é um dos elementos mais notáveis do relatório de Lafer. Para ele, eram inconciliáveis as funções de banco central com a atuação comercial do BB, que o colocava nas posições de fiscalizador e fiscalizado, e, em matéria de política de crédito, de orientador e orientado. Para ilustrar este problema, Lafer aponta para o desvirtuamento da política dos depósitos compulsórios estabelecida pela Sumoc. Embora fosse um instrumento clássico de manejo dos meios de pagamento, regulando-os conforme a tendência da atividade econômica, os depósitos “foram recolhidos ao Banco do Brasil, que os utilizou para fazer empréstimos. A medida monetária de congelamento transformou-se, desse modo, em mera transferência de recursos.”³²¹ Ou seja, depositados no BB, os recursos dos encaixes compulsórios inutilizavam os esforços de controlar a moeda e o crédito.

O BB teria se desenvolvido a tal ponto como banco comercial (ele era, cabe lembrar, o maior do país) que convertê-lo em banco central e prescindindo de sua função comercial seria, segundo Lafer, ainda mais prejudicial ao país. Impunha-se, portanto, a criação de uma nova instituição. Lafer mostra-se bastante otimista em relação à estabilidade do BB quando da retirada das funções monetárias que naquele momento cabiam-lhe. Para ele, uma vez “libertado de tantos obstáculos que os Governos lhe impõem”³²² e atuando sob a orientação do banco central, o BB poderia crescer ainda mais em tamanho e influência no mercado bancário. Este ponto é especialmente importante na medida em que, conforme já apresentamos, parte da resistência à criação do banco central geralmente é atribuída a representantes do BB. Lafer argumenta em sentido contrário, apontando que o BB seria “talvez a instituição bancária que mais se aproveite de uma boa reforma do sistema de crédito e da criação de um Banco Central.”³²³

Uma mudança sensível no pensamento de Lafer deu-se no âmbito da relação entre o banco central e o governo. Segundo ele, na ausência do automatismo do padrão-ouro, o “problema monetário passou, assim, a ser um problema eminentemente governamental.”³²⁴ Se

³²⁰ *Idem*. Outro defensor desta ideia no período, e que utilizou argumentos semelhantes aos de Lafer, foi Casimiro Ribeiro. Para ele, os bancos especializados propostos por Correia e Castro eram indispensáveis à economia brasileira, já que os bancos privados nunca seriam capazes de realizar a contento uma “distribuição racional do crédito” com prazos mais alongados e voltada mais para a indústria e agricultura no interior do país (Ribeiro, 1948a, p. 6).

³²¹ Lafer (1948, p. 52).

³²² *Ibid.*, p. 53.

³²³ *Idem*.

³²⁴ *Ibid.*, p. 55.

nos anos 1930 Lafer acreditava ser necessário que o capital social do banco central fosse constituído de modo que o Estado fosse seu acionista minoritário, em seu relatório sobre o projeto Correia e Castro ele reforma esta posição e passa a defender o capital do banco como totalmente estatal.³²⁵ Para Lafer, não tendo finalidade lucrativa e sendo seu objetivo unicamente social, não haveria motivo para participação privada no capital da instituição, a não ser a participação junto ao processo decisório da mesma. Isto, porém, poderia ser resolvido a partir da diretoria do banco, que deve ser constituída para representar o interesse público.

Quanto à composição desta diretoria, observamos uma outra mudança de entendimento de Lafer, que, nos anos 1930, defendeu uma diretoria em que dois de seus sete membros seriam indicados por setores produtivos. A partir das análises de Kisch e Elkin (1928), que tem um capítulo sobre aspectos de governança de bancos centrais,³²⁶ e de De Kock ([1939] 1946), Lafer aponta para os perigos da nomeação de diretores ligados a interesses setoriais, de cujas pressões o processo decisório da autoridade monetária deveria estar livre. Por isso, passa a defender uma diretoria de seis membros – todos indicados pelo Governo: três cadeiras seriam provenientes do setor bancário privado e outras três seriam provenientes dos setores produtivos, mas “sem representar diretamente os grupos” e que “no Banco Central serão representantes da coletividade.”³²⁷ Esta proposta seria um dos tópicos mais sensíveis de seu substitutivo, sendo criticada pelos técnicos da Missão Abbink, como veremos adiante, e, adicionalmente, conforme Braga (2013, p. 74), seria motivo de discussões e emendas ao projeto quando este chegou ao Plenário da Câmara. Lafer ainda se mostrava preocupado em criar dispositivos que dessem à diretoria alguma garantia que a tornasse imune às “injunções fáceis de política”, conferindo assim um grau de estabilidade às decisões deste colegiado.³²⁸

Uma das discussões mais importantes feitas por Lafer em seu relatório é a dos princípios que deveriam nortear as emissões. Para compreender esta discussão, é preciso considerar que Lafer depreende a moeda – e sua difusão via sistema bancário – como um meio para permitir que o país alcance a fronteira de suas possibilidades de produzir, promovendo assim o desenvolvimento ordenado da economia. Dada essa convicção, ele se opõe totalmente à fixação de limites nominais para a emissão ou que limitassem esta à cobertura por ouro, títulos do governo ou letras de câmbio:

³²⁵ Esta é a mesma posição do projeto original e a do relatório do deputado Daniel Faraco.

³²⁶ Cf. Kisch e Elkin (1928, capítulo IV).

³²⁷ Lafer (1948, pp. 59-60).

³²⁸ No substitutivo apresentado, Lafer segue a proposta de Correia e Castro de dar aos diretores do banco mandatos fixos de cinco anos.

É irracional fixar normas para limitar a emissão de “bilhetes”, por meio de regras de cobertura, quer se trate de ouro ou outros ativos. A falta de ouro jamais deve impedir o Banco [Central] de emitir bilhetes que sejam necessários para manter o nível existente dos custos e as atividades econômicas. [...] Desde que ajustada à política geral do Governo, a política monetária de Banco Central, ou por outras palavras, a sua faculdade emissora, deverá ficar limitada apenas ao *optimum* de utilização dos fatores de produção. Se há fatores disponíveis – a política monetária deve pô-los em trabalho.³²⁹

O lastro teria como únicas funções inspirar alguma confiança junto aos agentes internos e, esporadicamente, fazer frente a desequilíbrios da balança de pagamentos. Para ele, a “garantia do papel-moeda que o ouro confere é mais um elemento psicológico do que real.”³³⁰ As emissões conversíveis seriam um dissenso na medida em que só permitiria a disponibilidade de recursos para a criação de riqueza quando já houvesse uma correspondente riqueza *já criada*. Assim, estabelecer qualquer relação exata ou proporcional entre reserva de metais e moeda em circulação seria, para Lafer, inutilizar a política monetária para fins de desenvolvimento econômico.³³¹

É neste sentido que surge uma das discordâncias mais proeminentes entre Lafer e o projeto Correia e Castro, o qual previa que o banco central deveria deter em ouro e cambiais 25% do valor do papel-moeda em circulação.³³² Para este fim, aliás, o projeto propunha a criação de um Fundo de Resgate do Papel-Moeda, o qual estaria autorizado a, se necessário, queimar numerário.³³³ Lafer reage contra essa ideia, afirmando que, se fosse o caso, seria preferível *não criar* o banco central:

A reserva-ouro deve constituir margem de segurança contra as variações dos saldos do balanço de pagamentos. E somente isto. Como garantia do valor interno da moeda e, portanto, a ela submeter-se o *quantum* do meio circulante, seria preferível jamais fundarmos Banco Central, pois que seria pôr em funcionamento um mecanismo gerador de depressões econômicas; seria nos escravizar à finança internacional; seria, em suma, entregar o fruto do trabalho do nosso povo – isto é – a produção nacional, aos controladores do ouro mundial.³³⁴

³²⁹ Lafer (1948, p. 67).

³³⁰ *Ibid.*, p. 112.

³³¹ Esta mesma ideia seria expressa por Casimiro Ribeiro (1948), que argumenta que, embora “as emissões de papel-moeda em nosso país são encaradas como sintoma de cataclismo nacional”, o problema não estaria nas emissões em si, mas sim “em executá-las com critério” (Ribeiro, 1948b, p. 36). Ademais, argumenta que a imposição de limitações à faculdade emissora traria “sérios entraves à boa execução dessa mesma faculdade” (Ribeiro, 1948c, p. 72).

³³² Cf. Art. 11 do projeto Correia e Castro (*Diário do Congresso Nacional*, 25 de junho de 1947, p. 2981).

³³³ Braga (2013, p. 69).

³³⁴ Lafer (1948, p. 74).

Este entendimento reforça, em essência, a ideia de Lafer de que todo e qualquer negócio *legítimo* deve dispor de fundos que o financiem, i.e., a oferta de moeda deve acompanhar o andamento e as necessidades da produção. Neste sentido, Lafer ressalva, porém, que a inexistência de lastros não poderia vir a representar um descontrole da oferta de moeda. Esta última deveria ser ofertada até o “ponto de equilíbrio entre a produção existente e a que precisa ser desenvolvida para a satisfação das necessidades dos indivíduos”,³³⁵ e este equilíbrio não seria alcançado através de regras preestabelecidas, “mas sim de uma constante vigilância e oportunismo na aplicação das providências.”³³⁶ A política monetária, portanto, deveria ser manejada a partir da boa técnica, organização e da observação das necessidades do país.

No Brasil dos anos 1940, onde a questão inflacionária tornava-se cada vez mais problemática, Lafer, em linha com a sua distinção entre *emissionismo* e *inflacionismo*, argumenta que o cerne do problema era justamente a ampliação dos meios de pagamento *sem contrapartidas produtivas*. Destinados, por exemplo, a cobrir déficits do governo ou para a especulação, os recursos da emissão deveriam ter sido empregados para “o financiamento das transações legítimas”.³³⁷ Temos aqui caracterizado o entendimento de Lafer de que vigia no Brasil um regime de *emissionismo improdutivo*. Isto é, o país, não obstante a inexistência prática de lastros, emitia para fins que não se refletiam em incrementos na produção. Assim sendo, não seria o caso de *estancar* as emissões, mas sim de *redirecioná-las*.

Para Lafer, era evidente o “fracasso do redesconto” no Brasil. Ele qualifica, aliás, como “tenaz e brilhante”³³⁸ a defesa que Vergueiro César empreendeu do seu projeto de reforma da Cared em 1935, mas aponta que, mesmo assim, os problemas seguiram. Este fenômeno teria três causas principais: i) sendo o BB o banco concessor, os demais bancos comerciais seriam reticentes em solicitar o redesconto já que não desejariam “desvendar segredos a um banco que é concorrente”;³³⁹ ii) a falta de confiança dos bancos de que disporem de recursos sempre quando necessário; e iii) a cultura equivocada de que recorrer ao redesconto significava “fraqueza financeira” do solicitante.

Sob este arranjo, os bancos brasileiros manteriam coeficientes elevados de encaixes, o que representaria um volume menor de empréstimos e de financiamento de projetos. E apenas o banco central poderia “reabilitar o redesconto entre nós, dando ao crédito a elasticidade que

³³⁵ Lafer (1949, p. 15).

³³⁶ *Idem*.

³³⁷ *Ibid.*, p. 19.

³³⁸ Lafer (1948, p. 68).

³³⁹ *Ibid.*, p. 51.

está exigindo.”³⁴⁰ Lafer (1948, pp. 67-68; 1949, p. 19) corrobora seu entendimento sobre o redesconto através de De Kock, citando-o numa referência de que, historicamente, o redesconto buscou garantir que “nenhuma transação sólida e genuinamente comercial” deveria deixar de ser viabilizada por escassez de recursos junto ao sistema bancário.³⁴¹ Esta concepção sobre o funcionamento deste instrumento tem, como se vê, muita proximidade com a doutrina das duplicatas legítimas.

Há ainda da parte de Lafer a defesa da constituição de um mercado de capitais sólido onde as operações de mercado aberto pudessem ocorrer.³⁴² Neste sentido, afirma que o “Mercado Nacional de Valores Mobiliários é o grande aliado de uma organização perfeita do crédito, talvez seu mais poderoso pulmão”.³⁴³ Adicionalmente, refere-se à experiência exitosa da bolsa paulista, que seria “obra de Abelardo Vergueiro César”, como “um exemplo do que no Brasil, mediante boa orientação, é possível conseguir”.³⁴⁴

Em linhas gerais, o banco central defendido por Lafer no âmbito deste projeto é totalmente estatal e dirigente de um sistema centralizado. O banco deveria dispor das seguintes atribuições: manejar do redesconto de modo a tornar o crédito tão elástico quanto possível; emprestar a bancos em fases de dificuldades e ao governo quando houvesse descompassos temporais entre receita e despesa; atuar no mercado de títulos públicos com o objetivo de sustentar seus valores e de manejar a quantidade de meios de pagamento; garantir o valor da moeda frente a desequilíbrios externos; e gerir a moeda de acordo com as necessidades da produção, prescindindo de lastros de quaisquer natureza.

Embora Lafer tenha se dedicado com afinco ao tema da reforma bancária e da criação do banco central enquanto parlamentar, em seu período como Ministro da Fazenda (1951-1953) não ocorreram avanços desta pauta. Isto foi apontado em *O Observador Econômico e Financeiro*: “Conduzido ao Ministério da Fazenda, o Sr. Horácio Lafer, quando todos acreditavam [que] fosse levar à prática suas ideias concernentes à reforma bancária, fugiu ao esquema que defendia como deputado [...]”³⁴⁵

³⁴⁰ Lafer (1949, p. 19).

³⁴¹ No original, diz De Kock ([1939] 1946, p. 103): “The real object of rediscount by the central bank was that no sound and genuine business transaction should be restricted or abandoned merely on account of a shortage of bank cash, and it was originally considered that, as such transactions would or could ordinarily be represented by bills of exchange, it would be sufficient and appropriate if rediscounting were confined to genuine bills of a total currency corresponding more or less with the time taken to complete the transaction.”

³⁴² Lafer (1948, pp. 95-99).

³⁴³ *Ibid.*, p. 32.

³⁴⁴ *Idem.*

³⁴⁵ *O Observador Econômico e Financeiro*, nº 207, maio de 1953, p. 94

Em uma entrevista dada logo nos primeiros meses enquanto Ministro, Lafer lamentou o trânsito lento do projeto de reforma bancária no Congresso e afirmou que buscava “criar um ambiente de implantação do Banco Central, de que o Brasil é um dos poucos países do mundo a não possuir.”³⁴⁶ Além disso, afirmou que, na ausência do banco central, recorria à Sumoc “como executora, ainda que deficientemente, da obra de unidade na orientação do crédito”.³⁴⁷ De fato, conforme Lago (1982, p. 75), durante sua gestão no Ministério, a Sumoc, sob a direção de Walter Moreira Salles, começaria a desenvolver-se, ganhando um número maior de atribuições.³⁴⁸ Este arranjo, aliás, seria destacado por Bulhões em um artigo de 1951, no qual afirma que a atuação do Conselho da Sumoc demonstrava “que o ministro Horácio Lafer, não obstante as falhas de organização [...], está de fato implantando o ‘Banco Central’ em nosso país.”³⁴⁹

3.3.3.1 As repercussões do relatório

Foi considerável a repercussão do relatório de Lafer ao projeto Correia e Castro junto à opinião pública. Nesta subseção, apontaremos estas repercussões em três diferentes contextos: i) opiniões publicadas em artigos de jornais, ii) no Congresso Nacional pelo deputado Daniel Faraco; e iii) a análise de técnicos da Missão Abbink. A análise desta repercussão pode dar-nos uma compreensão mais clara de quais eram os pontos mais sensíveis do projeto e da argumentação de Lafer.

Algumas repercussões na mídia escrita

Em novembro de 1948, uma análise do relatório de Lafer foi publicada no periódico *O Jornal* pelo economista francês Paul Hugon (1902-1973), professor da Universidade de São Paulo. Hugon, para quem era indubitável “a necessidade urgente de se fazer uma completa reforma na organização bancária do Brasil”,³⁵⁰ argumenta que o relatório de Lafer compreendia bem os problemas e propunha soluções adequadas. Ele também é elogioso à defesa de Lafer dos bancos especializados, já que a “especialização [do crédito], tal como se dá no comércio e na indústria, representa uma garantia de idoneidade.”³⁵¹

³⁴⁶ *A União*, 14 de abril de 1951, p. 6.

³⁴⁷ *Correio da Manhã*, 13 de abril de 1951, p. 12.

³⁴⁸ Dentre as mudanças ocorridas, podemos citar a criação da Assessoria Técnica da Sumoc e a recriação da Inspetoria Geral de Bancos.

³⁴⁹ BULHÕES, O. G. “Política de crédito e Banco Central”. *Correio da Manhã (Economia e Finanças)*, 15 de junho de 1951, p. 21.

³⁵⁰ *O Jornal*, 7 de novembro de 1948, p. 8.

³⁵¹ *Idem*.

Hugon ainda argumenta que era acertada a defesa de Lafer do banco central enquanto sistema estatal e centralizado, já que “em todos os países evoluíram os bancos centrais da multiplicidade para a unidade”.³⁵² Por fim, destaca a defesa feita no relatório de Lafer da expansão do mercado de capitais brasileiro, já que “a melhor organização bancária pouco valeria se paralelamente não existir uma boa organização do mercado de valores mobiliários”.³⁵³ A relevância da atuação do banco central junto a um mercado de capitais desenvolvido também foi enfatizada por Emygdio Pereira³⁵⁴ e Vergueiro César em seus comentários sobre o relatório de Lafer. Para Vergueiro César, este aspecto do relatório era particularmente relevante, já que caberia ao banco central “cuidar da moeda e da movimentação dos títulos de bolsa”.³⁵⁵

Houve quem criticasse a defesa do sistema centralizado. Foi o caso de Orlando de Almeida Prado (1884-1960) que, em uma série de artigos publicados no *Correio Paulistano*, analisou o relatório de Lafer. Para Prado, em linha com o que pensava Vergueiro César (1947), a reforma bancária precisaria considerar “a extensão territorial do Brasil, as condições de vida e trabalho, e as necessidades particulares de cada zona econômica do país”.³⁵⁶ As referidas particularidades imporiam “a adoção de um sistema bancário e emissor moldado no princípio da descentralização”, de modo que necessidades regionais e setoriais específicas fossem atendidas com maior presteza.³⁵⁷ A experiência dos EUA é aqui também resgatada, sendo os aspectos econômicos e territoriais deste país, segundo Prado, “os que mais se assemelham aos do Brasil”.³⁵⁸ Neste sentido, para ele, o conveniente para o Brasil seria um sistema descentralizado, nos moldes do *Fed.*³⁵⁹

Alguns anos depois, em março de 1953, José da Costa Boucinhas (1914-1993), professor do Departamento de Contabilidade da Universidade de São Paulo, em um discurso amplamente coberto pela mídia,³⁶⁰ defendeu que grande parte da resistência para criação do banco central advinha do BB. Resgatando a ideia de Lafer de que o BB seria um dos grandes beneficiados com a criação do banco central, Boucinhas argumentou em sentido contrário, afirmando que “tão decisiva é a resistência passiva da burocracia [do BB], [...] que o atual

³⁵² *Idem.*

³⁵³ *Ibid.*, p. 2.

³⁵⁴ *Correio Paulistano*, 27 de agosto de 1948, p. 12.

³⁵⁵ *Correio Paulistano*, 29 de agosto de 1948, p. 17.

³⁵⁶ *Correio Paulistano*, 11 de setembro de 1948, p. 3.

³⁵⁷ *Idem.*

³⁵⁸ *Correio Paulistano*, 12 de setembro de 1948, p. 6.

³⁵⁹ Prado já havia defendido esta mesma ideia de sistema descentralizado em um artigo publicado em março de 1946 no *Digesto Econômico*. Cf. Prado (1946).

³⁶⁰ Cf. *Diário da Noite*, 19 de março de 1953, p. 3; *Correio Paulistano*, 19 de março de 1953, p. 16; *Correio da Manhã*, 20 de março de 1953, p. 2.

ministro da Fazenda [Horácio Lafer], depois de dois anos de gestão, não tentou executar as ideias expostas no seu parecer.”³⁶¹ De fato, a ideia de Lafer de que o BB teria muito a ganhar com a reforma bancária tinha poucos adeptos.

As críticas de Daniel Faraco

Um dos principais críticos do relatório de Lafer foi o deputado Daniel Agostinho Faraco (1911-2009), que foi relator do projeto Correia e Castro na Comissão de Indústria e Comércio. Bastante próximo das ideias de Gudin e Bulhões³⁶² e definido por Roberto Campos (1994, p. 661) como o “mais tenaz dos proponentes do Banco Central”,³⁶³ Faraco proferiu na Câmara, em setembro de 1948, um longo discurso em que criticava algumas das principais ideias de Lafer.³⁶⁴

O ponto teórico basilar da crítica de Faraco é o da distinção entre “capitais”, entendidos como a parcela não consumida da produção que se destina a produzir novos bens, e “meios de pagamento”, isto é, poder de compra. O sistema bancário, argumenta Faraco, provê apenas os segundos, e não os primeiros: criar poder de compra permite ampliar a aquisição de capital, mas isso supõe a preexistência deste. Com isso, ele endereça sua crítica tanto aos princípios que Lafer compreende que deveriam reger a política monetária quanto à sua defesa dos bancos especializados:

Não se pode pretender dar remédio à falta de capital com a organização de bancos especializados, sobretudo se estesensem obter os fundos necessários recorrendo ao Estado que somente poderia fornecê-los através de métodos inflacionistas. [...] Seria erro imperdoável imaginar que o aumento na oferta de dinheiro corresponde a aumento na oferta de capital.³⁶⁵

Desta forma, segundo Faraco, a ação de um banco central no mercado bancário seria relevante se este aprimorasse a utilização de capitais preexistentes: “Não será, porém, com malabarismos monetários que se poderá substituir o processo normal da formação de capitais”.³⁶⁶ Dados os recursos e a técnica disponíveis, o máximo que o governo poderia fazer é “deslocá-los, pelo crédito, de um setor a outro”.³⁶⁷

³⁶¹ *Correio Paulistano*, 19 de março de 1953, p. 16.

³⁶² Minella (1988, p. 37). Faraco também seria Ministro da Indústria e Comércio durante o governo Castelo Branco, enquanto Bulhões fora Ministro da Fazenda.

³⁶³ Faraco também apresentou outros dois projetos substitutivos de reforma bancária nos anos de 1954 e 1962, os quais foram devidamente analisados por Minella (1988, pp. 37-48)

³⁶⁴ *Diário do Congresso Nacional*, 22 e 23 de setembro de 1948.

³⁶⁵ *Diário do Congresso Nacional*, 22 de setembro de 1948, p. 9110.

³⁶⁶ *Idem*.

³⁶⁷ *Ibid.*, p. 9111.

Para Faraco, a especialização do crédito era, de fato, uma necessidade, mas não a *setorial*, e sim a especialização relativa aos *prazos* das operações, já que “nenhum banco pode conceder crédito em condições diversas daquela em que recebe.”³⁶⁸ Para ele, a especialização nos moldes defendidos por Lafer, que consistia na criação de bancos específicos para diferentes setores, poderia encarecer de tal modo as operações bancárias que tornariam impeditivas as tentativas de ampliar o crédito e o setor bancário no interior do país. Ademais, Faraco argumenta que a compreensão de Lafer do banco central enquanto coordenador do sistema de crédito integrado aos bancos especializados deixava pouca ou nenhuma margem à iniciativa de particulares neste âmbito. Uma vez constituídos, estes bancos dariam ao Estado “inteiro arbítrio na economia nacional, podendo, pelos financiamentos que facilite ou neguem, orientar não só a economia, mas até mesmo, como disse, as atividades políticas.”³⁶⁹

Os argumentos de Faraco, que são mais próximos da linha de defesa do banco central a serviço da estabilização, de que trataremos no próximo capítulo, confluem para a defesa de que a reforma bancária deveria orientar-se para disciplinar e otimizar as operações do setor. Para Faraco, apontar para essa diferença entre os diferentes encaminhamentos da reforma bancária era necessário na medida em que, através dela, seria decidido “se a vida econômica brasileira deve manter-se alicerçada na livre iniciativa, ou se, ao contrário, a responsabilidade primária vai ser transferida para o Estado.”³⁷⁰

Análise dos técnicos da Missão Abbink

A Missão Abbink (1948) debruçou-se sobre diversos assuntos pertinentes à economia brasileira e, como apontamos no capítulo 2, uma de suas principais sugestões foi a criação do banco central. Esta Missão, cujos técnicos brasileiros foram chefiados por Bulhões, tinha entre seus técnicos ocupantes de altos postos no *Federal Reserve System*, como é o caso de Harold V. Roelse, Arthur B. Hersey e Philip J. Glaessner. E um dos trabalhos realizados por estes técnicos foi a análise do projeto e do parecer de Lafer. Este estudo, que foi publicado pela Revista Brasileira de Economia (RBE) no fim de 1948,³⁷¹ tratou especialmente da necessidade de diferenciar os papéis da diretoria do banco central e do Conselho Monetário; de municiar o

³⁶⁸ *Diário do Congresso Nacional*, 23 de setembro de 1948, p. 9181.

³⁶⁹ *Diário do Congresso Nacional*, 22 de setembro de 1948, p. 9111.

³⁷⁰ *Diário do Congresso Nacional*, 23 de setembro de 1948, p. 9181.

³⁷¹ Cf. Comissão Mista (1948). Embora na introdução deste artigo seja dito que a comissão que elaborou este relatório seja a “Comissão Mista Brasil-Estados Unidos”, faz-se a ressalva de que o nome oficial da Missão Abbink é “Comissão Mista Brasileiro Americana de Estudos Econômicos”. Não confundir, portanto, a Missão Abbink (1948) com a Comissão Mista Brasil-Estados Unidos, que ocorreria apenas a partir de 1951.

banco de um conjunto amplo de instrumentos; de considerar detalhadamente a transição das funções do BB para o banco central; e discutir o entendimento de Lafer sobre o redesconto.

Os técnicos argumentam, em referência ao BB, que uma instituição especialmente encarregada de cuidar dos assuntos monetários não poderia conciliar esta atribuição com outras funções, “especialmente quando tais funções são exercidas em concorrência com instituições bancárias privadas e têm finalidade lucrativa.”³⁷² Neste sentido, argumentam que seria necessário considerar de antemão o modo pelo qual se daria a transição das atribuições do BB (que detinha um conjunto considerável de carteiras de crédito) e do TN (que detinha o poder de emissão primária) para o banco central, de modo que isso se desse “sem grandes abalos”.³⁷³ Igualmente importante seria ponderar em que termos (e em que prazos) se daria a transformação do BB num banco comercial, que passaria então a submeter-se ao banco central.

Uma das principais sugestões dos técnicos ao projeto de Lafer é relativa à diretoria do banco. Conforme discutimos, Lafer defende uma diretoria composta por indivíduos indicados pelos setores produtivos. Para os técnicos, este arranjo seria inapropriado, tornando necessário distinguir o que se espera dos âmbitos da diretoria e do Conselho Monetário. Os membros da diretoria deveriam ser eminentemente técnicos e especialistas: “técnicos em operações de câmbio, em operações na Bolsa de Valores, em operações de desconto, em economia, etc.”³⁷⁴ Enquanto isso, no Conselho Monetário haveria espaço para representantes dos diferentes setores e estratos da sociedade, os quais poderiam, através do Conselho, influir nos rumos das políticas do banco central, mas não em sua execução. Ou seja: ao primeiro grupo haveria atribuições de natureza técnica; ao segundo grupo, atribuições de orientação.

Conforme discutimos, Lafer dava especial importância ao redesconto, chegando a propor que os bancos, “desde que apresentem títulos representativos de transações legítimas e garantidas, de prazo e vencimento prefixado”, teriam “assegurado” o redesconto.³⁷⁵ Quanto a isso, uma das sugestões mais enfáticas dos técnicos da Missão Abbink é relativa ao estabelecimento de certas condições *mais específicas* que seriam necessárias para que o redesconto fosse concedido. Estas condições seriam oriundas, sobretudo, da orientação da política de crédito em andamento – ditada pelo Conselho Monetário e executada pelo banco central. Conforme eles argumentam, “é desejável ficar bem claro que o Banco Central *pode*

³⁷² Comissão Mista (1948, p. 148)

³⁷³ *Ibid.*, p. 147.

³⁷⁴ *Ibid.*, p. 138.

³⁷⁵ Lafer (1948, p. 69).

conceder descontos e adiantamentos a bancos comerciais, mas que *não está obrigado a isso.*³⁷⁶

Por fim, os técnicos fazem uma ressalva quanto à necessidade de definir com clareza as funções do banco central a fim de não frustrar o público relativamente àquilo que se poderia esperar desta instituição. Segundo eles, seria importante que os brasileiros não tivessem uma “impressão exagerada” sobre os poderes estabilizadores da instituição: “Isso, mais cedo ou mais tarde, iria, certamente, provocar desapontamentos, perda de confiança no Banco Central e declínio do seu prestígio.”³⁷⁷

3.4 Um olhar geral sobre as ideias apresentadas

Apresentamos neste capítulo a linha de pensamento do banco central como instrumento de amparo à produção a partir das ideias de seus dois principais expoentes, Abelardo Vergueiro César e Horácio Lafer. Conforme argumentamos, esta linha de pensamento compreendia que cabia ao Estado amparar diretamente as forças produtivas do país e que o banco central seria um instrumento indispensável neste processo. Por motivos de diferentes naturezas, de que já tratamos, estes dois autores têm seu pensamento sobre o banco central circunscrito aos anos 1930 e 1940, de modo que suas manifestações motivaram-se sobretudo pelos projetos Souza Costa e Correia e Castro.

Esta é uma linha de pensamento mais heterogênea em termos teóricos do que a aquela de que trataremos no próximo capítulo. Isto porque, embora Vergueiro César e Lafer partilhem do entendimento de que ao banco central caberia apoiar o desenvolvimento produtivo, alguns dos princípios teóricos que embasam esse entendimento comum são diferentes. Através de Lafer, vemos uma compreensão do banco central semelhante àquela predominante no Brasil nos anos 1920, especialmente associada à doutrina das duplicatas legítimas. A partir de Vergueiro César, depreendemos uma posição mais intrincada, que busca associar o fomento ao desenvolvimento com ideias mais tradicionais no âmbito monetário. São, portanto, dois caminhos possíveis para pensar um banco central como instrumento de amparo à produção.

Talvez a principal diferença entre esses dois autores seja, de fato, relativa ao sistema monetário. Enquanto Vergueiro César entendia a necessidade de o sistema dispor de um “centro de gravidade”, i.e., de um lastro a partir do qual os meios de pagamento seriam manejados, dentro de determinada margem de manobra, Lafer era um ferrenho crítico deste arranjo, que chega a qualificar como “irracional”. Na verdade, como vimos, Lafer tem uma concepção sobre

³⁷⁶ Comissão Mista (1948, p. 157). Ênfases nossas.

³⁷⁷ *Ibid.*, p. 149.

o princípio que deveria reger as emissões muito semelhante à doutrina das duplicatas legítimas, já que entende que a oferta de moeda deveria não apenas possibilitar a circulação da produção existente, mas também viabilizar a produção futura. Com isso, baseando-se em De Kock, Lafer manifesta-se favorável ao “redesconto ilimitado” a títulos que tivessem como contrapartida um negócio legítimo.

Observamos também uma divergência entre estes autores nos anos 1930 no que se refere ao apoio ao projeto Souza Costa. Vergueiro César entendia que o banco central era uma instituição que se desenvolveria com o tempo e com a prática, de modo que não seria arrazoado aguardar condições econômicas oportunas para criá-lo. Para ele, condicionar a criação de um banco central no Brasil à realização de amplas reformas prévias seria equivalente a condená-lo a nunca existir. Por sua vez, Lafer, que compreendia o crédito como um problema de conjunto, entendia que o banco central deveria ser a expressão da política financeira. Não estando esta última bem assentada naquele momento e não estando a condição econômica conjuntural favorável, Lafer demonstra algum ceticismo em relação ao projeto. Por isso, como vimos, propôs um substitutivo em que soma à criação do banco central um conjunto de “medidas preliminares ou essenciais”.

No âmbito do projeto Correia e Castro, há também a divergência quanto à centralização ou descentralização do sistema do banco central. Lafer, seguindo o projeto original, manifestou-se pelo sistema centralizado. Enquanto isso, Vergueiro César aponta que, dadas a extensão territorial do Brasil e a diversidade das demandas setoriais, o ideal seria um sistema descentralizado, nos moldes da experiência dos EUA com o *Fed*.

Não obstante estas diferenças, as ideias dos dois autores convergem quando entendem que o crédito público deveria ser tão “elástico” quanto possível, de modo que todo projeto encaminhado pelos setores público ou privado que efetivamente resultasse em incremento na produção deveria dispor de fontes para financiá-lo. Ademais, compreendem que o déficit público era intimamente ligado com a questão inflacionária, mas compreendiam que se tratava de um problema estrutural a ser sanado por medidas que atacassem os “fundamentos” da economia. Em Vergueiro César, depreendemos isso quando afirma que “a seiva da finança pública se encontra na economia nacional”;³⁷⁸ em Lafer, quando expõe sua concepção de que o Brasil vivia no que chamamos de um regime de *emissionismo improdutivo*. Esta compreensão é, aliás, bastante semelhante à manifestada por Roberto Simonsen durante a discussão do projeto Souza Costa. Naquela ocasião, Simonsen afirmou: “É que esses déficits derivam

³⁷⁸ Vergueiro César (1940b, p. 107).

principalmente da nossa pobreza econômica. [...] As nossas maiores emissões não resultam de desmandos financeiros, mas sim, e principalmente, da nossa pobreza econômica.”³⁷⁹

A defesa dos bancos de crédito especializado é também uma marca dos dois autores. Para eles, estes bancos, orientados e coordenados pela política do banco central, tornariam o crédito tão difundido e eficiente quanto possível. Desta forma, a produção, nos diferentes setores e regiões do país, disporia de um mecanismo que a amparasse, e o Brasil, até então um país “semicapitalista”, nas palavras de Lafer, ou “neocapitalista”, nas palavras de Vergueiro César, teria seu desenvolvimento finalmente viabilizado. Como vimos, a criação desses bancos junto do banco central foi criticada por Daniel Faraco e, como veremos no próximo capítulo, seria ainda mais duramente criticada por Gudin e Bulhões.

Outro assunto em que há uma confluência quase total entre os dois autores é relativo à necessidade de se converter o BB em banco comercial. Vergueiro César vê, por exemplo no caso do *Banco de la Nación* da Argentina um exemplo para o Brasil, que deveria continuar a contar com um grande banco público, mas que não dispusesse de funções típicas de banco central. Lafer, aliás, sustenta um ponto de vista segundo o qual o BB seria talvez a instituição bancária que mais se aproveitasse da criação do banco central. Inerente a isso está a concepção dos dois autores a respeito dos motivos pelos quais o redesconto não tinha um funcionamento adequado no país. Isto porque, sendo o BB o executor da política bancária, mas também um banco concorrente, os demais bancos hesitariam antes de recorrer a ele. O banco central seria uma solução para este problema na medida em que não mais seria um banco competidor e também seria o executor da política bancária, o que daria mais segurança à atuação no setor.

Destacamos também as influências intelectuais sobre Lafer e Vergueiro César, o que constitui um caso notável de difusão internacional de ideias econômicas,³⁸⁰ cuja investigação, aliás, pode ser aprofundada em trabalhos futuros. Neste sentido, é possível levantar algumas conjecturas sobre as origens da influência sobre eles de autores franceses e do livro de De Kock ([1939] 1946). Possíveis respostas para essa questão podem estar tanto na formação comum dos autores na Faculdade de Direito do Largo de São Francisco, quanto nos espaços de debate existentes entre eles, como a SBEE. No caso de Vergueiro César, cabe enfatizar o seu esforço de atuar pela tradução, sob patrocínio da SBEE, dos livros de teoria monetária de Baudin (1940) e de história econômica brasileira de Normano ([1935] 1939), que são, como vimos, autores fundamentais para entender o seu pensamento econômico. No caso de Baudin, a tradução foi feita pelo próprio Vergueiro César, e nos dois trabalhos há prefácios de sua autoria. Quanto a

³⁷⁹ *O Observador Econômico e Financeiro*, nº 21, outubro de 1937, p. 114.

³⁸⁰ Para uma discussão sobre o assunto, ver, por exemplo, Cardoso (2009) e Curi (2018, capítulo 2).

isso, há um paralelo com Roberto Simonsen (que, cabe recordar, também era membro da SBEE): conforme Curi (2014, pp. 125-126), Simonsen apoiou, através da CIESP, a tradução de um livro do economista romeno Mihail Manoilescu, em que se baseou para defender ideias protecionistas.

A partir da análise das ideias de Vergueiro César e Lafer, buscamos demonstrar a existência de um pensamento no Brasil do segundo terço do século XX que compreendia a importância do banco central enquanto instrumento de ação do Estado em favor da produção. Este pensamento, embora relativamente heterogêneo em suas bases teóricas, tem no objetivo principal que vislumbra para o banco central o seu elemento unificador. Conforme buscamos evidenciar, este pensamento, que dialogou continuamente com os problemas nacionais a partir de diferentes referenciais, teve influência considerável no debate público quando dos debates sobre o banco central nos anos 1930 e 1940. Apesar disso, a partir dos anos 1950 a pauta do banco central ficou em segundo plano e até mesmo Lafer, que assumiu o Ministério da Fazenda no período, não conseguiu implementá-la. Ao invés disso, foram viabilizados meios mais diretos para desenvolver o crédito nacional, como através da criação do BNDE (1952) e o Banco do Nordeste (1952).

4 Eugênio Gudín e Octávio Bulhões: o banco central a serviço da estabilização (1929-1964)

O presente capítulo dedica-se a estudar o pensamento de Eugênio Gudín e Octávio Bulhões a respeito do banco central. Estes dois autores têm uma afinidade intelectual amplamente reconhecida pela literatura³⁸¹ e tiveram uma participação ativa no debate público a respeito do banco central no segundo terço do século XX, escrevendo sistematicamente sobre o assunto em livros, revistas e artigos de jornal. Além disso, há uma considerável influência dos dois sobre a própria evolução institucional do país, já que ambos exerceram, ao longo de décadas, cargos de grande influência na administração pública brasileira, compreendendo desde funções de assessoramento ou ocupando cadeiras em conselhos públicos até o posto de Ministro da Fazenda (Gudín durante o governo Café Filho e Bulhões no governo Castelo Branco). Outro aspecto de particular importância é o da forte interlocução mantida por Gudín e Bulhões junto a órgãos internacionais: ambos integraram a delegação brasileira na Conferência de Bretton Woods, em 1944, e passaram a ser importantes interlocutores brasileiros junto ao Banco Mundial e ao FMI (Benjamin e Keller, 2010; Keller, 2010). No caso de Bulhões, em particular, sua influência somada à sua constante preocupação com a questão monetária resultou na criação da Sumoc em 1945, enquanto era assistente do Ministro Souza Costa, e, quase duas décadas depois, na criação do BCB, em 1964, quando ele próprio assumiu o Ministério da Fazenda.

As influências teóricas sobre estes dois autores são as mais diversas. De fato, um aspecto importante sobre eles, também identificado por Curado (2020, p. 256) e Cruz e Silva et al. (2020, p. 6), é o de que, não obstante sua adesão a certas ideias liberais, Gudín e Bulhões sempre se valeram de autores e referências de diferentes paradigmas em seus trabalhos. Algumas influências, porém, se destacam, como é o caso de Knut Wicksell, pela ligação entre a economia monetária e a economia real, assim como por sua teoria do investimento;³⁸² John Maynard Keynes, por seu entendimento de que cabe ao Estado agir em tempos de depressão;³⁸³ e Jacob

³⁸¹ Cf. Saretta (2001), Bielschowsky (2004, pp. 37-40) e Curado (2021). Conforme os biógrafos de Gudín: “Por toda sua longa vida, Gudín soube firmar sólidos laços de amizade, mas sua ligação com Bulhões era complementada por uma estreita parceria intelectual.” (Scalécio e Almeida, 2012, p. 88).

³⁸² Em seu depoimento ao CPDOC, Gudín afirma: “Na história do desenvolvimento das ciências econômicas, Wicksell representou um papel de primeira grandeza. [...] Wicksell apresenta um método de se fazer a ligação entre a economia monetária e a economia real. [...] O grande mérito de Wicksell é ter estabelecido esta ligação.” (*O Globo*, 15 de novembro de 1979, p. 36). A teoria do investimento de Wicksell é também enfatizada por Bulhões (1969, pp. 35-36; [1989] 2019, p. 26).

³⁸³ No caso de Gudín, observa-se citações a Keynes já no fim dos anos 1920 (Cf. *O Jornal*, 9 de junho de 1929, p. 4). Ele também afirmou ao CPDOC que “Os ensinamentos dele [de Keynes] ajudaram a combater a Grande Depressão, a maior catástrofe dos tempos modernos.” (*O Globo*, 15 de novembro de 1979, p. 36.) Há relatos no mesmo sentido de Bulhões ([1989] 2019, p. 31). Cruz e Silva et al. (2020) discutem a transmissão de ideias keynesianas no livro *Princípios de Economia Monetária* (1943), de Gudín.

Viner e Gottfried Haberler, que enfatizavam a importância do livre comércio e dos equilíbrios macroeconômicos, em especial no que se refere às variáveis monetárias.³⁸⁴ No caso de Gudin, há uma influência em especial nas discussões sobre banco central: a do economista inglês Sir Ralph George Hawtrey, em cujos escritos ele se baseia para sustentar a sua oposição à criação do banco central em condições não ideais.

Gudin e Bulhões integram e lideram o que chamamos neste trabalho de linha de pensamento do banco central a serviço da estabilização. Como apontamos na introdução, a linha de pensamento é caracterizada pelo que estes autores consideram que um banco central ideal deveria perseguir como seu objetivo principal. No caso de Gudin e Bulhões, este objetivo é o da estabilização dos preços da economia – o que não configura, é claro, um fim em si mesmo. Sendo autores essencialmente liberais – ou “neoliberais”, no termo de Bielschowsky (2004) –, Gudin e Bulhões defendiam o livre funcionamento do sistema de preços como meio de expressão da escassez relativa dos bens e consequente alocação eficiente dos recursos. A missão do banco central seria, portanto, garantir as bases para a atuação e interação das forças de mercado. Essa defesa do livre funcionamento do sistema de preços, que, como veremos, contemplava exceções, por si só já explica os fundamentos da linha de pensamento destes autores a respeito do banco central.

Há outro aspecto, porém, que explicita o antagonismo desta linha de pensamento relativamente à linha defendida por Lafer e Vergueiro César. Trata-se do diagnóstico, feito especialmente por Gudin, de que não haveria no Brasil qualquer tendência sistemática ao desemprego dos fatores de produção – haveria, na verdade, o “hiperemprego” destes.³⁸⁵ Com isso, estes autores argumentam que o principal problema relativo aos fatores de produção não era a sua ociosidade (neste referencial, o pleno emprego é o centro gravitacional da economia), mas sim a sua baixa produtividade. Desta forma, seria desarrazoado defender a criação do banco central para coordenar um sistema de crédito e expandi-lo em favor da produção. Como veremos, em suas manifestações sobre o assunto, Gudin e Bulhões sempre se opuseram a estas teses, em especial quanto à proposta dos bancos de crédito especializado, argumentando, na verdade, que havia no Brasil um problema de *excesso* de crédito.

Há também que se considerar o diagnóstico básico destes autores sobre a inflação. Conforme Boianovsky (2012, p. 283), Gudin e Bulhões são autores monetaristas, de modo que

³⁸⁴ Bulhões ([1989] 2019, p. 29) confirma esta influência. Bielschowsky (2001, p. 93) identifica esta influência sobre Gudin. No mesmo sentido, Faria et al. (2020) apontam, a partir de uma análise de correspondências, para uma influência grande de Viner sobre as ideias de Gudin.

³⁸⁵ Faria et al. (2020) e Bielschowsky (2004, p. 76).

compreendem a inflação como resultante de um excesso de demanda agregada causada por déficits orçamentários e excesso de emissão monetária.³⁸⁶ No caso do Brasil, há uma conhecida relação de dependência entre os déficits públicos e as emissões. Desta forma, para estes dois autores o controle da inflação está, em geral, associado ao controle do crédito e dos gastos do governo.³⁸⁷

Considerando estes aspectos básicos do pensamento destes dois autores – a compreensão sobre a necessidade da expressão do sistema de preços, a identificação da tendência ao pleno emprego e o diagnóstico monetarista da inflação –, ficam caracterizadas as bases teóricas em que se assenta a linha de pensamento do banco central a serviço da estabilização.

A divergência entre Gudin e Bulhões sobre o banco central no início dos anos 1950 concentrou-se na relação entre o governo e o banco central. Esta divergência, que é apenas mencionada por Campos (1994, p. 662, nota 296) e Bielschowsky (2004, p. 40), é considerada aqui em profundidade e à luz da evolução das ideias de Gudin e Bulhões sobre o banco central. Mesmo situando-se na mesma linha de pensamento sobre o banco central, ambos divergiram no prognóstico de se, sob inflação alta e déficit público elevado, o banco central seria bem sucedido na consecução do objetivo de estabilização. Para os dois autores, era claro que, tendo em vista o controle inflacionário, o banco central, enquanto monopolista das emissões, deveria estancar novas emissões. A questão que se colocava era: sendo o governo dependente do financiamento monetário, o banco central teria sucesso nessa missão? Para Gudin, não; para Bulhões, sim. Com o tempo e com as mudanças nas condições econômicas do país, porém, Bulhões mudaria sua posição e passaria a concordar com Gudin.

Quando, ao longo deste capítulo, tratamos da oposição que Gudin e depois Bulhões fizeram à criação do banco central, não estamos, em absoluto, nos referindo a uma rejeição desses autores à *ideia de banco central*. Ao contrário: no pensamento de ambos, essa ideia alcança uma posição de grande importância. A grande questão é a de que, a partir de certo momento, esses autores passam a considerar que, sob condições não ideais (notadamente: inflação elevada e descontrole das contas públicas), um banco central não conseguiria alcançar

³⁸⁶ Barbosa (1983, pp. 69-71) sintetiza a concepção monetarista a respeito do processo inflacionário. Este grupo parte de um conjunto de três suposições fundamentais: i) a estabilidade da função de demanda por moeda; ii) o total controle da oferta de moeda por parte das autoridades monetárias; e iii) a tendência das economias mercado de se encaminharem, via sistema de preços, ao pleno emprego. Sob essas suposições, a determinação dos preços absolutos advém da interação entre oferta e demanda por moeda e inflações elevadas são frutos de expansões não previstas da oferta monetária. Em suma, a inflação é um fenômeno puramente monetário.

³⁸⁷ Conforme aponta Lago (1982, p. 7), para os economistas liberais, “à frente dos quais [estava] Eugênio Gudin, a preocupação primeira da política monetária deveria residir no controle do Setor Público”.

o seu objetivo, i.e., a estabilização, correndo o risco até de converter-se em um instrumento do próprio governo para financiar seus gastos. Desta forma, sob essas condições, seria preferível não criá-lo.

A divergência que existiu entre eles, de que trataremos aqui, não é uma exceção na história da longa colaboração intelectual mantida por Gudin e Bulhões. Exemplos disso são cartas trocadas entre estes autores em 1943 no pré-Bretton Woods em que discutem e discordam sobre aspectos práticos dos Planos Keynes e White.³⁸⁸ Outros exemplos são os frequentes comentários feitos um ao outro sobre certas ideias, como é o caso do tributo monetário defendido por Bulhões, sobre o qual Gudin se manifestou, por vezes também em teor crítico. Havia, portanto, uma abertura grande entre estes autores para discordâncias e debates intelectuais.

Na seção em que trataremos do pensamento de Bulhões, discutiremos uma ideia peculiar defendida por esse autor ao longo de muitos anos em seus escritos sobre o banco central: o tributo monetário. Em síntese, trata-se de um instrumento imaginado por Bulhões através do qual a autoridade monetária poderia, valendo-se de tributos, conter certos focos inflacionários na economia, sem afetar a atividade econômica como um todo. Conforme argumentamos, o estudo desta ideia demonstra não só a capacidade de Bulhões de unir o mundo da teoria econômica com a formulação de política econômica, notada também por Curado (2020), mas também a sua adesão à linha de pensamento do banco central a serviço da estabilização, chegando a prescindir de certos princípios liberais em nome do controle da inflação e da normalização da atividade econômica.

A seguir, trataremos da evolução das ideias de Gudin e Bulhões sobre o banco central no período de 1929 a 1964, enfatizando como estas ideias dialogam com os principais acontecimentos da economia nacional e com os projetos de reforma bancária. Apresentaremos as diferentes fases do pensamento de cada um deles. Embora estejamos cientes de que a evolução do pensamento dos autores é um processo contínuo, de modo que é sempre arriscado organizá-lo em fases, acreditamos que, como os diferentes momentos refletem diferentes opiniões e posicionamentos, a separação destes momentos será útil na apresentação e sistematização das ideias dos autores.

³⁸⁸ Cf. Gudin (s.d.), Bulhões (13 ago. 1943) e Gudin (16 ago. 1943).

4.1 Eugênio Gudín

Eugênio Gudín Filho (1886-1986) foi um dos mais influentes economistas brasileiros da história.³⁸⁹ Bielschowsky (2004, p. 40) define-o como “patrono dos economistas brasileiros”, já que partiu de Gudín boa parte dos esforços para a formalização dos primeiros cursos de graduação em economia do Brasil. Engenheiro de formação, Gudín fez longa carreira no meio empresarial, em especial no ramo da construção, da energia e dos transportes, tendo atuado por décadas como membro de conselhos de empresas. Enquanto acadêmico, foi professor da Faculdade Nacional de Ciências Econômicas da então Universidade do Brasil e fundou um núcleo que posteriormente viria a ser o Instituto Brasileiro de Economia (Ibre). No setor público, antes de ocupar o Ministério da Fazenda (1954-1955), Gudín atuou, ainda nos anos 1930, como membro da Camob e do Conselho Técnico de Economia e Finanças e, a partir dos anos 1950, como representante do Brasil junto ao FMI. Conforme argumentam Cavaliere e Cruz e Silva (2021), a atuação de Gudín nestes cargos foi marcada pela coerência com suas crenças e posicionamentos teóricos.

O pensamento de Gudín sobre o banco central brasileiro apresenta três fases distintas. A primeira delas, que compreende o fim dos anos 1920 e início dos anos 1930, é marcada pela defesa enfática de Gudín da criação do banco central, já que ele via nessa instituição um meio de estabelecer plenamente no país o regime monetário que à época considerava ideal: o padrão-ouro. A segunda fase, que compreende do fim dos anos 1930 até meados dos anos 1940, é marcada por uma defesa cética da criação do banco. Neste momento, Gudín, já tendo abandonado o padrão-ouro, compreende a necessidade de um banco central, mas estabelecendo certas precondições tangíveis, como o equilíbrio fiscal e o controle da inflação. Por fim, a terceira fase, que compreende desde o início dos anos 1950 até a efetiva criação do BCB em 1964, é marcada por uma oposição enfática aos projetos de criação do banco central. Neste terceiro momento, Gudín compreende que era totalmente desarrazoado discutir a questão do banco central e passa a estabelecer certas precondições menos tangíveis, como a elevação do “grau de cultura e de civilização do país”.³⁹⁰ Nas subseções seguintes, apresentaremos e discutiremos cada uma destas fases.

4.1.1 O banco central como garantidor do padrão-ouro

O ano era 1929. Após uma breve experiência com a concessão do monopólio da emissão ao BB entre 1923 e 1926, que terminou com o agravamento da questão inflacionária, o Brasil

³⁸⁹ As informações biográficas são baseadas em Keller (2010) e em Scalécio e Almeida (2012).

³⁹⁰ Gudín (1954, p. 8)

vivia sob um regime de padrão-ouro “na margem” sob os auspícios da Caixa de Estabilização, que viria a colapsar no ano seguinte. O país levaria ainda 35 anos para criar seu banco central, mas esta questão já figurava nas preocupações de Gudin.

Frequente colaborador na mídia escrita, Gudin publicou no diário *O Jornal*, em junho e julho de 1929, uma série de artigos em que se propôs a defender a criação do banco central – na verdade, a conversão do BB neste órgão, tal como havia sido sugerido pela Missão Montagu cinco anos antes. Neste momento, Gudin compreende o banco central como peça chave na consolidação do regime monetário que naquele momento ele defendia: o do padrão-ouro. O contexto da década de 1920, convém recordarmos, era tal que o padrão-ouro integrava o núcleo da ortodoxia monetária, tendo sido referendado pelas já citadas Conferências de Bruxelas e Gênova, e adotado oficialmente por dezenas de países.³⁹¹ Este regime constituía, portanto, o conjunto das melhores práticas internacionais no que se refere ao sistema monetário.

Para Gudin, o regime de moeda conversível tinha duas grandes vantagens. A primeira delas seria a estabilidade dos preços, já que o regime implicaria no “estabelecimento de uma paridade certa dessa moeda com uma mercadoria de valor fixo e invariável”, sendo o ouro a mercadoria “que em mais alto grau possui daquelas características de fixidez e invariabilidade de valor”.³⁹² A segunda vantagem seria a “elasticidade” conferida ao meio circulante, que é a forma pela qual Gudin caracteriza a conhecida pró-ciclicidade do padrão-ouro: em momentos de expansão, em que a demanda por moeda aumenta, o ingresso de ouro no país permite a ampliação do meio circulante, de modo que as necessidades dos negócios são atendidas; em momentos de contração, o meio circulante é igualmente contraído:

O papel moeda inconversível só desaparece pela incineração, ao passo que a quantidade de moeda conversível encontra no Banco Central ou na sua dependência que é a Caixa de Estabilização um reservatório de compensação, como se diria em hidráulica, que lhe permite adaptar-se automaticamente às circunstâncias de cada momento.³⁹³

Como apresentamos no capítulo 2, a adoção ao padrão-ouro pelo país foi parcial já que a conversibilidade se aplicava apenas às notas emitidas pela Caixa de Estabilização, e não às do TN. Não obstante, conforme aponta Fritsch (2015, pp. 65-66), o governo tinha como plano estabelecer a conversibilidade de todas as notas e ainda transferir a emissão ao BB. Boa parte da argumentação de Gudin nestes artigos de 1929 era no sentido de defender o estabelecimento desta conversibilidade plena, definido por ele como o “problema máximo do Brasil” naquele

³⁹¹ Eichengreen (2008).

³⁹² GUDIN, E. “A conversibilidade e o ouro”, *O Jornal*, 29 de junho de 1929, p. 4.

³⁹³ *Idem*.

momento. Isto porque o regime de coexistência de notas inconversíveis e conversíveis fazia, segundo ele, com que estas últimas fossem “em sua maioria avaramente guardadas pelos bancos, que ainda guardam a lembrança do que aconteceu com a Caixa de Conversão.”³⁹⁴ Para Gudin, a solução deste problema passaria por uma discussão ampla a respeito de como o governo poderia adquirir ouro para formar a reserva do vindouro banco central,³⁹⁵ ou ainda, se este deveria constituir sua reserva apenas com ouro físico ou também com cambiais, i.e., títulos equivalentes a ouro nas praças financeiras internacionais.³⁹⁶

Apesar disso, a defesa empreendida por Gudin do padrão-ouro é bastante pragmática na medida em que ele compreende que o estoque do metal não era o elemento fundamental do sistema monetário, mas sim a confiança que a política bancária inspirava junto aos agentes: “Quanto mais confiança há, menos ouro é necessário.”³⁹⁷ Baseando-se em Gustav Cassel, um dos principais porta-vozes do padrão-ouro na década de 1920,³⁹⁸ Gudin aponta que este regime nada mais era que um regime de “padrão papel” orientado por uma “política bancária adequada” em torno de uma certa quantidade de ouro.³⁹⁹ A ênfase de Gudin é justamente nesta *política bancária adequada*, que seria “tanto senão mais necessária à manutenção da conversibilidade do que o ‘stock’ de ouro.”⁴⁰⁰

Gudin argumenta que, naquele momento, a paridade da moeda brasileira com o ouro era devida “menos ao ‘stock’ de ouro da Caixa de Estabilização, cuja ação dinâmica sobre a estabilidade da nossa moeda tem sido quase nula, do que à política bancária que o Banco do Brasil tem procurado seguir.”⁴⁰¹ Com isso, reforça a sua concepção de que uma credenciada política bancária era condição necessária para a estabilidade da moeda e, mais que isso, reafirma a centralidade que atribuía ao BB neste processo.

³⁹⁴ *Idem*. De fato, a Caixa de Estabilização teria, já em 1930, um desfecho bastante semelhante ao da Caixa de Conversão.

³⁹⁵ GUDIN, E. “Como obter ouro”, *O Jornal*, 30 de junho de 1929, p. 4.

³⁹⁶ GUDIN, E. “Ouro ou cambiais?”, *O Jornal*, 6 de julho de 1929, p. 4.

³⁹⁷ GUDIN, E. “A conversibilidade e o ouro”, *O Jornal*, 29 de junho de 1929, p. 4.

³⁹⁸ Kadochnikov (2013).

³⁹⁹ No original, diz Cassel (1923, pp. 104-105, ênfases nossas): “Under normal circumstances the value of the monetary unit in a country possessing a gold standard is kept in a certain parity with gold by aid of the discount rate of the central bank, or, more generally, by its limitation of credit. That gold is made the measure of a fixed value of money is indeed the characteristic of a gold standard. Thus, a gold standard is nothing more than a paper standard which, by aid of a proper bank policy, is kept at a certain fixed ratio to gold. Through a proper limitation of credits, the currency's parity with gold can be broadly maintained. The exact parity can then be assured by strictly upholding the redeemability of the currency in gold coin. For this purpose, the banks, and particularly the central banks, must keep a certain amount of gold in reserve. But no gold reserve in the world can guarantee the redeemability of a currency if a general parity with gold is not maintained through a proper discount policy.”

⁴⁰⁰ GUDIN, E. “A conversibilidade e o ouro”, *O Jornal*, 29 de junho de 1929, p. 4.

⁴⁰¹ *Idem*.

A estabilização da moeda aparece para Gudin como condição necessária à entrada de capitais estrangeiros no país.⁴⁰² Sendo o Brasil, segundo ele, “um país sem disponibilidades acumuladas”, deveria “receber de braços abertos o capital estrangeiro” que viesse aplicar-se em setores que amplificassem o progresso econômico nacional. Para tanto, defende uma “política inteligente de atração de capitais estrangeiros”, que deveria ser antecedida pela estabilização da moeda: “Consolidada que seja, definitivamente, a estabilização de nossa moeda e criado conseqüentemente o fator ‘confiança’, veremos se multiplicarem as entradas de capitais estrangeiros, se os não afugentarmos com espírito de mal entendido nacionalismo.”⁴⁰³

Outro aspecto relevante é a questão da taxa de câmbio que, naquele momento, vinha sendo mantida fixa desde o fim de 1926.⁴⁰⁴ Gudin aponta que existia junto aos brasileiros uma concepção equivocada de que a taxa de câmbio seria diretamente dependente do saldo da balança comercial do país, quando na verdade “o elemento que regula primordialmente a taxa de câmbio é o do poder aquisitivo interno da moeda”.⁴⁰⁵ Este poder aquisitivo, é claro, estaria diretamente relacionado à quantidade de meios de pagamento existentes na economia. A incompreensão das causas fundamentais por detrás dos movimentos do câmbio adviriam, segundo Gudin, da “ausência de qualquer aparelhamento regulador e compensador do crédito, das taxas de descontos e dos meios de pagamento.”⁴⁰⁶ Este cenário, diz Gudin, conferiria à taxa de câmbio um estado de “puro equilíbrio instável” em que “qualquer pequena influência” era capaz de minar a confiança dos agentes na sustentabilidade da paridade: “O mil-réis tem vivido entre nós no maior dos abandonos, sujeito a todos os ataques e sem ninguém que tivesse o aparelhamento para defendê-lo.”⁴⁰⁷ Entre as correntes que defendiam que o câmbio deveria apreciar-se⁴⁰⁸ e outros que defendiam a desvalorização, Gudin defende “a estabilização do valor do mil réis ao nível a que já se tenha adaptado a economia nacional.”⁴⁰⁹ Ele sumaria esta posição em um texto de 1931: “não tenho nenhum fetichismo por câmbio alto ou por câmbio baixo, e sim somente por câmbio *estável*, mas *estável* a uma taxa [...] *a cujo valor já estejam adaptados os preços das coisas ou serviços ou melhor, o índice de custo de vida.*”⁴¹⁰

⁴⁰² GUDIN, E. “A balança comercial”, *O Jornal*, 7 de junho de 1929, p. 2.

⁴⁰³ GUDIN, E. “A ‘balança de pagamentos’ e o capital estrangeiro”, *O Jornal*, 8 de junho de 1929, p. 2.

⁴⁰⁴ Conforme Franco e Lago (2011), a taxa era de 5,9 pence por mil-réis. Trata-se de uma taxa bastante desvalorizada em relação aos 15 pence por mil-réis da Caixa de Conversão e ainda mais desvalorizada relativamente aos 27 pence por mil-réis de meados do século XIX, durante o Império.

⁴⁰⁵ GUDIN, E. “A balança de pagamentos e o câmbio: o mil réis abandonado”, *O Jornal*, 9 de junho de 1929, p. 4.

⁴⁰⁶ *Idem.*

⁴⁰⁷ *Idem.*

⁴⁰⁸ Grupo ao qual Gudin aponta pertenceram o ex-Ministro Leopoldo Bulhões e o deputado Mário Brant.

⁴⁰⁹ GUDIN, E. “A estabilização”, *O Jornal*, 18 de junho de 1929, p. 2.

⁴¹⁰ Gudin (1932, p. 84). Ênfase dele.

É neste contexto que surge a transformação do BB em banco central como solução para a manutenção da taxa de câmbio em um nível compatível com a confiabilidade dos agentes. Esta manutenção estaria diretamente relacionada à expansão ou contração dos meios de pagamento, os quais regulariam, em última análise, as variações do câmbio:

O que urge é estabelecermos em bases sólidas o aparelho regulador, de preferência lidando com moeda conversível, mas em qualquer caso armado dos meios de alargar ou de retrain o crédito, de domínio sobre a quantidade de meios de pagamento e dispondo de bons créditos no exterior. *É claro que este aparelho só pode ser o Banco do Brasil [...]*.⁴¹¹

Como se sabe, a questão inflacionária é uma preocupação frequente no pensamento de Gudin. Já nestes artigos de 1929, ele demonstra inquietação com este tema. Gudin aponta que o problema da inflação – comparada por ele a uma espécie de “morfina” – é que esta dá uma falsa ilusão aos produtores de que seus lucros estão aumentando, o que incentiva uma ampliação da produção que, em geral, não encontra demanda. A este processo estariam associadas crises. Mesmo reconhecendo os problemas externos aos quais a economia brasileira era vulnerável, Gudin aponta que a alta frequência com que o país sofria com crises só poderia ser explicada pelos “repetidos abusos de crédito ou de emissões”,⁴¹² que causavam a inflação. Desta forma, a estabilização exigiria “o estabelecimento em bases sólidas do Banco do Brasil como banco central e aparelho regulador da moeda”,⁴¹³ incorporando a Caixa de Estabilização, constituindo certa reserva para estabelecer o regime de conversibilidade e, acima de tudo, angariando junto ao público a confiança de uma política sólida e contínua.

Não passa despercebido pela análise de Gudin o fato de que o BB, já naquele momento, exercia diversas funções conflitantes com este pretensão papel de banco central em operações de câmbio, de desconto e de empréstimos, ora visando o lucro, ora sendo instrumento do governo. Tomando como referência a experiência do Banco da Inglaterra, que, apesar de ter acionistas privados (e pagar dividendos a eles), atuava como uma instituição “a serviço da Nação”, Gudin aponta que o BB poderia tomar um caminho semelhante. Isto é, o BB poderia seguir como um banco de capital misto, mas que não tivesse em vista atividades típicas de um banco privado:

A função primordial do Banco do Brasil é a de dar ao país uma moeda sã e de poder aquisitivo estável. Em outras palavras, é a sua principal missão evitar, dentro de estreitos limites, a elevação ou a baixa dos preços das mercadorias.

⁴¹¹ GUDIN, E. “A balança de pagamentos e o câmbio: o mil réis abandonado”, *O Jornal*, 9 de junho de 1929, p. 4. Ênfase nossa.

⁴¹² GUDIN, E. “A estabilização”, *O Jornal*, 18 de junho de 1929, p. 2.

⁴¹³ *Idem*.

[...] Para isso é muito conveniente estabelecermos a conversibilidade de nossa moeda em ouro ou em cambiais equivalentes e é indispensável aparelhar o Banco de maneira a que ele possa ter uma ação pronta sobre a quantidade do meio circulante, sobre o regime do crédito e taxas de desconto e ainda que possa dispor de bons créditos no exterior.⁴¹⁴

O BB convertido em banco central imaginado por Gudin teria três funções precípuas. A primeira seria a de ser um banco de emissão capaz de controlar os meios de pagamento, tendo como regra “adaptar a quantidade de meios de pagamento às necessidades usuais do público”.⁴¹⁵ A segunda função seria a de atuar como operador do redesconto, regulando o crédito junto aos bancos nacionais, tornando-o relativamente mais caro ou barato diante dos diferentes cenários. Por fim, a terceira função seria a de atuar junto ao mercado cambial, compensando, a partir das reservas, eventuais distúrbios de curto prazo que pressionassem a taxa de câmbio.

O arranjo proposto por Gudin era de difícil viabilidade – e isto é reconhecido por ele mesmo, que aponta que, até aquele momento, a prática do BB era essencialmente distinta daquela por ele preconizada: “Nos períodos de início de inflação temos visto mais de uma vez, o Banco do Brasil, como os demais bancos, alargarem o crédito malgrado a ascensão dos preços”.⁴¹⁶ Na prática, além de uma mudança de orientação, o BB deveria passar por uma mudança – nas palavras de Gudin, um “saneamento” – na composição de sua carteira comercial, “sem o que é inútil pensar em aparelhá-lo como verdadeiro banco central.”⁴¹⁷ Isto porque, dado o objetivo da autoridade monetária de manejar os meios de pagamento tendo em vista oferecer ao país uma “moeda sã e estável”, não poderia ser sua carteira composta por “títulos a prazo longo, indefinido ou de papéis de duvidosa realização”, sendo necessário substituí-los por “títulos de rápida e segura liquidação, ainda que tal orientação apareça menos lucrativa do que a atualmente adotada.”⁴¹⁸ Outra dificuldade levantada por Gudin é que, embora considerasse que o banco central deveria guiar-se pela estabilização dos níveis de preços, naquele momento sequer existiam no Brasil índices de preço a serem acompanhados.

⁴¹⁴ GUDIN, E. “A função primordial do Banco do Brasil (I)”, *O Jornal*, 22 de junho de 1929, p. 4. É digno de nota que Gudin não via, naquele momento, problemas em o banco central realizar operações junto ao público, argumentando que “a função essencial do redesconto não exclui a de desconto. É até vantagem que o Banco guarde contato direto com o público para melhor impor as suas diretrizes aos outros bancos” (*Idem*). Como nota Franco (2017, p. 325), no próprio Relatório Niemeyer, publicado dois anos depois, há a sugestão de que o banco central brasileiro preservasse certas operações comerciais. Cabe aqui dizer que, com o tempo e com a evolução das experiências de banco central no mundo, seria cada vez mais consensual que o banco central deveria evitar qualquer tipo de operação direta com o público, limitando-se a atuar junto ao governo e aos bancos.

⁴¹⁵ GUDIN, E. “Meios de pagamento e conversibilidade”, *O Jornal*, 7 de julho de 1929, p. 2.

⁴¹⁶ GUDIN, E. “A função primordial do Banco do Brasil (I)”, *O Jornal*, 22 de junho de 1929, p. 4.

⁴¹⁷ GUDIN, E. “A função primordial do Banco do Brasil (II)”, *O Jornal*, 25 de junho de 1929, p. 2.

⁴¹⁸ *Idem*.

No período imediatamente posterior à publicação desta série de artigos de Gudin, a cena econômica brasileira evoluiria de forma bastante peculiar. Diante de diversas dificuldades que se imporiam internamente, como os problemas do setor cafeeiro, e externamente, com um ingresso cada vez menor de capitais estrangeiros, o padrão-ouro tornou-se cada vez mais insustentável. Mesmo após insistência do governo brasileiro em manter o regime ao longo de 1930, após a revolução que levaria Vargas ao poder, a Caixa de Estabilização seria fechada e o padrão-ouro, abandonado.

No início dos anos 1930, após o fechamento da Caixa, Gudin voltaria a tratar do banco central – desta feita motivado principalmente pela questão cambial. Para ele, a volatilidade da taxa de câmbio era devida à ausência de mecanismos capazes (ou de uma organização incumbida) de atenuar os efeitos de curto prazo das transações comerciais do país com o resto do mundo, tal como era feito em outros países. Estes últimos, é claro, dispunham de um banco central para atuar em favor da estabilização:

Enquanto não tivermos também Banco Central organizado, continuaremos sempre assim, com flutuações constantes e diárias da taxa de câmbio, ao sabor da tendência de cada momento da balança de pagamentos. [...] A função primordial dos bancos centrais é justamente a de compensar esses desequilíbrios da balança de pagamentos, anulando praticamente os seus efeitos sobre o câmbio e dando, por conseguinte, ao país esta coisa inestimável que é a estabilização da moeda.⁴¹⁹

Se antes a paridade era o que Gudin chamava de um “equilíbrio instável”, naquele momento o equilíbrio sequer existia. Para ele, a moeda nacional estaria tão distante do ideal que os agentes já teriam se acostumado à instabilidade. Deste modo, convencê-los da importância da criação de um banco central, “mecanismo indispensável à estabilização da moeda”,⁴²⁰ era difícil: “Custa [...] meter-se isso na cabeça de quem sempre viveu em país de moeda abandonada, como o nosso”.⁴²¹ Neste momento, porém, seguindo o que chama de “moldes primorosos indicados por *Sir Otto Niemeyer*”,⁴²² Gudin passa a argumentar em favor da criação de um banco central apartado e independente do BB. Niemeyer, cabe recordar, propõe em seu relatório que “a função primordial do Banco de Reserva será de assegurar a *manutenção da estabilidade da moeda*”.⁴²³ Fiando-se na análise de Niemeyer, Gudin aponta para “a impossibilidade de confiar as funções de banco da moeda à atual organização do Banco

⁴¹⁹ Gudin (1932, p. 102).

⁴²⁰ *Ibid.*, p. 79.

⁴²¹ *Ibid.*, p. 102.

⁴²² *Ibid.*, p. 105.

⁴²³ Niemeyer (1931, p. 26). Ênfase nossa.

do Brasil”,⁴²⁴ dado o avanço deste banco em atividades típicas de um banco comercial e de desenvolvimento.

Gudin teve uma divergência em relação ao Relatório Niemeyer, também notada por Gambi (2020, p. 214), sobre a conveniência do estabelecimento imediato da conversibilidade da moeda. Embora aponte para a importância de o país estabelecer uma taxa de câmbio que pudesse conservar, Niemeyer aponta em seu relatório que seria “muito de desejar uma pronta fixação da taxa”, já que a demora em fazê-lo exporia “toda a comunidade a incertezas e riscos.”⁴²⁵ Gudin, embora favorável à conversibilidade, aponta para o fato de que o Brasil vivia, naquele contexto do início dos anos 1930, circunstâncias totalmente extraordinárias “com a conjunção das lutas políticas, da revolução e da derrocada do café.”⁴²⁶ Desta forma, seria pouco recomendável estabelecer o novo regime em um momento de turbulência, tal como sugeria Niemeyer. O aspecto fundamental desta divergência repousava no diagnóstico de Gudin de que era necessário esperar a situação do país voltar a certa normalidade para que os preços do país se adaptassem a uma taxa de câmbio e só então fixá-la.

Interessado no Relatório Niemeyer, Gudin realizou uma pequena entrevista com o banqueiro inglês, que seria publicada pelos jornais em agosto de 1931, com perguntas acerca de aspectos práticos de suas propostas. Dentre os temas abordados por Gudin estavam: a participação do governo na diretoria do banco central, a operacionalização de instrumentos monetários e o papel do banco central enquanto “banqueiro do governo”. Em suas respostas, Niemeyer alertou para os “perigos” da influência política no banco central e enfatizou que “a representação do Governo na Diretoria do Banco privaria o novo instituto da possibilidade de obter a confiança geral, que é essencial para o seu sucesso.”⁴²⁷ Adicionalmente, chamou a atenção para a necessidade de se constituir um mercado de capitais capaz de ensejar as operações de mercado aberto, para que o banco central pudesse “intervir no mercado de dinheiro.”⁴²⁸ Niemeyer ainda aponta que eram “inteiramente absurdos” os receios de que a função do banco central de “banqueiro do governo” fora sugerida para garantir o pagamento dos juros dos empréstimos externos: na verdade, este expediente viria para “simplificar a máquina financeira do Governo e para dar ao país a organização financeira que provou ser, em outros países, a mais rápida e a mais econômica.”⁴²⁹

⁴²⁴ Gudin (1932, p. 79).

⁴²⁵ Niemeyer (1931, p. 30).

⁴²⁶ Gudin (1932, p. 80).

⁴²⁷ Niemeyer *apud* Gudin (1932, p. 90)

⁴²⁸ *Ibid.*, p. 93.

⁴²⁹ *Ibid.*, p. 97.

Como apresentamos no capítulo 2, as recomendações de Niemeyer não foram acatadas pelo governo brasileiro e as discussões sobre o banco central arrefeceram. O tema voltou à tona em 1937, com o projeto Souza Costa, mas não encontramos qualquer registro de manifestação de Gudin sobre este projeto. Acreditamos que isto possa ser explicado pelo fato de que Gudin, conforme relatado por ele próprio,⁴³⁰ passou boa parte do ano de 1937 na Europa, voltando apenas no fim do referido ano, quando o Estado Novo já havia sido instaurado, o Congresso estava fechado e, conseqüentemente, a tramitação do projeto estava extinta.

Em síntese, temos que, nesta primeira fase, o pensamento de Gudin sobre o banco central é estritamente associado ao estabelecimento do padrão-ouro no país e enfaticamente favorável à criação deste banco. Em um primeiro momento (1929), ele entende que essa instituição deveria ser o próprio BB, mas, depois, seguindo Niemeyer (1931), passa a defender a criação de uma nova instituição. Neste momento, o banco central é visto por Gudin não só como implementador e garantidor do padrão-ouro, mas também, e principalmente, como executor de uma política bancária credenciada, que inspirasse confiança junto aos agentes. Em suma, Gudin via, naquele momento, o banco central como uma espécie de solução ao “país de moeda abandonada”.

4.1.2 O estabelecimento de precondições

Gudin voltou a manifestar-se relativamente ao assunto da autoridade monetária em uma publicação de 1939 intitulada *Ensaio sobre as bases de nossa futura estrutura monetária e bancária*.⁴³¹ Embora não tenhamos encontrado a íntegra desta publicação, podemos ter uma boa noção das ideias nela presentes através da reprodução de excertos e de sua repercussão em alguns jornais. Nesta publicação, Gudin, passa a reconsiderar a questão do banco central sob sua nova convicção contrária à vigência do padrão-ouro. Neste sentido, é importante recordar que inúmeros países – liderados pela própria Inglaterra em 1931 – de fato abandonaram a moeda conversível.

Refletindo o novo cenário, Gudin afirma ter “graves dúvidas sobre a conveniência do retorno ao antigo regime da conversibilidade-ouro”, já que não era possível “admitir que o bem estar econômico e social da humanidade fique eternamente na dependência de se achar ou não, em quantidade suficiente, um determinado minério nas entranhas da terra.”⁴³² Desta forma, argumenta que a política monetária deveria orientar-se pela estabilidade dos preços, mas sem

⁴³⁰ *O Globo*, 10 de novembro de 1979, p. 34.

⁴³¹ Além do tema principal, a publicação incluía outros dois artigos: “Câmbio e café” e “Economia da inflação”.

⁴³² “A nossa futura estrutura monetária”, *Gazeta de Notícias*, 8 de janeiro de 1939, p. 7.

qualquer conversibilidade preestabelecida, que, segundo ele, acarretava uma série de repercussões negativas à economia. Para fazer frente às movimentações de curto prazo oriundas de problemas externos, Gudin propõe a constituição de um fundo de compensações capaz de sustentar a política de estabilização: “No dia em que tivermos acumulado um fundo-ouro apreciável, podemos pô-lo a funcionar sob a direção hábil e prudente do banco central, *cujas principal função será a de manter uma relativa estabilidade de nossa moeda.*”⁴³³ Vê-se, portanto, que mesmo prescindindo da ideia da conversibilidade, Gudin mantém-se convicto de que a missão do banco central no Brasil é a garantia da estabilização.

Neste texto, Gudin, antes de considerar a experiência brasileira, apresenta um estudo sobre alguns dos principais sistemas de banco central do mundo, notadamente o Banco da Inglaterra, Banco da França e o *Fed*, ressaltando os respectivos funcionamentos dos mercados monetário e de descontos destes países.⁴³⁴ Considerando as peculiaridades e a própria incipiência do sistema bancário brasileiro, Gudin aponta para a impossibilidade de realização das operações de mercado aberto no país, haja vista que, naquele momento, inexistia um mercado monetário devidamente constituído.⁴³⁵ Dadas as semelhanças de conteúdo, podemos conjecturar que este texto de 1939 seria uma versão preliminar do vindouro livro *Princípios de Economia Monetária*, cuja primeira edição seria lançada quatro anos depois, em 1943.⁴³⁶

Em meados dos anos 1940, Gudin protagonizou, junto de Roberto Simonsen, a conhecida “controvérsia do planejamento econômico”, que expôs uma divergência fundamental – presente até hoje em alguma medida no debate econômico brasileiro – entre liberais e desenvolvimentistas acerca de como (e se) a industrialização deve ocorrer e qual é o papel do Estado neste processo.⁴³⁷ Um breve prenúncio do debate entre estes dois autores deu-se durante o I Congresso Brasileiro de Economia (CBE), evento realizado por iniciativa da Associação Comercial do Rio de Janeiro no fim de 1943, que contou com a presença de figuras destacadas da economia brasileira. Com uma proposta de discussão plural acerca dos problemas da realidade econômica nacional, o CBE foi constituído por diversas comissões que se debruçaram sobre as mais diversas áreas e tinham por objetivo tecer propostas e recomendações de política econômica ao governo Vargas. Gudin presidiu a Comissão de Moeda e Bancos, enquanto Simonsen presidiu a Comissão de Produção Agrícola e Industrial.⁴³⁸

⁴³³ *Idem*. Ênfase nossa.

⁴³⁴ “Estrutura monetária e bancária”, *Jornal do Brasil*, 25 de janeiro de 1939, p. 15.

⁴³⁵ “O melhor trabalho sobre finança escrito no Brasil nestes últimos dez anos”, *O Jornal*, 27 de janeiro de 1939, p. 4.

⁴³⁶ Cf. Gudin (1965a, capítulo XVIII).

⁴³⁷ Uma análise recente desta controvérsia foi feita por Lara Resende (2017, capítulo 1).

⁴³⁸ Congresso Brasileiro de Economia (1944).

Da participação de Gudin no CBE, podemos depreender que sua concepção sobre o banco central passa a depender do estabelecimento de certas precondições. A comissão presidida por Gudin, da qual Bulhões também fazia parte, fez recomendações sobre crédito agrícola, combate à inflação, política monetária e banco central. Em relação a este último, a comissão disse entender “a necessidade de uma organização bancária central, capaz de orientar e de dar execução à política monetária e de crédito apropriada à vida econômica da nação”.⁴³⁹ Sugeriu também algumas “bases e princípios” que o banco central deveria seguir, como “ser o banco dos bancos, com os quais não deverá concorrer”, “ser o único banco emissor e o banqueiro do governo” e “distribuir e orientar o crédito no sentido quantitativo e seletivo”, entre outros.⁴⁴⁰ Adicionalmente, a comissão sugeriu que, enquanto não se instituísse o banco central, era recomendável que se criasse “um organismo destinado a orientar e dirigir, temporariamente, a política monetária e de crédito e a preparar os elementos de organização do banco central”⁴⁴¹ – descrição bastante semelhante à ideia da vindoura Sumoc.

Em sua análise do CBE, Aquino (2010) aponta que dois temas ensejaram debate entre Gudin e Simonsen nesta oportunidade: inflação e banco central. Simonsen, que é um autor que sempre se colocava ao lado da produção, como discutimos no início do capítulo 3, embora anuísse com a criação do banco central, discordava de Gudin em relação a algumas de suas finalidades. Para Simonsen, o banco central deveria atuar em favor da canalização de recursos para certos setores,⁴⁴² chegando a apresentar uma emenda em que sugeria que o Banco Central utilizasse as reservas nele depositadas “na produção e na valorização do trabalho humano”.⁴⁴³ Gudin, por sua vez, rejeitou a ideia: “O Banco Central tem como principal função [...] regular a política monetária no sentido mais conveniente à economia nacional. Esse problema da produção e valorização do trabalho humano não é do âmbito, da posição do Banco Central.”⁴⁴⁴ Com isso, Gudin reafirma seu entendimento de que não caberia à autoridade monetária atuar diretamente em favor da produção.

No ano seguinte, em 1944, Gudin participou da Conferência de Bretton Woods junto de Bulhões e também iniciou a sua controvérsia pública com Simonsen, que seguiu até o ano seguinte. Não pretendemos aqui, em absoluto, tratar desta controvérsia, mas apenas valermo-

⁴³⁹ *Jornal do Comércio*, 14 de dezembro de 1943, p. 3.

⁴⁴⁰ Congresso Brasileiro de Economia (1944, p. 134).

⁴⁴¹ *Idem*.

⁴⁴² Aquino (2010, pp. 80-81).

⁴⁴³ Congresso Brasileiro de Economia (1944, p. 422).

⁴⁴⁴ *Ibid.*, pp. 424-425.

nos de alguns excertos dela para demonstrar em que termos Gudin compreendia a criação do banco central neste contexto.

O relatório *Rumos de política econômica* foi a primeira incursão de Gudin neste debate e constituiu uma resposta a um parecer escrito por Simonsen. Este texto de Gudin foi publicado em março de 1945 – portanto no mês seguinte à criação da Sumoc. Em sua discussão sobre o problema inflacionário, que vinha se agravando, Gudin associa a Sumoc e o futuro banco central às medidas que considerava mais urgentes. Dentre estas, ele menciona:

b) restrição e controle pelo Banco Central (cujo embrião parece ser a recente Superintendência da Moeda e do Crédito) [tanto] da quantidade como do destino do crédito; [...] d) obrigação para todos os bancos de manter, no Banco Central, reservas proporcionais a seus depósitos, em percentagens variáveis com a conjuntura (também recentemente adotada no decreto que criou a Superintendência da Moeda e do Crédito);⁴⁴⁵

Gudin argumenta que medidas desta natureza receberiam “forte oposição dos que, consciente ou inconscientemente, tão largamente se beneficiam da inflação”⁴⁴⁶, mas que seria necessário colocá-las em prática. Gudin também defende a necessidade de se realizar uma política de crédito seletivo “sob a regência do Banco Central”,⁴⁴⁷ no sentido de melhor encaminhar o crédito para setores que ampliem a capacidade produtiva da economia, e não a “setores inflacionados ou de aplicações improdutivas”.⁴⁴⁸ Esta posição, aliás, tal como discutiremos na subseção 4.2.3, dialoga diretamente com as discussões que Bulhões empreendeu no início dos anos 1940 sobre políticas de crédito seletivo, que resultariam em sua ideia do tributo monetário.

Vê-se, portanto, que Gudin reafirma a sua compreensão de que o banco central é uma peça importante do aparato institucional brasileiro. Apesar disso, passa a ser menor sua convicção de que era conveniente criar o banco central naquele momento histórico e sob aquela conjuntura. Há aqui um passo importante para a caracterização desta segunda fase do pensamento de Gudin sobre o banco central, que é marcada pelo estabelecimento de precondições. Quando sistematiza as conclusões de seu relatório, Gudin dedica um tópico específico à questão do banco central e apresenta uma concepção final que nos parece bastante elucidativa:

⁴⁴⁵ Gudin ([1945] 2010, p. 87).

⁴⁴⁶ *Idem.*

⁴⁴⁷ *Ibid.*, p. 110.

⁴⁴⁸ *Idem.*

Recomenda-se que, uma vez dominada a atual inflação, regularizada a situação monetária e restabelecidas a normalidade do comércio internacional e a paridade das taxas cambiais com o poder de compra da unidade monetária nacional, seja criado o Banco Central.⁴⁴⁹

Ou seja, embora reiteradamente reconheça a importância do banco central, Gudin não apresenta a criação deste órgão como um instrumento para alcançar certos fins que julga desejáveis, tais como o controle da inflação, a regularização monetária e a resolução da questão cambial. Ao contrário, Gudin apresenta a solução destas questões como *precondição* para a criação do banco central. Embora não apresente em detalhes seus argumentos neste trabalho (que, aliás, não trata, em absoluto, apenas da questão do banco central), depreendemos que Gudin começa desenvolver uma posição sobre banco central que, como veremos, será duradoura. Esta posição compreende que os objetivos do banco central só poderiam ser devidamente alcançados em um ambiente econômico em que problemas, como a própria inflação, já estivessem sanados.

No fim de 1946, uma versão preliminar do vindouro projeto Correia e Castro, que no ano seguinte seria enviado ao Congresso, já circulava na imprensa e entre entidades da sociedade civil. Mesmo nesta fase inicial, por conta desse posicionamento que mencionamos acima, Gudin já se voltava para o projeto com algumas ressalvas, argumentando não ser uma providência de alta prioridade. Ele se dedicaria mais detidamente ao projeto de reforma bancária alguns anos depois, já em franca oposição a ele, o que será nosso objeto de análise na subseção seguinte. Apresentaremos aqui a uma manifestação de Gudin em dezembro de 1946 sobre um elemento basilar do projeto Correia e Castro, que figura no centro da linha de pensamento do banco central como instrumento de amparo à produção: a proposta de que o banco central deveria ser criado junto de bancos especializados.

A oposição que Gudin faz à criação desses bancos fica mais clara quando resgatamos a sua compreensão a respeito do “hiperemprego” dos fatores de produção – conceito do qual, aliás, ele se valeu em *Rumos de política econômica*.⁴⁵⁰ O argumento central de Gudin neste contexto é o de que, se a reforma bancária tinha como um de seus objetivos criar condições para o controle da inflação, ela não lograria este objetivo se o condicionante para a criação do banco central fosse o estabelecimento dos bancos especializados. Isto porque estes teriam o objetivo de fomentar o crédito, o que Gudin considerava totalmente inoportuno àquela altura:

Será neste momento oportuna a criação de aparelhos para provisão de crédito?
Não me parece [...], porque na situação de catastrófica inflação em que nos

⁴⁴⁹ *Ibid.*, p. 126.

⁴⁵⁰ Cf. Gudin ([1945] 2010, p. 93).

debate, qualquer nova facilidade de crédito só contribuiria para agravar a conjuntura de muito mais do que pleno emprego dos fatores de produção em que nos achamos.⁴⁵¹

O fomento e a difusão do crédito especializado representariam uma ampliação da demanda por fatores de produção, o que resultaria em uma pressão ainda maior sobre os preços. Em uma alusão à ideia de que a produção sempre deveria dispor de fontes de financiamento, Gudin assevera: “A teoria de que o crédito não deve faltar ‘às necessidades dos negócios’ é tão simplória como perigosa, porque essas ‘necessidades dos negócios’ não tem fim.”⁴⁵² Trata-se, é claro, de uma crítica direta de Gudin aos fundamentos da linha de pensamento do banco central (e do sistema de crédito por ele dirigido) a serviço da produção, defendida por Vergueiro César e Lafer.

Embora manifeste esta discordância em relação ao projeto Correia e Castro, Gudin parece conceder o benefício da dúvida, argumentando que o projeto tinha “muita coisa boa” e que, caso passasse por uma revisão, poderia “servir de base para uma boa lei”.⁴⁵³ Conforme veremos a seguir, porém, após a apresentação do projeto e da sua tramitação no Congresso, o posicionamento de Gudin mudaria sensivelmente.

Esta segunda fase do pensamento de Gudin sobre o banco central, em que ele empreende uma espécie de defesa cética do banco, é marcada sobretudo pelo estabelecimento de precondições tangíveis à criação deste. A fase pode ser caracterizada por dois aspectos em especial: i) a afirmação da importância de um banco central no aparato institucional brasileiro, tendo em vista a consecução de seu objetivo principal, que é a estabilização da moeda; e ii) o início de sua compreensão de que o banco central não seria ele próprio uma solução para o problema inflacionário, sendo necessário resolver este problema para que o banco tivesse plenas condições de atuar. Como veremos, a terceira fase, que discutiremos a seguir, é marcada por uma grande ênfase ao segundo aspecto, ao qual se somarão certas condições intangíveis.

4.1.3 A oposição enfática

Logo no início da década de 1950, os textos de Gudin passam a refletir uma oposição veementemente contrária à criação do banco central no Brasil. Esta oposição deve-se, como veremos nesta subseção, sobretudo ao descontrole inflacionário, ao desequilíbrio das contas públicas e à descrença de Gudin quanto à capacidade de um banco central de atuar, sob estas

⁴⁵¹ “Opina o sr. Eugênio Gudin sobre a iniciativa do ministro Corrêa e Castro”, *O Jornal*, 9 dezembro de 1946, p. 1 (2ª seção).

⁴⁵² *Idem*.

⁴⁵³ *Ibid.*, p. 2.

condições, em favor da estabilização. Não deixa de ser notável que o início da oposição enfática de Gudin à criação do banco central na década de 1950 coincida com o apogeu das ideias desenvolvimentistas, que tiveram especial influência durante governos de Getúlio Vargas e de Juscelino Kubitschek, aos quais Gudin fez forte oposição.

Em abril de 1950, Gudin publicou no *Digesto Econômico*, importante periódico editado pela Associação Comercial de São Paulo, um artigo denominado *A reforma bancária e o problema do crédito*.⁴⁵⁴ Desta vez, Gudin reconsidera o projeto Correia e Castro, que ainda tramitava no Congresso Nacional, e tem sobre ele uma perspectiva bem mais crítica do que aquela de 1946. Este artigo é importante porque, além de ser um marco nesta terceira fase do pensamento de Gudin sobre o banco central, ele foi diretamente respondido por Bulhões em *À Margem de um Relatório*, de modo que é um marco desta divergência entre os dois autores, como discutiremos na subseção 4.2.1.⁴⁵⁵

A partir deste momento, Gudin passa a expressar o entendimento de que o projeto não tinha como objetivo acabar com a inflação, ou ainda que, mesmo que este fosse o objetivo, fazê-lo seria impossível. Isto porque um banco central que tivesse compromisso com a estabilização da moeda deveria imediatamente estancar as emissões – o que, naquele momento, seria inexecutável, haja vista a forte dependência que o TN tinha do financiamento monetário: “como será possível ao banco central ‘regular a quantidade de meios de pagamento’ se o Governo Federal parece não poder viver sem emitir [...]?”⁴⁵⁶ Sob este arranjo, diz Gudin, seria imediata uma “colisão” entre o banco central e o governo, sendo que o primeiro seria o lado mais fraco da disputa. Assim sendo, resolver o problema orçamentário e pôr termo à dependência das emissões seriam precondições para a criação do banco central.

Manifesta-se aqui uma preocupação de Gudin com a possibilidade de criar o banco central sob condições não ideais e “desmoralizá-lo de início, fazendo-o emitir para o governo e para os salários”.⁴⁵⁷ Para corroborar seu entendimento, Gudin vale-se da argumentação de Sir Ralph George Hawtrey, economista da Universidade de Cambridge e autor de *The Art of Central Banking* (1932). De fato, em seu livro, Hawtrey argumenta que, embora a criação de um “banco central independente” fosse frequentemente recomendada como uma espécie de escudo contra a inflação, havia pouca ou nenhuma evidência quanto a isso *até aquele momento*.

⁴⁵⁴ O artigo é a transcrição de uma conferência proferida por Gudin no Centro Acadêmico Horácio Berlinck, da Faculdade de Ciências Econômicas de São Paulo, em 14 de abril de 1950. O mesmo artigo foi publicado no *Jornal do Comércio*, 23 de abril de 1950, p. 3.

⁴⁵⁵ O artigo também seria criticado pelo deputado paulista Carmelo D’Agostino em um artigo de jornal (“Contradições”, *O Jornal*, 12 de maio de 1950, p. 4).

⁴⁵⁶ Gudin (1950, p. 18).

⁴⁵⁷ *Idem*.

Isto porque situações de inflação elevada quase sempre eram oriundas de descontrole fiscal, que configuravam cenários nos quais os bancos centrais dificilmente eram capazes de resistir a pressões.⁴⁵⁸ Esta constatação se baseia, é claro, na observação da experiência com os bancos centrais até os anos 1930.

Um aspecto importante discutido por Gudin e que seria recuperado por Bulhões (1950) é o da “racionalização” do financiamento do governo, i.e., a forma pela qual o TN prescindisse das emissões e passasse a financiar sua despesa corrente via impostos e seus investimentos via títulos de dívida (captação de poupança interna). Para Gudin, uma combinação de fatores institucionais (entre os quais não podemos deixar de mencionar a Lei da Usura⁴⁵⁹) associados à inflação alta tornava os títulos públicos pouco atrativos, já que os juros reais eram muitas vezes negativos. Esta realidade impunha ao governo financiar o seu déficit via emissão – o que causaria mais inflação: “Chegamos então à conclusão de que, antes de pensar no Banco Central, precisamos livrar-nos da inflação endêmica que há vinte anos nos corrói o organismo econômico”.⁴⁶⁰ Em suma: “não pode ter um Banco Central quem quer e sim quem já atingiu um padrão mínimo de ordem financeira e administrativa, capaz de permitir seu funcionamento eficaz.”⁴⁶¹

Gudin reitera sua crítica à ideia de criação, junto do banco central, dos bancos de crédito especializado, cuja defesa, diz ele, “diariamente encontramos nas entrevistas aos jornais, em pareceres da Comissão de Finanças, nos manifestos das associações de classe”.⁴⁶² Cabe recordar que o relator da reforma bancária na Comissão de Finanças da Câmara três anos antes fora Horácio Lafer, cuja posição é enfaticamente favorável à criação dos bancos especializados. De igual modo, Vergueiro César defendeu a instituição destes bancos em seu parecer a Correia e Castro. As reivindicações desse grupo são consideradas improcedentes por Gudin na medida em que este preserva seu diagnóstico quanto a existência de uma inflação de crédito no país e ao conseqüente “hiperemprego”:

Reclama-se, de todos os lados, o crédito para essas *atividades legítimas*, atribuindo-se à sua falta a deficiência da produção. Ao ouvir esses reclamos, parece que no Brasil atual se está cometendo o crime do desemprego em massa

⁴⁵⁸ Nas palavras de Hawtrey (1932, p. 267): “The institution of an ‘independent central bank’ is commonly recommended as a safeguard against inflation. A chartered company, responsible only to its shareholders, will, it is supposed, be in a better position to resist demands for advances to the Government than a bank which is itself directly under the control of the Government. For this view there is little, if any, foundation in experience. Governments do not want to borrow from their central banks [...] except at a time of overwhelming financial strain, and at such a time the central banks *never* resist their demands.”

⁴⁵⁹ Decreto nº. 22.626 de 7 de abril de 1933

⁴⁶⁰ Gudin (1950, p. 20).

⁴⁶¹ *Ibid.*, p. 18.

⁴⁶² *Ibid.*, p. 22.

dos fatores de produção [...] pelo simples pavor de uma expansão de crédito. Estamos positivamente no ridículo!⁴⁶³

Para sustentar seu ponto de vista, Gudin (1950, p. 23) aponta que, àquela altura, a razão entre crédito bancário e a renda nacional era de 6% nos EUA e de 30% no Brasil. Assim, para ele, não seria o caso de afirmar que o Brasil era um país que carecia de ampliação do crédito. Adicionalmente, Gudin rebate a noção de que a produção se beneficiaria da expansão do crédito. Nesse sentido, enfatizando a necessidade de aprimoramentos no lado “real” da economia, ele aponta que a produção só é fortalecida com mais mão-de-obra, capital (“não dinheiro, e sim maquinaria, equipamento, etc.”), *know-how*, infraestrutura e matérias primas: “É essencialmente disso e não de crédito e dinheiro que depende o aumento da produção.”⁴⁶⁴

Se nos anos 1940 Gudin estabelece o que chamamos de precondições tangíveis à criação do banco central, nos anos 1950 ele passa a estabelecer algumas condições bem menos tangíveis, as quais subsidiam a sua afirmação supramencionada de que “não pode ter um banco central quem quer”. A certa altura, ele afirma que “os benefícios que se podem esperar da criação do Banco Central dependem muito mais dos homens e do grau de cultura e de civilização do país do que das instituições.”⁴⁶⁵

Em agosto de 1954, portanto no mês em que assumiu o Ministério da Fazenda, Gudin publicou, também no *Digesto Econômico*, o artigo *Alguns aspectos do problema do Banco Central*. Neste artigo, ele reconhece o fato de que outros países importantes, como a Argentina e o México, já tinham seus bancos centrais – e o Brasil ainda não. Gudin (1954), então, lista quatro motivos que, segundo ele, justificariam este atraso: i) pouca crença do público acerca da utilidade de um banco central; ii) o fato de a economia brasileira já contar, através da Sumoc, com algumas funções de banco central; iii) a circunstância de os projetos de reforma bancária trazerem consigo a criação do que ele chama de “outros bancos pendurados”, em referência aos bancos especializados; e iv) a oposição que a ideia sofria por parte do BB, que via parte de seus poderes potencialmente ameaçados pela criação do banco.

Vale a pena considerar esta análise de Gudin à luz das discussões posteriores sobre os motivos para o atraso brasileiro na criação do banco central. Isto porque, como apontamos no capítulo 2, muitos dos textos que tratam do assunto justificam-no a partir da existência de interesses contrários ao banco central. Gudin, como se vê, embora reconheça a oposição por parte do BB, não fundamenta *totalmente* sua explicação para o atraso na pressão de certos

⁴⁶³ *Idem*. Ênfase nossa.

⁴⁶⁴ GUDIN, E. “Indigestão mental”, *Correio da Manhã*, 5 de maio de 1954, p. 2, ênfase dele.

⁴⁶⁵ Gudin (1954, p. 9).

grupos organizados que viam seus interesses ameaçados pela criação do banco. Na verdade, o próprio Gudin integrava àquela altura uma ala opositora à criação do banco central. Havia, segundo ele, um “ceticismo bastante generalizado com relação ao banco central”,⁴⁶⁶ já que os problemas do Brasil eram mais elementares: “Muito mais do que Banco Central, precisamos é de seriedade na elaboração e execução dos orçamentos e critério elementar na expansão do crédito.”⁴⁶⁷

Do ponto de vista prático, Gudin aponta dois problemas que se impunham à ideia de se criar um banco central no Brasil. O primeiro, e talvez o mais importante, é o da relação entre a autoridade monetária e o Estado. Gudin, ainda repercutindo, de algum modo, a análise de Hawtrey, sustenta que era pouco crível a possibilidade de se aprovar um projeto em que o banco central tivesse “um certo grau de independência do governo”, de modo a “abrigá-lo de uma influência excessiva dos políticos de hora”.⁴⁶⁸ O segundo problema diz respeito à atuação prática do banco central. Neste sentido, Gudin traz um questionamento que se assemelha ao hoje conhecido debate de “regras *versus* discricionariedade”: deveria o banco central ser guiado por uma estrutura de ação rígida, que dificultaria ingerências, ou deveria ter uma ação mais maleável, mas que poderia ensejar abusos políticos? Para ele, o ideal seria uma estrutura de ação com certa elasticidade, i.e., que permitisse uma atuação conforme as necessidades da economia. Gudin, porém, hesita perante esta ideia, que julga recomendável apenas em um país em que as instituições estivessem sempre a serviço do interesse público, e onde houvesse maior “disciplina bancária” por parte das instituições financeiras – predicados que ele ainda não via no Brasil.⁴⁶⁹

Durante seus oito meses como Ministro da Fazenda, Gudin, estritamente em linha com seu pensamento, não patrocinou a pauta do banco central, priorizando o combate à inflação e ao déficit público.⁴⁷⁰ No fim de agosto de 1954, tão logo tomou posse no Ministério, Gudin deu uma entrevista em que afirmou que a criação do banco central não era uma pauta prioritária. Na ocasião, declarou que suas principais preocupações eram “a posição do café e a situação da despesa pública contra qualquer expansão do crédito”, e completou: “Ainda mais, sou contra a criação do Banco Central, pois entendo que ao Legislativo é que cabe criá-lo.”⁴⁷¹

⁴⁶⁶ Gudin (1954, p. 8).

⁴⁶⁷ *Ibid.*, p. 9.

⁴⁶⁸ *Ibid.*, p. 12.

⁴⁶⁹ *Ibid.*, p. 17.

⁴⁷⁰ Pinho Neto (2015).

⁴⁷¹ *Correio da Manhã*, 27 de agosto de 1954, p. 4.

É notável que, em seus escritos dos anos 1950 e início dos anos 1960, Gudin reiteradamente apontava aspectos que julgava falhos na gestão da política monetária. Ele indica, por exemplo, os problemas que representavam as “encampanções”,⁴⁷² que discutimos no capítulo 2; refere-se ao fato de que em regiões mais longínquas do país havia falta de papel-moeda e de que o sistema de compensações de cobranças no Brasil era pouco desenvolvido;⁴⁷³ aponta ainda que havia uma série de abusos no uso da Cared por parte de bancos pequenos, que se valiam dos recursos da carteira mais como supridores de capital do que para honrar compromissos esporádicos.⁴⁷⁴ E mesmo estes problemas Gudin não via, naquele momento, como solucionáveis por um banco central.

Outro momento importante em que Gudin voltou a tratar do banco central foi no início dos anos 1960. Isto porque, como mencionamos no capítulo 2, este debate voltou à tona durante o governo Goulart no contexto das chamadas “reformas de base”. Como se sabe, Gudin foi um ferrenho opositor de Goulart, cujo governo julgava “calamitoso”,⁴⁷⁵ e cujas propostas de reforma bancária considerava mais uma tentativa de buscar um “álibi” para os problemas do país,⁴⁷⁶ ou ainda, “um bode expiatório, sobre o qual se atirava a culpa dos desmandos dos governantes.”⁴⁷⁷

Em artigos publicados ao longo de 1963, Gudin repercute suas preocupações quanto à desmoralização de um banco central criado em condições não ideais. Naquele momento, diz Gudin, um banco central, tal como os projetos o pretendiam, seria nada mais que um “aprimoramento do sistema atual”,⁴⁷⁸ isto é, representaria mero agrupamento da Sumoc e de algumas carteiras do BB: “Mas para que esse aprimoramento, quando os atuais dirigentes têm repetidamente demonstrado completa incapacidade de se utilizar, com discernimento, mesmo da organização mais simples que é a Sumoc?”⁴⁷⁹

Ademais, naquele momento, com as discussões políticas bastante tensionadas, Gudin argumenta que seria completamente irreal pensar em constituir um banco central politicamente independente no Brasil, “capaz de recusar dinheiro ao Governo”.⁴⁸⁰ Este, aliás, não seria um

⁴⁷² Gudin (1954, pp. 9-10).

⁴⁷³ Gudin (1965b, p. 476).

⁴⁷⁴ Gudin (1954, pp. 10-11).

⁴⁷⁵ Gudin (1965b, p. 11-12).

⁴⁷⁶ “Não há, para o operário incapaz, ferramenta que sirva. Se é um marceneiro, a culpa é da madeira ou da plaina; [...] se é um ministro da Fazenda, a carência de um banco central; se é um chefe de governo, a culpa é do Congresso e da falta de leis.” (GUDIN, E. “Álibis e maus precedentes”, *Diário do Paraná*, 11 de novembro de 1961, p. 2). O mesmo argumento seria resgatado por Gudin em uma carta aberta a João Goulart publicada em setembro (GUDIN, E. “Carta aberta ao presidente”, *Diário de Natal*, 26 de setembro de 1962, p. 3).

⁴⁷⁷ GUDIN, E. “A reforma bancária”, *Correio Braziliense*, 4 de maio de 1963, p. 4.

⁴⁷⁸ Gudin (1965b, p. 475).

⁴⁷⁹ GUDIN, E. “A saída do Sr. Bulhões”, *Diário do Paraná*, 8 de janeiro de 1963, p. 2.

⁴⁸⁰ Gudin (1965b, p. 476).

quadro exclusivo do Brasil: “Quem pode imaginar na América Latina, tal como a conhecemos, um governo submisso à orientação monetária de um banco que dele não depende? Pura ilusão.”⁴⁸¹ Gudin chega a fazer um apelo para que o governo de Goulart abandonasse a ideia de banco central, já que, diante dos problemas que o país enfrentava, discutir a criação desta instituição seria “como discutir o sexo dos anjos numa cidade sitiada”.⁴⁸²

Por fim, resta-nos analisar o livro-texto *Princípios de Economia Monetária* de Gudin, que constou por muitos anos em bibliografias oficiais de diversos cursos de economia no Brasil. Ao longo das décadas, Gudin foi fazendo correções ao texto e adicionando e excluindo capítulos conforme ocorriam mudanças nos cenários nacional e internacional (e na própria ciência econômica). Em relação à questão do banco central observamos uma adição de conteúdo com o passar do tempo: à segunda edição do livro, de 1947, Gudin adicionou um capítulo sobre os bancos centrais latino-americanos,⁴⁸³ e à terceira edição, de 1954, acrescentou um capítulo sobre o sistema bancário brasileiro.⁴⁸⁴ Estes capítulos foram constantemente atualizados com novas edições. Tomaremos como referência a quinta edição, publicada em 1965, que Gudin provavelmente revisou no curso de 1964 – o BCB, portanto, foi criado entre a revisão e a publicação da edição.⁴⁸⁵

De modo geral, identificamos nos *Princípios* uma condensação das ideias que Gudin manifestou ao longo dos anos 1950 e início dos 1960 sobre o banco central – desta vez, porém, colocadas em termos mais gerais, i.e., sem referências conjunturais, o que é natural para um livro-texto. As primeiras linhas do capítulo sobre bancos centrais latino-americanos são ilustrativas disso:

Seja dito de início que *banco central não é panaceia* capaz de pôr termo às vicissitudes monetárias de países cujos padrões de incapacidade os mantêm em estado de desregramento monetário crônico. Um banco central criado nesse clima, com diretores nomeados por critérios políticos, incapazes de resistir à pressão inflacionária do Governo *só serve para desmoralizar a instituição*.⁴⁸⁶

Estão aí condensadas duas ideias centrais desta terceira fase do pensamento de Gudin sobre o banco central: i) a de que esta instituição não seria uma espécie de “remédio para todos

⁴⁸¹ GUDIN, E. “A reforma bancária”, *Correio Braziliense*, 4 de maio de 1963, p. 4.

⁴⁸² Gudin (1965b, p. 477).

⁴⁸³ Lewinsohn (1947, p. 110).

⁴⁸⁴ Faria (2017, p. 78).

⁴⁸⁵ Acreditamos que esta versão tenha sido revisada e editada no curso de 1964 com base nas seguintes constatações: i) o capítulo XX, “O sistema bancário brasileiro”, faz referência a dados de 31/12/1963; e ii) esta edição foi lançada em 1965, mas no texto Gudin trata do sistema bancário brasileiro como não tendo um banco central. Como se sabe, o BCB foi criado em 31 de dezembro de 1964.

⁴⁸⁶ Gudin (1965a, p. 273). Ênfases nossas.

os males” da vida econômica brasileira; e ii) a de que esta instituição seria desprestigiada se fosse criada sob condições não ideais. De fato, Gudin argumenta que a estrutura de funcionamento de um banco central depende “de garantias que assegurem ao Banco a possibilidade de oferecer resistência a eventuais desmandos financeiros do governo”.⁴⁸⁷

Quando se volta especificamente ao caso brasileiro, Gudin, que, como apontamos, acompanhava de perto e frequentemente criticava as tentativas de criação do banco central, aponta que:

É, de certo modo, surpreendente que ainda não tenha sido organizado esse Banco Central. O fato explica-se, em parte, pela compreensão, bastante generalizada, de que o Banco Central não teria por si só o efeito mágico de pôr ordem em nossa política monetária.⁴⁸⁸

Mesmo que o banco central tenha sido criado pouco tempo depois, essa assertiva de Gudin remete-nos, novamente, à interpretação que Gudin dá para o atraso na criação do BCB. Isto porque ele novamente concilia seu próprio prognóstico, i.e., de que o banco central não seria uma “panaceia”, com a explicação para a não criação deste. É claro que Gudin afirma que a explicação do fenômeno é parcial, mas, mesmo assim, constata-se que ele não parece fiar-se na tese de que o banco central não era criado por resistência de certos grupos organizados.

Outro ponto sensível é o relativo à efetividade do banco central em um ambiente em que o mercado de capitais não está previamente bem estabelecido. Neste caso, diz Gudin, não seria possível imaginar em um país como o Brasil o pleno funcionamento de operações de mercado aberto.⁴⁸⁹ Pela mesma razão, seriam pouco efetivas mudanças nas taxas de desconto vigentes no mercado. Assim sendo, o banco central teria seus instrumentos limitados ao manejo do redesconto e às variações do compulsório.⁴⁹⁰ A operacionalização deste último no Brasil também foi criticada por Gudin, já que, segundo ele, este instrumento de política *monetária* era desvirtuado para fins de política *fiscal*.⁴⁹¹ Como apresentamos no capítulo 2, Gudin, enquanto Ministro da Fazenda, tentou solucionar este problema através da Instrução 108 da Sumoc, mas esta foi revogada tão logo ele deixou o cargo.

Por fim, também nos *Princípios*, Gudin defende as já referidas condições intangíveis para a criação do banco central. Para ele, uma observação superficial dos problemas brasileiros seria sugestiva da “absoluta urgência da criação do Banco Central”, mas esta conclusão seria

⁴⁸⁷ *Idem*.

⁴⁸⁸ *Ibid.*, p. 279.

⁴⁸⁹ Como apontamos no capítulo 2, a introdução do *open market* no Brasil só começou a ser estudada no início dos anos 1960.

⁴⁹⁰ Gudin (1965a, pp. 274-275).

⁴⁹¹ *Ibid.*, p. 286.

precipitada na medida em que desconsiderava os homens por detrás das instituições. Neste sentido, ele afirma:

É que não se podem modificar os padrões de comportamento de um povo alterando simplesmente suas instituições. O necessário é melhorar os padrões de educação, de cultura e de ética [...]. E isso é, infelizmente, um problema que não se resolve com decretos.⁴⁹²

Em suma, temos que a oposição que Gudin passa a fazer à criação do banco central, que é distintiva da terceira fase de seu pensamento sobre o assunto, não representa um desabono à ideia do banco. Ao contrário: é uma reafirmação de sua importância, ponderada, entretanto, pela preocupação que o autor manifesta quanto à possibilidade de que o banco “fracasse de início”, sendo “arrastado de início pela correnteza da inflação”.⁴⁹³ Por isso, passa a defender que certas condições fossem atendidas para que o banco central fosse criado: tanto condições tangíveis, como o fim da inflação e a racionalização do financiamento público, como outras intangíveis, como a elevação da “educação política” e do “grau de cultura e de civilização do país”.

4.2 Octávio Bulhões

Octávio Gouvêa de Bulhões (1906-1990) foi um dos mais destacados economistas brasileiros do seu tempo, com uma atuação ampla e presente em vários momentos da história.⁴⁹⁴ Formado em direito, Bulhões foi funcionário de carreira do Ministério da Fazenda, onde ingressou em 1926 no departamento do Imposto de Renda. Tal como já mencionamos, em 1944, na condição de Chefe da Seção de Estudos Econômicos e Financeiros do Ministério da Fazenda, participou, junto de Gudin e Souza Costa, da Conferência de Bretton Woods. Desta última, Bulhões retornou ao Brasil convencido da necessidade de buscar alguma solução para a sistematização do controle monetário e bancário no país. A isto somou-se uma série de problemas que o país enfrentou no pós-Guerra, como discutiremos adiante. Conforme é amplamente relatado,⁴⁹⁵ foi Bulhões quem redigiu o decreto-lei que criou a Sumoc e foi sob sua influência que Vargas editou-o. Posteriormente, Bulhões comandou a Sumoc em duas oportunidades (1954-1955; 1961-1962) e foi sob sua gestão no Ministério da Fazenda (1964-

⁴⁹² *Idem.*

⁴⁹³ Gudin (1950, p. 18).

⁴⁹⁴ As informações biográficas são baseadas em Benjamin e Keller (2010).

⁴⁹⁵ Cf. Gudin (1954, p. 7), Ribeiro (1981, p. 11), Corazza (2006, p. 4) e Franco (2017, pp. 332-335). Conforme Gudin em seu depoimento ao CPDOC: “Bulhões maquinou um negócio chamado Sumoc – Superintendência da Moeda e do Crédito. Isso foi obra e invenção dele, em 1945. Bulhões prestou uma grande folha de serviços ao país. Poucos terão igual. Inclusive naquilo que impediu que se fizesse. Uma das coisas que ele fez foi a Sumoc.” (*O Globo*, 3 de novembro de 1979, p. 26).

1967) que o BCB foi criado. Enquanto acadêmico, Bulhões foi professor da Faculdade de Ciências Econômicas e Administrativas do Rio de Janeiro da Universidade do Brasil⁴⁹⁶ e presidiu o Ibre. Além disso, foi assíduo no debate acadêmico: na RBE, por exemplo, de cujo conselho editorial era membro, publicou duas dezenas de artigos,⁴⁹⁷ como aponta Faro (1990).

O tema do banco central é bastante presente na obra de Bulhões, como apresentaremos em detalhes nesta seção. De fato, Bielschowsky (2004, p. 40) apresenta-o como “um incansável instigador da criação do Banco Central”, apontando que este tema era uma espécie de “obsessão” de Bulhões. E o próprio Bulhões (1957, p. 2) se descreveria como um “ardoroso adepto da criação do Banco Central”. Neste âmbito, é possível constatar que os argumentos de Bulhões são apresentados de forma menos intransigente do que os de Gudin, inclusive no período em que se opôs à criação do banco central. Isto pode, de algum modo, refletir a própria trajetória de Bulhões, que sempre atuou no aparato do Estado, com especial interesse na formulação de políticas econômicas viáveis e efetivas.⁴⁹⁸ Este aspecto é, aliás, de fundamental importância no pensamento de Bulhões, que tem como uma de suas marcas distintivas, como notam Saretta (2001, p. 113) e Curado (2020, pp. 255-256), a frequente interação entre teoria econômica e formulação de política econômica. No caso do banco central, em que as discussões foram sempre motivadas por projetos e discussões práticas, este aspecto tem especial relevância.

O pensamento de Bulhões sobre banco central pode ser compreendido a partir de duas fases distintas. Na primeira, que vai desde meados dos anos 1930 até meados dos anos 1950, Bulhões é entusiasta das propostas de criação do banco central, escrevendo continuamente sobre o assunto e divergindo publicamente das críticas de Gudin. Nesta fase, Bulhões entendia o banco central como instrumento indispensável para debelar o problema inflacionário. Por uma série de motivos que discutiremos a seguir, dentre os quais estava a especial ênfase que ele dava ao desenvolvimento do mercado de capitais, Bulhões acreditava que, mesmo criado sob condições não ideais, o banco central alcançaria seu objetivo de estabilizar a moeda. Apesar disso, a partir de meados dos anos 1950, Bulhões acolheria os argumentos de Gudin. Nesta segunda fase, Bulhões passa a opor-se aos projetos de criação do banco central, argumentando

⁴⁹⁶ Instituição que posteriormente seria a Faculdade de Economia e Administração da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ).

⁴⁹⁷ Nesses trabalhos, que foram resenhados por Curado (2021), Bulhões tratou dos mais diversos temas, valendo-se de diferentes autores e escolas, como apontamos na introdução deste capítulo, abordando desde questões conjunturais até temas puramente teóricos e de pensamento econômico (em um de seus artigos, por exemplo, trata da importância histórica de *A Riqueza das Nações*, de Adam Smith).

⁴⁹⁸ Este ponto é também notado por Bielschowsky (2004, p. 39), que aponta que “Bulhões tinha uma linguagem liberal menos radical que Gudin”.

que a reforma fiscal era prioritária. Um aspecto peculiar do pensamento de Bulhões, que discutiremos em detalhes na subseção 4.2.3, é seu entendimento, reafirmado ao longo de décadas, de que a autoridade monetária só cumpriria a contento a sua missão estabilizadora se pudesse manejar um “tributo monetário”.

4.2.1 A defesa do banco central

As primeiras manifestações de Bulhões sobre o banco central que identificamos são de 1937, no âmbito das discussões sobre o projeto Souza Costa, no periódico *O Observador Econômico e Financeiro*. Primeiro em uma entrevista⁴⁹⁹ e depois em um artigo,⁵⁰⁰ Bulhões, discutiu a viabilidade e defendeu a necessidade de se criar um banco central no Brasil, tendo em vista sobretudo a estabilidade da taxa de câmbio e o desenvolvimento do setor bancário nacional.

Para Bulhões, a política monetária a ser adotada pelo futuro banco central deveria perseguir dois objetivos básicos: i) assegurar a estabilidade do valor da moeda e ii) controlar a oferta de numerário de acordo com o ritmo da atividade econômica. Isto tendo a vista o controle do crédito e, conseqüentemente, da inflação: “Quanto maior for a capacidade de controle de crédito por parte do Banco Central, tanto mais eficiente será o seu serviço. Essa, a principal característica de um instituto moderno.”⁵⁰¹ O êxito desta missão dependeria, porém, da administração de diferentes instrumentos, como as operações de mercado aberto e a fixação de encaixes sobre depósitos, e não apenas o redesconto bancário – o mais desenvolvido no país até ali.

Bulhões chama a atenção para o fato de que a efetividade de um banco central no manejo da política monetária está intimamente ligada ao nível de bancarização da economia. Uma vez que, naquele momento histórico, as operações do sistema bancário eram quase todas concentradas no eixo Rio-São Paulo, haveria motivos para questionar se um banco central teria atribuição relevante em um país com o tamanho e as desigualdades regionais do Brasil: “o pequeno coeficiente que se encontra entre a circulação e os depósitos parece evidenciar uma quase inexistência de operações bancárias, julgando-se assim desnecessário um banco central”, diz Bulhões.⁵⁰² Inclusive, alguns meses depois, o Ministro Souza Costa, defendendo seu anteprojeto de criação do banco central perante o Congresso, citaria um estudo feito por

⁴⁹⁹ *O Observador Econômico e Financeiro*, nº 18, julho de 1937, pp. 46-55.

⁵⁰⁰ BULHÕES, O. G. “Em torno do Banco Central”. *O Observador Econômico e Financeiro*, nº 22, novembro de 1937, pp. 39-40.

⁵⁰¹ *O Observador Econômico e Financeiro*, nº 18, julho de 1937, p. 46.

⁵⁰² *Ibid.*, p. 47.

Bulhões que atesta o que ele chama de “desuniformidade da nossa economia”, já que alguns estados, especialmente da região Norte do país, tinham percentuais muito baixos de depósitos.⁵⁰³ Não obstante, Bulhões, tal qual Souza Costa, não via na referida desigualdade regional motivo suficiente para postergar a criação do banco. Isto porque nos grandes centros o nível de bancarização era elevado e também crescente, de modo que era necessária “a organização de um sistema bancário, cuja rede, para ser eficiente, depende de um serviço centralizador. E esse serviço não deve ser adiado por mais tempo.”⁵⁰⁴ Há, portanto, já nesse momento, uma compreensão de Bulhões de que o banco central seria uma peça importante para o próprio processo de desenvolvimento do setor financeiro no país.

O desenho deste banco central concebido por Bulhões é apartado do BB e constitui um sistema centralizado. Isto porque, não obstante a extensão territorial do Brasil, a mencionada concentração de atividades bancárias em São Paulo e no Rio de Janeiro impunha que o banco central iniciasse suas atividades nestas regiões, de modo que, para ele, um sistema semelhante ao *Fed* não seria recomendável ao Brasil.

Outro possível problema seria o relativo às reservas detidas pelo país, que Bulhões julgava insuficientes. Naquele momento, cabe recordar, o cenário mundial impunha uma situação de restrição de capitais aos países e muitas das tratativas do Ministro Souza Costa nos EUA eram relativas à obtenção de um possível empréstimo para a constituição das reservas do banco central. Para Bulhões, embora o padrão-ouro estivesse abandonado, de modo que o que regulava a circulação era a tendência dos preços, e não mais estoques do metal, haveria um papel importante das reservas de ouro para o banco central. Este papel seria o de cobrir eventuais déficits no balanço de pagamentos: “[As reservas] representam as economias de um povo, com as quais se utiliza o saldo de um dia para enfrentar os déficits de outro.”⁵⁰⁵ Desta forma, Bulhões sustenta que a ampliação das reservas permitiria que o banco central procedesse em sua missão de manter a taxa de câmbio estável – missão que seria especialmente desafiadora no Brasil, país suscetível a desequilíbrios externos.

Já nos anos 1930, Bulhões faz referência à necessidade de que o governo prescindisse do financiamento monetário, de modo a não se valer do banco central para financiar-se: “Não que se queira com isso amarrar as faculdades do Estado. Mas, é preciso que, criado o Banco [Central], o Estado só possa contar com as reais possibilidades da economia.”⁵⁰⁶ Por fim,

⁵⁰³ *O Observador Econômico e Financeiro*, nº 21, outubro de 1937, p. 107.

⁵⁰⁴ *O Observador Econômico e Financeiro*, nº 18, julho de 1937, p. 47.

⁵⁰⁵ BULHÕES, O. G. “Em torno do Banco Central”. *O Observador Econômico e Financeiro*, nº 22, novembro de 1937, p. 40.

⁵⁰⁶ *O Observador Econômico e Financeiro*, nº 18, julho de 1937, p. 54.

preocupado com a circunspeção das atividades do banco central, em relação à lei bancária, Bulhões defende que seria necessário que a recém criada CREA estivesse “em pleno serviço”, de modo a evitar que atribuições de fomento recaíssem sobre a autoridade monetária. No mesmo sentido, aponta para a necessidade de se resolver “o problema do café, pelo menos com o afastamento da ameaça de novos recursos extraordinários”,⁵⁰⁷ em referência às benesses creditícias e cambiais concedidas pelo governo (através do BB) ao setor cafeeiro, que sofria com os preços baixos de seu produto.

Como já discutimos, o projeto Souza Costa não foi adiante e o próximo passo concreto dado em direção ao banco central foi a criação da Sumoc, em fevereiro de 1945. Bulhões aponta que sua principal motivação para propor a criação da Sumoc era a “ideia antiga de que o Brasil precisava ter uma moeda estável. E, para ter uma moeda estável, precisava ter pelo menos um início de banco central. A Sumoc foi esse início de banco central, foi a primeira etapa.”⁵⁰⁸

Poucos dias após a criação da Sumoc, Bulhões foi aos jornais para defender uma das inovações trazidas junto da Superintendência: os depósitos compulsórios – tópico sensível naquele momento. Tal como apresentamos no capítulo 2, a criação da Sumoc trouxe consigo uma mudança considerável neste âmbito relativamente à política adotada até então pela Camob, já que foi determinado um recolhimento de percentuais dos depósitos dos bancos *independentemente da disponibilidade de caixa* destes. Esta medida, que na prática representou uma subtração de fundos emprestáveis dos bancos, gerou grande insatisfação por parte destes últimos.

Em um texto publicado ainda em fevereiro de 1945, Bulhões empreendeu uma ampla defesa da medida. Levando em consideração a questão inflacionária, que, naquele momento, tornava-se um problema relevante, Bulhões, em linha com o diagnóstico de Gudin, argumenta que o país vivia uma inflação de crédito, cuja ampliação resultava tão somente em elevação de preços. Neste sentido, justificavam-se, inclusive a partir da experiência internacional, os esforços do governo no sentido de ter maior controle sobre a capacidade dos bancos de fazer empréstimos:

A providência da concentração dos depósitos numa instituição central é universalmente aceita. Através da exigência da retenção de parte dos depósitos nessa instituição é que se pode graduar a expansão do crédito. Se advém um

⁵⁰⁷ *Idem.*

⁵⁰⁸ Bulhões ([1989] 2019, p. 52).

acúmulo de depósitos, a possibilidade de expansão do crédito se torna muito acentuada, motivo por que se impõe, imperiosamente, a retenção.⁵⁰⁹

Um elemento importante resgatado por Bulhões neste contexto, que já figurava em suas ideias nos anos 1930, é o da ampliação do mercado bancário brasileiro. Havia, conforme aponta Bulhões, uma tendência de forte bancarização da economia brasileira naquele momento – e com a ampliação da base de depósitos vinha o correspondente aumento das disponibilidades dos bancos para emprestar. Exatamente por isso, diz Bulhões, “impunha-se [...] uma providência que impedisse a plena utilização dessa massa de poder de compra na concessão indiscriminada de créditos”.⁵¹⁰ Aqui, novamente, Bulhões afirma seu diagnóstico acerca da necessidade do banco central (no caso, dos instrumentos típicos de um, como o manejo dos compulsórios) para o desenvolvimento ordenado dos sistemas bancário e financeiro.

É relevante apontar que Bulhões, tendo em mente os princípios teóricos que o levavam a defender a medida, argumentava que os depósitos compulsórios não eram, como diziam os detratores da ideia, fonte de recursos para qualquer instância do governo e para a Sumoc, ou ainda, um modo de constituir o “capital” do vindouro banco central. Tratava-se, ao contrário, de uma medida que visava justamente retirar estes recursos de circulação para promover melhor controle do crédito. Ou seja, podemos afirmar que Bulhões tinha em mente que os recursos advindos dos encaixes compulsórios seriam “esterilizados”. Evidentemente, tal como já discutimos no capítulo 2, com o tempo ficou claro que estes argumentos de Bulhões refletiram mais suas próprias intenções do que um prognóstico certo. Isto porque os recursos do compulsório acabaram, de fato, destinados ao financiamento do déficit público. Isso seria reconhecido pelo próprio Bulhões que, em um texto dos anos 1960, afirmou: “Tão grande é o déficit orçamentário que o legislador julgou mais acertado permitir que os depósitos compulsórios dos bancos sirvam para financiar as despesas do Tesouro”.⁵¹¹

Em setembro de 1946, por ocasião do encerramento da Semana do Economista daquele ano, Bulhões realizou uma conferência intitulada *O Banco Central no Brasil*, que seria editada e publicada pelo Ministério da Fazenda naquele mesmo ano. Trata-se de um importante trabalho para nossa análise, já que consiste em um estudo em que Bulhões não apenas trata da viabilidade e conveniência da criação do banco central, mas também reflete – à luz das experiências do *Federal Reserve System* e do Banco Central da Argentina – sobre que políticas este, uma vez constituído, poderia e deveria empreender. Também é neste trabalho que Bulhões associa, pela

⁵⁰⁹ BULHÕES, O. G. “Os depósitos na Superintendência da Moeda e do Crédito”. *O Jornal*, 24 de fevereiro de 1945, p. 4.

⁵¹⁰ *Idem*.

⁵¹¹ BULHÕES, O. G. “Política Monetária”, *O Jornal*, 30 de janeiro de 1963, p. 3.

primeira vez, o banco central à sua ideia do “tributo monetário”, que discutiremos na subseção 4.2.3.

Tal como já discutimos, Bulhões não é defensor do padrão-ouro e, neste estudo, a partir de sua análise da *currency school* e da *banking school*, fica mais clara sua posição relativamente aos regimes monetários. Para ele, era clara a inconveniência do princípio norteador da *currency school* na medida em que se baseava na tentativa de controlar a moeda sem considerar o conjunto dos depósitos. Por outro lado, aponta que seria um erro basear-se na compreensão, propagada por alguns adeptos da *banking school*, de que a moeda criada pelos depósitos, uma vez completado o “circuito econômico”, retornaria aos cofres do banco, ensejando uma estabilidade quase automática: “A experiência vem demonstrando que a procura dos meios de pagamento, através dos descontos bancários, na maioria das vezes, é cumulativa.”⁵¹² Desta forma, sob os princípios da *banking school*, seria necessário impor algum critério exógeno de controle da expansão dos meios de pagamento e do crédito, já que, conforme Bulhões, “o crédito atrai o crédito”.⁵¹³ Desta forma, um regime monetário ideal deveria considerar a criação de moeda escritural pelos bancos e valer-se de certos critérios, como a própria inflação, para controlar este fenômeno a partir de decisões técnicas. Bulhões ilustra isso a partir dos EUA, que, depois dos anos 1930, designou as decisões sobre política monetária ao Conselho dos Bancos de Reserva.

A partir da experiência do Banco Central da Argentina, Bulhões argumenta em favor da autoridade monetária atuar “além do âmbito bancário”. Com isso, destaca uma função que seria decisiva em sua divergência com Gudin: o papel do banco central de defender o valor dos títulos do Tesouro no longo prazo. Isto porque nos países sul-americanos, e em especial no Brasil, Bulhões aponta que “a desconfiança dos títulos do Governo é quase institucional”.⁵¹⁴ Assim sendo, para racionalizar o financiamento público seria necessária uma organização que defendesse o valor de mercado desses títulos, de modo a inspirar confiança junto ao público – e um “Banco Central constitui organização adequada para alcançar tão importante objetivo.”⁵¹⁵

Para sustentar este ponto, Bulhões resgata o episódio de 1942, quando o governo emitiu obrigações de guerra,⁵¹⁶ as quais não tiveram ampla aceitação por parte do público e cujas subscrições foram em grande parte compulsórias. Ele conclui que o insucesso da política deveu-

⁵¹² Bulhões (1946, p. 5).

⁵¹³ *Idem*.

⁵¹⁴ *Ibid.*, p. 14.

⁵¹⁵ *Ibid.*, p. 15.

⁵¹⁶ Cf. Decreto-lei nº 4.789, de 5 de outubro de 1942.

se sobretudo à ausência de “um Banco Central que pudesse romper a desconfiança institucional contra os títulos governamentais”.⁵¹⁷

No que se refere às tentativas empreendidas até então de criação do banco central, Bulhões considera o projeto apresentado por Otto Niemeyer em 1931 “inconveniente no tempo e no espaço”,⁵¹⁸ na medida em que seu alicerce era o padrão-ouro e tinha por objetivo unicamente estabelecer a conversibilidade.⁵¹⁹ Em relação ao projeto de 1937 apresentado pelo Ministro Souza Costa, Bulhões considera-o “muito superior” ao de Niemeyer, sobretudo por ter objetivos mais amplos, como a garantia da liquidez e do bom funcionamento do sistema bancário. Em que pese este entendimento sobre os objetivos mais “amplos” do projeto Souza Costa, esta análise de Bulhões não deixa de ser um tanto surpreendente na medida em que os dois projetos são bastante semelhantes: Franco (2017, p. 329), por exemplo, ao compará-los, aponta que as diferenças entre eles eram “nada essenciais”. Uma das semelhanças é o estabelecimento de lastro para as emissões: enquanto Niemeyer propôs uma reserva de 30%, Souza Costa propôs 25%.⁵²⁰

Este aspecto não passa de todo despercebido por Bulhões, que aponta que o projeto Souza Costa continha “dispositivos baseados em doutrinas que não se coadunam com o desenvolvimento verificado ultimamente”.⁵²¹ Apesar disso, ressalva que, mesmo imperfeito, o projeto Souza Costa teria “evitado dois gravíssimos inconvenientes para a nossa economia: 1º) falta de coordenação entre a política financeira do Tesouro e a política de crédito bancário; 2º) falta de promoção de liquidez e do bom financiamento do crédito bancário”.⁵²² Ou seja, Bulhões concebe o banco central como tão importante para a consecução dos objetivos que julga relevantes que, *mesmo em um formato não ideal*, ele considera que sua criação teria sido preferível à sua ausência.

Outro importante trabalho em que Bulhões trata da questão do banco central é *À Margem de um Relatório* (1950), em que discute as conclusões da Missão Abbink, cujos técnicos brasileiros foram chefiados por ele. O momento em que Bulhões publica esse livro coincide cronologicamente com o início da oposição de Gudin aos projetos de criação de banco central

⁵¹⁷ Bulhões (1946, p. 16). Este mesmo episódio seria resgatado por Ribeiro (1948a, p. 13) ao defender a necessidade de um banco central para “zelar pela boa aceitação dos títulos públicos”.

⁵¹⁸ *Ibid.*, p. 33.

⁵¹⁹ Num depoimento posterior, Bulhões ([1989] 2019, p. 31) apontaria também que o projeto Niemeyer era inadequado por propor o equilíbrio orçamentário num momento em que isso era “[i]mpossível e indesejável, conforme Keynes iria demonstrar.”

⁵²⁰ Franco (2017, pp. 327-329).

⁵²¹ Bulhões (1946, p. 34).

⁵²² *Ibid.*, p. 35.

– e é justamente neste trabalho que Bulhões rebate algumas das críticas de Gudin, tal como discutiremos a seguir.

Um diagnóstico básico de Bulhões neste trabalho, confirmado junto aos técnicos da Missão, era o de que a expansão do crédito bancário, uma das principais causas da inflação, era liderada em grande parte pelo BB, que detinha importantes carteiras de crédito, como a CREAL. Enquanto isso, a Sumoc, a quem caberia atuar para controlar esta expansão, embora tivesse algum grau de ingerência sobre a Cared, Carteira de Câmbio e Cexim, tinha pouca ou nenhuma autonomia. Isto, diz Bulhões, criou uma situação em que a Sumoc tem “funções de banco central”,⁵²³ mas quem “age como banco central” é o BB.⁵²⁴

Bulhões argumenta que, se fosse possível superar satisfatoriamente o que chama de “problemas de organização”, e, enfim, criar o banco central, a economia brasileira seria beneficiada em dois pontos principais:

- 1) O fortalecimento dos poderes de *controle* sobre o estabelecimento, a capitalização e as operações de outros bancos particulares, *em condições inexecutáveis enquanto estes poderes forem exercidos pelo Banco do Brasil*, que é, em si, um grande banco particular concorrente dos outros; 2) O auxílio para um maior desenvolvimento das técnicas de banco central no Brasil, com o fim de *controlar a expansão do crédito* e, também, quando a situação justifique, expandir o crédito.⁵²⁵

As vantagens apontadas por Bulhões vão ao encontro de duas de suas grandes preocupações neste âmbito: a necessidade de dar maior eficiência ao sistema financeiro nacional e a questão inflacionária. Embora reconheça a necessidade de preservar o papel do BB enquanto banco público, ele entende que a atribuição e a delimitação de papéis de controle claros a uma entidade potencialmente mais isonômica como um banco central traria maior eficiência ao sistema bancário na medida em que fomentaria a competição no setor. Quanto à eficiência do sistema bancário, diz que um banco central traria enormes ganhos ao comércio e à indústria na medida em que desenhasse e custeasse “um eficiente sistema nacional de compensação, o qual traria facilidades para o rápido pagamento e cobrança de cheques, saques e outros títulos nas várias praças do país”.⁵²⁶

⁵²³ Bulhões (1950, p. 137).

⁵²⁴ *Ibid.*, p. 138. Ele chega a afirmar que “as operações de crédito do Banco do Brasil desempenham um papel significativo – comparável ao das ‘operações de mercado aberto’ de um Banco Central – a suprir reservas em dinheiro a outros bancos” (p. 140).

⁵²⁵ *Ibid.*, p. 139. Ênfases nossas.

⁵²⁶ *Ibid.*, p. 307.

Nota-se ainda que, partindo de suas considerações acerca dos problemas nacionais, Bulhões concebia muito claramente as funções que *não* deveriam ser executadas por um banco central no Brasil. Este último, diz ele, não poderia:

ser levado a assumir uma política de estrita restrição ou facilidade de crédito, ao controlar as reservas do sistema bancário [...]. Não poderá conceder, em tempo algum, privilégios de redescontos limitados para bancos comerciais privados; não poderá sustentar o mercado das obrigações do Governo, independentemente da situação econômica geral; não poderá ser considerado como fonte de recursos para instituições especializadas de crédito, quer governamentais ou semi-governamentais, nem para o financiamento direto dos programas de desenvolvimento.⁵²⁷

Há nestas negativas elementos que podem ser diretamente contrastados àqueles presentes nos argumentos de Lafer e Vergueiro César, em especial pela desassociação explícita que Bulhões faz das funções do banco central daquelas de fomento à produção e ao desenvolvimento. De fato, ele deixa bastante claro o seu entendimento de que a “finalidade primordial” do banco central era “a de neutralizar as tendências, tanto inflacionárias, quanto deflacionárias, das rendas e dos preços”.⁵²⁸

Por fim, ainda em *À Margem de um Relatório*, Bulhões apresenta e rebate diretamente alguns dos argumentos trazidos por Gudin (1950) contra a criação do banco central. Quanto ao argumento de Gudin de que o banco central seria inútil enquanto não houvesse a racionalização do financiamento público, Bulhões afirma que “uma das grandes funções de um Banco Central é precisamente a de cooperar com o Tesouro na colocação e sustentação do valor de seus títulos.”⁵²⁹ Para Bulhões, um dos fatos que impedia o governo naquele momento de abrir mão das emissões era justamente a inexistência de uma instituição que pudesse dar esse apoio ao lançamento, alocação e manutenção de títulos públicos. E um meio viável de alcançar este pretendido fim de captar poupança para financiar o investimento público era justamente um banco central munido dos devidos instrumentos.

Desta forma, temos que Bulhões concorda com Gudin no que se refere à necessidade do governo prescindir das emissões para seu financiamento e passar a valer-se da captação de poupança. Apesar disso, faz a ressalva: “Não creio, porém, que possamos levar a efeito essa política sem a criação de uma organização especial”.⁵³⁰ E este órgão, para além dos seus

⁵²⁷ *Ibid.*, pp. 307-308.

⁵²⁸ *Ibid.*, p. 307.

⁵²⁹ *Ibid.*, p. 12.

⁵³⁰ *Ibid.*, p. 13.

instrumentos clássicos, promoveria esse objetivo a partir de sua capacidade de inspirar junto ao público “a garantia de continuidade de uma política de crédito público”.⁵³¹

Este último objetivo estaria associado ao Conselho Monetário, por cuja criação Bulhões também se manifestou favoravelmente. Para ele, um este Conselho seria um espaço “onde se conjugariam os elementos estáveis da técnica com os elementos instáveis das correntes políticas”.⁵³² Integrado idealmente pelos presidentes do BB e do banco central, pelo Ministro da Fazenda e por “um grupo de homens eminentes”, este órgão normativo seria encarregado não apenas de estabelecer as diretrizes básicas da atuação do banco central, como também de inspirar “a confiança e o respeito do público”.⁵³³

A divergência entre Gudin e Bulhões pode ser colocada nos seguintes termos. Os diagnósticos de ambos são praticamente os mesmos (havia uma grande displicência em relação ao manejo da moeda, do financiamento público e da estruturação do mercado de capitais brasileiro) e o banco central é pensado por ambos como estando idealmente a serviço da estabilização. A diferença fundamental neste momento pode ser encontrada no nível de confiança de cada um deles, valendo-nos do termo de North (1991), nas “instituições formais” do país. Enquanto Gudin compreende que o banco central não teria a capacidade de resolver os problemas de ordem monetária sem que antes algumas condições fossem atendidas, Bulhões concebe que estes problemas iam “ocorrendo *por falta* de uma organização especialmente incumbida de cuidar do crédito público”.⁵³⁴ Ou seja, enquanto Bulhões parecia otimista acerca da capacidade do banco central (e do Conselho Monetário) em conciliar a técnica com os problemas da política, Gudin parecia convencido de que se os problemas políticos não estivessem razoavelmente resolvidos, estes sempre prevaleceriam sobre a técnica.

Em um artigo de junho de 1951, *Política de crédito e Banco Central*, Bulhões refletiria sobre os motivos que levaram o Brasil a não ter criado, até aquele momento, o seu banco central, mesmo após este ter sido proposto por dois Ministros da Fazenda, Souza Costa (1937) e Correia e Castro (1947). Para Bulhões, dois obstáculos se impuseram a estas tentativas.

O primeiro deles seria a “interferência do governo no mercado do crédito bancário” através do BB.⁵³⁵ Bulhões aponta que o papel do BB era cada vez mais preponderante no mercado de crédito do país⁵³⁶ – e isso, é claro, tornava-se possível sobretudo devido ao acúmulo

⁵³¹ *Ibid.*, p. 12.

⁵³² *Ibid.*, p. 14.

⁵³³ *Ibid.*, p. 305.

⁵³⁴ *Ibid.*, p. 14. Ênfase nossa.

⁵³⁵ Bulhões (1951, p. 3).

⁵³⁶ Para sustentar seu argumento, Bulhões (1951) aponta para uma estatística segundo a qual, entre 1944 e 1950, a participação do BB no total de empréstimos e descontos saltou de 34% para 54%.

de funções desta instituição, que extrapolavam o raio de ação de bancos comerciais comuns. A partir deste acúmulo de funções do BB, o governo ganhava maior participação na economia – o que poderia ser revertido caso um banco central fosse criado.

O segundo motivo seria o que Bulhões chama de “ausência de compreensão dos efeitos monetários sobre a conjuntura econômica”.⁵³⁷ Isto é, segundo Bulhões, naquele momento as autoridades públicas mostravam-se incapazes de compreender a real dinâmica entre determinadas políticas econômicas e as variáveis monetárias. Para ilustrar esse argumento, Bulhões aponta para a experiência do país com o “Imposto sobre Lucros Extraordinários”⁵³⁸ durante o final do Estado Novo,⁵³⁹ que pretendia incentivar o “congelamento” de recursos para conter a inflação. Conforme Bulhões apresenta, um volume considerável de recursos foi canalizado para o BB a partir deste imposto. Em termos de resultados práticos, porém, a política teve efeito contrário ao pretendido, já que o BB valeu-se desses recursos para expandir o crédito a partir de suas carteiras. Ou seja: uma política que pretendia conter a circulação acabou por estimulá-la.

Este caso nos remete a algumas dimensões de interesse. A primeira delas é que este episódio é bastante semelhante àquele dos depósitos compulsórios, em que, dada a posição de “quase banco central” do BB, a política que pretendia ter efeito contracionista acabava por ser expansionista. Adicionalmente, Bulhões aponta essa aparente incompreensão acerca do funcionamento das variáveis monetárias como motivo da não criação do banco central: isto é, segundo ele, até aquele momento os formuladores de política não estavam devidamente instruídos e convencidos acerca da necessidade de dar à moeda e ao crédito uma diretriz específica em termos de política. Há ainda outro elemento que destaca este episódio: Bulhões aponta que o fracasso desta política foi determinante para a decisão de constituir a Sumoc: “Tão flagrante se tornou essa desconexão de política monetária que o governo julgou inadiável criar a Superintendência da Moeda [e] do Crédito.”⁵⁴⁰

⁵³⁷ Bulhões (1951, p. 3).

⁵³⁸ Decretos-lei nº. 6.224 e nº. 6.225 de 24 de janeiro de 1944. A ideia do imposto era a seguinte: nos anos finais da guerra, diante de um aumento considerável das exportações e do aumento da inflação do país, o governo, buscando evitar que o capital advindo do comércio fosse empregado em consumo “supérfluo”, que agravaria o problema inflacionário, impôs um tributo sobre o lucro que excedesse a média de um determinado biênio. Havia, porém, uma alternativa: não pagariam este imposto aqueles que empregassem o dobro do valor do imposto devido na compra de “certificados de equipamentos” ou em “depósitos de garantia” junto ao BB (Art. 7º do Decreto-lei nº. 6.224).

⁵³⁹ Este episódio já havia sido aludido por Bulhões no estudo de 1946. Cf. Bulhões (1946, pp. 25-26). Em um depoimento posterior, Bulhões ([1989] 2019, p. 45) declararia que foi ele próprio quem sugeriu ao então Ministro Souza Costa a criação deste imposto.

⁵⁴⁰ Bulhões (1951, p. 3).

Àquela altura, Bulhões argumenta que, passados seis anos da criação da Sumoc, havia uma grande discrepância relativamente às suas funções em tese e às suas funções de fato. De acordo com ele, “as próprias autoridades da Superintendência não se capacitam integralmente dos poderes legais de que dispõem.”⁵⁴¹ Prova disso seria o fato de que, embora a Sumoc tivesse a incumbência de “fixar, mensalmente, as taxas de redesconto e juros dos empréstimos a bancos”,⁵⁴² o governo, naquele mesmo ano de 1951, havia editado um decreto⁵⁴³ permitindo a redução da taxa para redesconto de títulos de atividades consideradas essenciais à economia nacional. Havia, portanto, uma invasão constante sobre as atribuições da Sumoc. Esta última, aliás, era constituída apenas por pessoas de confiança do próprio Executivo, o que seria um inconveniente na medida em que haveria “orientações e medidas de caráter técnico que não devem ser da alçada ministerial”⁵⁴⁴. Por isso, Bulhões aponta que:

na prática, não existem ‘autoridades’ na Superintendência. [...] Por isso mesmo, a Superintendência não confia nos poderes de que dispõe e nem o meio bancário ou o público em geral espera uma continuidade de orientação da política de crédito por parte da Superintendência.⁵⁴⁵

O termo “continuidade” é importante na medida em que, como já discutimos, é exatamente este um dos atributos esperados por ele de um banco central no encaminhamento das políticas. De fato, Bulhões endereça este entendimento: “Somente a estrutura de um Banco Central é que permite a designação de autoridades que tenham mais independência de ação e que possam imprimir maior continuidade e sistematização à política de crédito.”⁵⁴⁶ Neste ponto, vemos que Bulhões reitera sua concepção, exposta em *À Margem de um Relatório*, de que o banco central seria elemento indispensável na conjugação dos elementos “estáveis da técnica” com a “instabilidade” da política, de modo que se tornasse possível certo nível de continuidade das políticas monetária e bancária.

Em síntese, temos que esta primeira fase do pensamento de Bulhões, que compreende de meados dos anos 1930 até meados dos anos 1950, é marcada por sua defesa convicta do banco central. Para ele, este organismo seria indispensável para o cumprimento dos dois principais objetivos que ele estabelece: o controle do crédito e da inflação e o desenvolvimento ordenado dos sistemas bancário e financeiro. Estes dois objetivos prestam-se ao propósito maior da estabilização. Por um lado, o banco central seria o garantidor de uma política monetária

⁵⁴¹ *Ibid.*, p. 21.

⁵⁴² Cf. Art. 3º, alínea *d* do Decreto-Lei nº. 7.293 de 2 de fevereiro de 1945.

⁵⁴³ Decreto nº 29.536 de 7 de maio de 1951.

⁵⁴⁴ Bulhões (1957, p. 2).

⁵⁴⁵ Bulhões (1951, p. 21).

⁵⁴⁶ *Idem.*

continuamente compromissada com o controle inflacionário; por outro, o desenvolvimento do mercado de capitais permitiria tanto a ampliação dos investimentos no país quanto a defesa, pelo banco central, do valor dos títulos públicos, criando condições para que o governo prescindisse do financiamento monetário.

Bulhões mudaria sensivelmente sua concepção nos anos seguintes, como apresentaremos a seguir. O primeiro texto de Bulhões que discutiremos na próxima subseção, a partir do qual ele passa a expressar fortes ressalvas quanto à criação do banco central sob condições não ideais, é de 1957. Neste ínterim, há posicionamentos que já refletem dúvidas de Bulhões sobre seu posicionamento. Exemplo disso é um diálogo relatado por Celso Furtado, para quem Bulhões teria dito, em uma conversa ocorrida no fim dos anos 1940, que “não lhe parecia conveniente criar um Banco Central se não houvesse um propósito firme de colocar ordem nas finanças públicas.”⁵⁴⁷ Não obstante, em maio de 1955, quando estava prestes a deixar o comando da Sumoc, Bulhões reafirmou, durante uma entrevista, a necessidade de criação do banco, que corresponderia, segundo ele, “a uma exigência do próprio funcionamento do sistema bancário”.⁵⁴⁸

4.2.2 O equilíbrio orçamentário como precondição

Como apontamos acima, a divergência entre Bulhões e Gudin a respeito da criação do banco central seria atenuada. Na verdade, com o tempo e com as mudanças das condições econômicas brasileiras, as posições de ambos passariam a uma forte confluência. Prova disso é um artigo publicado por Bulhões em junho de 1957 no *Diário Carioca* intitulado *Reformas orçamentária e bancária*, que marca o início da segunda fase no pensamento de Bulhões sobre o banco central. Neste texto, Bulhões abandona sua posição anterior de que o banco central seria uma espécie de auxiliar na *solução* da questão do financiamento público (através da sustentação dos títulos no mercado secundário) e aproxima-se da posição de Gudin de que o equilíbrio orçamentário seria *precondição* para a constituição do banco central. Como veremos, esta posição seria mantida pelo autor até as vésperas de sua chegada ao Ministério da Fazenda.

Bulhões parte da situação vivida pelo país naquele momento, em que, segundo ele, os legisladores mostravam-se “magnânicos” ao criar despesas, mas “contrariados” ao votar

⁵⁴⁷ Celso Furtado relata isso em seu *A Fantasia Organizada* (1985). Eis o trecho completo: “No informe da Missão Abbink, havia várias referências ao projeto de reforma bancária, o que me encorajou a colocar o problema ao dr. Bulhões, com quem estive logo depois de haver visitado o professor Gudin. Encontrei-o acabrunhado com a evolução da situação. Continuava o descontrole das finanças públicas e tudo indicava que a inflação ia agravar-se. Não lhe parecia conveniente criar um Banco Central se não houvesse um propósito firme de colocar ordem nas finanças públicas. De sua visão das coisas depreendia-se que o país era vitimado por desmandos administrativos, contra os quais não era fácil lutar.” (Furtado, 1985, p. 66).

⁵⁴⁸ *O Jornal*, 12 de maio de 1955, p. 4.

impostos para cobrir esses gastos. Isto demonstraria uma indisciplina crônica do regime orçamentário, o que culminaria sempre na necessidade de novas emissões. Diz ele: “Sem esse mínimo de disciplina na conduta orçamentária, no Executivo e no Legislativo, é inútil pretender aperfeiçoar o sistema bancário [...]”.⁵⁴⁹ Neste ponto, Bulhões lança mão do argumento de Gudin de que criar o banco central num ambiente adverso representaria uma desmoralização desta instituição:

A importância da disciplina orçamentária é tão grande que sendo eu um ardoroso adepto da criação do Banco Central, julgo preferível *não criá-lo enquanto o problema do orçamento não for devidamente equacionado*. Criar um Banco Central, com um regime orçamentário anárquico, *é condenar o Banco a malogro*, antes de conseguir firmar-se na opinião pública.⁵⁵⁰

Há, portanto, um novo posicionamento do autor. Se antes o banco central fazia parte da solução do problema, a partir deste ponto solucionar o problema é pré-condição para criá-lo. A preocupação manifestada é, como dissemos, a mesma de Gudin: a de que, criado em condições não ideais, o banco central seria colocado em uma posição de desprestígio, exercendo funções diversas daquelas que deveria, ou ainda, perseguindo objetivos diversos daqueles que motivariam sua existência. Ele sumariza este argumento afirmando seu entendimento sobre a pré-condição: “Como se vê, impõe-se a criação do Banco Central, precedida, porém, da disciplina orçamentária”.⁵⁵¹

A importância que um banco central teria, segundo Bulhões, deveria advir de sua “independência e flexibilidade de atuação”. Além disso, os bons resultados que dele se poderiam esperar proviriam de sua ligação singular com a rede bancária do país. No caso do fomento a setores produtivos, Bulhões argumenta que um banco central dotado destas propriedades mencionadas faria muito mais em seu favor que possíveis bancos especializados.⁵⁵²

Em maio de 1962, Bulhões, que à época era Diretor Executivo da Sumoc, participou de uma reunião do Conselho Nacional de Economia (CNE) para discutir a reforma bancária. O CNE, que foi criado no fim dos anos 1940 enquanto órgão consultivo dos Poderes da República sobre assuntos econômicos, publicava anualmente uma “Exposição Geral da Situação Econômica do Brasil”, que era entregue a representantes do Legislativo e Executivo. Na exposição referente a 1961, o CNE fez uma ampla discussão seguida de uma série de propostas

⁵⁴⁹ Bulhões (1957, p. 2).

⁵⁵⁰ *Idem*. Ênfases nossas.

⁵⁵¹ *Idem*.

⁵⁵² *Idem*.

sobre a reforma bancária e, enquanto esta exposição era elaborada, Bulhões foi chamado a dar seu ponto de vista, o qual, nas palavras do então presidente do Conselho, Antônio Pereira Diniz, “será possivelmente o roteiro de nossa decisão”.⁵⁵³ De fato, uma comparação entre o parecer de Bulhões⁵⁵⁴ e o capítulo relativo à reforma bancária da referida exposição⁵⁵⁵ não deixa dúvidas quanto à influência do primeiro sobre o segundo.

Para além de questões operacionais da reforma bancária, como aspectos práticos do compulsório e da regulação bancária, e da reafirmação de sua oposição à criação dos bancos especializados, Bulhões enfatiza neste parecer dois aspectos em especial. O primeiro é a necessidade de criação do CMN – órgão que, para ele, seria criado não só para estabelecer aspectos normativos do banco central, mas principalmente para instrumentalizar a sua ideia do tributo monetário. Como retomaremos a discussão sobre essa ideia na próxima subseção, não nos deteremos a ela aqui, mas cabe mencionar que Bulhões compreende este tributo como indispensável à estabilização da moeda, chegando a afirmar que “[d]e nada servirá a criação de um Banco Central sem essa providência”.⁵⁵⁶

O segundo aspecto defendido por Bulhões foi a necessidade de dar um próximo passo, mesmo que modesto, na formação de uma única autoridade monetária no país. Ainda neste momento, Bulhões prescinde da ideia de se criar uma instituição chamada “banco central”, mas enfatiza a necessidade de se formatar um órgão de “disciplina da política monetária”. Em termos práticos, isto se refletiria em dar maior autonomia à Sumoc. O que pode parecer mais surpreendente – e que pode ser interpretado como um reconhecimento das limitações políticas do momento – é que Bulhões defende a conservação junto ao BB dos depósitos de carteiras tipicamente monetárias, mencionando possíveis “dúvidas e resistências à retirada de todos os depósitos do Banco do Brasil”.⁵⁵⁷ Neste sentido, ele afirma:

O que terá importância no Banco Central será o fato de vir ele a ser um órgão de orientação independente do governo, dos bancos e do público e capaz de disciplinar a política econômica e financeira [...]. Quanto ao nome, é apenas uma questão de rótulo, sem importância, podendo ser Banco Central, Sumoc ou qualquer outro. A denominação Banco Central é adotada porque ele centraliza os depósitos dos bancos, mas o interessante, neste caso, é que os depósitos continuem no Banco do Brasil.⁵⁵⁸

⁵⁵³ Conselho Nacional de Economia (1962a, p. 379).

⁵⁵⁴ *Ibid.*, pp. 379-384.

⁵⁵⁵ Conselho Nacional de Economia (1962b, pp. 157-182).

⁵⁵⁶ Conselho Nacional de Economia (1962a, p. 380).

⁵⁵⁷ *Ibid.*, p. 381.

⁵⁵⁸ *Ibid.*, pp. 381-382.

Ou seja, diante do reconhecimento de que não seria politicamente viável retirar os depósitos da guarda do BB, também não seria o caso de dar o nome de “banco central” ao órgão encarregado da orientação da política monetária: “Daí a alternativa: maiores poderes à Sumoc e criação do Conselho Monetário.”⁵⁵⁹

É notável que projeto de reforma bancária apresentado por João Goulart em 1963, que discutimos no capítulo 2, tenha refletido exatamente estas duas preocupações centrais que Bulhões estabeleceu neste parecer ao CNE: a necessidade de dar “maiores poderes à Sumoc” (via transformação do órgão em autarquia federal) e de criar o CMN enquanto órgão normativo. Mas, tal como vimos no capítulo 2, o projeto foi ainda além, propondo a extinção da Cared, Camob e Cacex, cujas estruturas passariam à Sumoc.⁵⁶⁰ À luz dessa comparação entre o pensamento de Bulhões neste momento e aquilo que foi sugerido pelo projeto de reforma bancária enviado por Goulart ao Congresso, torna-se mais compreensível como este projeto (PL 15/1963) acabou resultando na lei que efetivamente criou o BCB, sancionada por Castelo Branco (lei nº. 4595/1964).

Por fim, resta-nos discutir a participação de Bulhões na *VII Reunião de Técnicos de Bancos Centrais*, organizada pelo CEMLA e realizada no Brasil em outubro de 1963. Em sua exposição intitulada *Banco central, política tributária e orçamento*, Bulhões consolida seu entendimento de que o banco central só poderia ser criado sob certas condições. Estas condições, elencadas no título da exposição, eram: o equilíbrio do orçamento e a concessão ao Conselho Monetário do tributo monetário.⁵⁶¹

Como mencionamos no capítulo 2, Bulhões foi o único dentre os conferencistas brasileiros a refletir sobre o fato de o Brasil não ter ainda um banco central. Além disso, faz questão de assinalar que, naquele momento, o fato de o Brasil não dispor de um banco central não representava uma ausência de políticas bancárias:

Costuma-se dizer que no Brasil ainda não existe um Banco Central, o que é motivo de estranheza, pois todos os países dispõem dessa organização de comando do sistema bancário. Todavia, a afirmação de inexistência de um Banco Central é mais um equívoco de origem semântica do que o registro da ausência de orientação e controle das operações bancárias. Estas, na verdade,

⁵⁵⁹ *Ibid.*, p. 382.

⁵⁶⁰ Sobre a extinção das carteiras, ver o Art. 44 do projeto (*Diário do Congresso Nacional*, 6 de abril de 1963, pp. 1259).

⁵⁶¹ Há registro de que Bulhões tenha feito uma conferência baseada neste mesmo texto em setembro de 1963 junto ao Conselho Técnico da Confederação Nacional do Comércio. Cf. *Diário de Notícias*, 24 de setembro de 1963, p. 7.

estão subordinadas à Superintendência da Moeda e do Crédito, que, em nosso país, exerce funções atribuídas ao Banco Central nos demais países.⁵⁶²

Apesar desta questão “semântica”, Bulhões é bastante claro ao reafirmar seu diagnóstico, já por nós identificado em seus escritos dos anos 1950, de que a Sumoc, ao contrário de um banco central ideal, não dispunha de suficiente independência administrativa. Para ele, isso advinha do fato de que “nossa organização foi preparada em moldes modestos, com o propósito de evolução”,⁵⁶³ em referência ao fato de que a Sumoc havia sido criada 18 anos antes visando preparar a criação do banco central. Adicionalmente, não seria o caso de simplesmente dar à Sumoc o nome de banco central: fazê-lo seria “ludibriar a opinião pública” na medida em que “a evolução que realmente se impõe significa muito mais do que se pode atribuir a um Banco Central”.⁵⁶⁴ Prova disso seria a própria América Latina que, não obstante dispusesse de uma “constelação de Bancos Centrais”, vivia no que Bulhões chama de generalizada “anarquia monetária”.⁵⁶⁵ A partir disso, podemos conjecturar que, para além dos problemas nacionais, a experiência dos outros países latino-americanos foi importante para que Bulhões mudasse sua posição.

É notável que, para motivar sua constatação da coexistência de bancos centrais e de “anarquia monetária”, Bulhões recorre à ideia da “fraqueza de um Banco Central em meio da desordem das finanças orçamentárias”.⁵⁶⁶ Isto nos remete diretamente à linha de argumentação de Gudin que, por sua vez, nos remete a Hawtrey, tal como discutimos anteriormente. Neste sentido, Bulhões aponta que “países onde prevalece a estabilidade da moeda não somente existe razoável equilíbrio orçamentário como, além disso, se procura aperfeiçoar a coordenação da política de crédito com a política fiscal.”⁵⁶⁷ Ou seja, a estabilidade adviria de uma confluência entre as políticas do banco central e do Tesouro. Diante disso, aponta para uma série de providências possíveis para a solução do problema orçamentário, como a sistematização do orçamento federal e o fim do que chama de “chuva de emendas com que os congressistas encharcam o orçamento”.⁵⁶⁸ Em um artigo publicado naquele mesmo ano, Bulhões adicionaria a estas providências a necessidade de que “os empréstimos públicos, na fase de transição de um longo período inflacionário para um período de estabilidade, devem oferecer garantias contra a

⁵⁶² Bulhões (1964, p. 147).

⁵⁶³ *Idem.*

⁵⁶⁴ *Idem.*

⁵⁶⁵ *Idem.*

⁵⁶⁶ *Idem.*

⁵⁶⁷ *Idem.*

⁵⁶⁸ *Ibid.*, p. 151.

desvalorização da moeda.”⁵⁶⁹ Trata-se, é claro, da ideia de correção monetária, que Bulhões, enquanto Ministro da Fazenda, implementou pouco tempo depois no âmbito do Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG).

Como mencionamos, a questão orçamentária não aparece mais como a única pré-condição para o sucesso do banco central, passando a ideia do “tributo monetário” a ter alguma centralidade nesta discussão. Este instrumento imaginado por Bulhões visa, tal como discutiremos a seguir, interromper a disseminação de aumentos de preços em setores específicos da economia. A ideia do tributo monetário ganha tal espaço nas considerações de Bulhões que este afirma que o equilíbrio orçamentário, que é uma constante em suas preocupações pelo menos desde os anos 1930, não seria mais uma pré-condição suficiente. Por isso conclui: “Somente depois de *assegurada a disciplina orçamentária* [...] é que um Banco Central poderá ter êxito e, assim mesmo, se o Conselho Monetário puder dispor da *faculdade tributária* a que se faz referência nesta exposição.”⁵⁷⁰

Em suma, temos que esta segunda fase do pensamento de Bulhões sobre o banco central, que compreende de meados dos anos 1950 até início dos anos 1960, é marcada pelo estabelecimento de pré-condições à criação do banco central. A motivação dessas pré-condições é o entendimento de Bulhões de que o objetivo da estabilização não seria alcançado apenas com uma política adequada do banco central, sendo necessária uma confluência desta com a política fiscal. Na prática, isso representou uma adesão aos argumentos de Gudin contrários à criação do banco central em condições não ideais. Conforme vimos, de fato, a certa altura Bulhões aproximou-se bastante da posição de Gudin, valendo-se da ideia da suscetibilidade dos bancos centrais aos governos e ainda da possível desmoralização do banco, se criado em condições não ideais. Bulhões não chega, como o fez Gudin, a estabelecer o que chamamos de pré-condições intangíveis, mas argumenta, desde meados dos anos 1950, em favor da necessidade do equilíbrio orçamentário e, a partir dos anos 1960, da importância do tributo monetário. A centralidade que a ideia do tributo monetário assume no pensamento de Bulhões a respeito do banco central impõe-nos um estudo pormenorizado dessa questão. É o que faremos na próxima subseção.

4.2.3 O tributo monetário

A ideia do tributo monetário destaca-se no pensamento de Bulhões por algumas razões. Em primeiro lugar, trata-se de uma ideia peculiar, que não encontramos no pensamento de

⁵⁶⁹ BULHÕES, O. G. “Política Monetária”, *O Jornal*, 30 de janeiro de 1963, p. 3.

⁵⁷⁰ Bulhões (1964, 151). Ênfases nossas.

nenhum dos outros autores aqui considerados, não constituía nenhum tipo de consenso e tampouco era um assunto amplamente debatido ou objeto de matéria legislativa até 1964. Além disso, é uma proposta que, dado o seu objetivo de forte intervenção setorial direta, pode ser considerada surpreendente vinda de um autor que é um expoente do liberalismo brasileiro. Adicionalmente, Bulhões expôs essa ideia à crítica e encontrou pouco apoio a ela dentre autores estrangeiros, notadamente Viner e Haberler. Assim, não obstante reiteradamente reconheça as dificuldades de sua implementação, ele não abriu mão desta ideia e defendeu-a ao longo de décadas, chegando a condicionar a criação do banco central ao estabelecimento do referido tributo. Por fim, Bulhões, tão logo assumiu o Ministério da Fazenda em 1964, tenta implementar o tributo monetário, cuja experiência nos moldes por ele imaginados dura pouco tempo. Trata-se, portanto, do caso de uma ideia que, após ser sustentada por anos, chega a ser implementada como política pública pelas mãos de seu principal defensor. Sendo assim, nos dedicaremos aqui a investigar as origens desta ideia, passando pelo seu desenvolvimento e tentativa de implementação, concluindo com uma síntese sobre nossa discussão deste instrumento.

Em toda a discussão empreendida até 1964, um diagnóstico básico de Bulhões é preservado: para ele, a causa *fundamental* da inflação é o déficit público. Não obstante, alguns setores da economia seriam francos propagadores da inflação. Como discutiremos em detalhes, Bulhões foca suas preocupações em dois setores específicos: o de exportações e o financeiro. A fim de conter a alta dos preços, à autoridade monetária deveria ser concedido o poder de intervir diretamente nas atividades destes setores. Esta intervenção só poderia ocorrer de forma satisfatória se a referida autoridade dispusesse da faculdade de manejar um “tributo monetário”. Subjacente a esta ideia está uma compreensão explícita de Bulhões (com a qual Gudin concorda, como veremos) de que o mercado privado tem certas falhas que culminam no agravamento da questão inflacionária. Diante da ausência de qualquer perspectiva sobre uma solução advinda do próprio mercado (que não seja na forma de crise), medidas de regulação e direcionamento por parte da autoridade monetária seriam necessárias.

Origens: o diagnóstico dos focos de inflação

O livro *Orientação e controle em economia* (1941) é uma espécie de primeiro manifesto de Bulhões em favor de sua ideia de que existiam focos inflacionários na economia e que a autoridade monetária deveria agir diretamente sobre eles. Praticamente todos os princípios que guiam as exposições posteriores de Bulhões sobre a ideia do tributo monetário encontram-se neste trabalho. Aqui, porém, o que ele propõe e defende não é o tributo, mas sim uma política

de crédito seletivo. Para fazê-lo, Bulhões apoia-se em duas distinções centrais: uma de natureza teórica e outra de política econômica.

A distinção teórica refere-se à diferença entre o que ele chama de “produtividade técnica”, que consiste em aprimoramentos tecnológicos que permitem às firmas produzir mais com menos insumos, e a “produtividade monetária”, que alude a situações em que as firmas produzem mais por conta de lucros maiores advindos de inflação, poder de mercado ou flutuações esporádicas nos preços. Esta distinção teórica já estava presente em um dos textos de 1937 que Bulhões escreveu sobre banco central, no qual aponta para a existência de “produções mimadas pelas vantagens efêmeras de lucros extraordinários”, os quais representariam “uma riqueza inexistente”.⁵⁷¹ A origem desta compreensão parece remeter à própria formação de Bulhões. Ao relatar, por exemplo, suas primeiras leituras de Wicksell, Bulhões aponta que a teoria do investimento deste autor impressionou-o positivamente e, a partir dela, constatou que seria do investimento, o qual se reflete em aprimoramentos produtivos, “que provém o verdadeiro lucro, não o decorrente da elevação dos preços.”⁵⁷²

A distinção de política econômica refere-se à diferença entre o que Bulhões chama de “crédito quantitativo” ou indireto (manejo de instrumentos tradicionais de taxas de juros ou operações de mercado aberto cujos efeitos recairão sobre todos os setores da economia) e o “crédito qualitativo” ou direto (manejo de instrumentos a fim de impactar as atividades de firmas ou setores específicos). Esta distinção já se encontra na tese de cátedra de Bulhões, de 1936, em que ele aponta que, enquanto políticas de crédito geral afetam apenas a relação entre moeda e mercadorias, políticas seletivas afetam a relação entre mercadorias. A partir de correções seletivas, encorajando ou desencorajando certas atividades, a autoridade monetária poderia alcançar com mais eficiência o que Bulhões chama de “uniformização do progresso”.⁵⁷³

A principal tese de Bulhões em *Orientação e controle em economia* é a de que, reconhecendo que a economia só se beneficia da produtividade técnica, torna-se um objetivo evitar que capitais e fatores de produção desloquem-se predominantemente a firmas que ampliam sua produção motivadas pela produtividade monetária. Este objetivo, porém, não seria alcançado com políticas de crédito quantitativo, mas sim com o qualitativo, haja vista que se pretende desencorajar atividades em setores específicos e não de todos os setores. Para

⁵⁷¹ Bulhões (1937, p. 40).

⁵⁷² Bulhões ([1989] 2019, p. 26). Sobre isso, diz ele em um trabalho do fim dos anos 1960: “Foi Knut Wicksell [...] que deu ênfase à mudança de escala de produção como característica do investimento e assinalou o acréscimo de produtividade como fonte do lucro. [...] Sua grande contribuição, de natureza caracteristicamente estrutural, é a demonstração de o lucro provir do investimento, em contraste com o secular conceito de lucro adstrito à valorização ou desvalorização das mercadorias.” (Bulhões, 1969, pp. 35-36, ênfases dele).

⁵⁷³ Bulhões (1936, p. 55).

corroborar seu argumento, apontando para os perigos de a economia conviver com setores mais inflacionados que outros, Bulhões refere-se ao trabalho pioneiro de Jan Tinbergen sobre flutuações econômicas nos EUA, *Business Cycles in the United States, 1919–1932* (1939).⁵⁷⁴ Um exemplo que Bulhões (1941, pp. 69-76) toma deste último trabalho é o de que, no fim dos anos 1920, os EUA conviviam a um só tempo com deflação em alguns setores “reais”, como o setor imobiliário, mas com alta inflação no mercado de capitais. Em uma situação desta natureza, Bulhões argumenta que seria cabível que a autoridade monetária aplicasse medidas para limitar os ganhos em setores encorajados pela produtividade monetária, já que “o crédito se encaminha para os centros da inflação, isto é, intensifica ele o fluxo de capital do setor em depressão para o setor em expansão.”⁵⁷⁵ Ou seja, em vez de desestimular o crédito total, o recomendável seria desestimular o crédito que se destinava ao setor inflacionado.

O caso a que Bulhões refere-se a partir de Tinbergen é sugestivo de o quanto a experiência dos EUA nos anos 1920 e a consequente Grande Depressão eram, para ele, ao mesmo tempo emblemáticas e motivos para preocupações quanto à possível ocorrência de caso semelhante no Brasil. Em um texto posterior, em que já defendia o tributo monetário, Bulhões chega a afirmar: “Creio não incorrer em erro se afirmar que a depressão de 1930 teria sido evitada se, na época, prevalecesse [nos EUA] a conjugação da incidência de impostos e a dosagem do crédito como elementos complementares da política monetária.”⁵⁷⁶ Trata-se, portanto, de um acontecimento histórico que motiva Bulhões em suas considerações acerca dos instrumentos de que a autoridade monetária deveria dispor para controlar o setor financeiro: primeiro com a sugestão do controle qualitativo (ou direto) do crédito, depois com o tributo monetário.

Pensando na execução de aplicação sistemática do crédito qualitativo no caso brasileiro, Bulhões sugere que se incluísse nos projetos de criação de banco central o que ele chama de “um novo processo de discriminação de crédito”.⁵⁷⁷ O procedimento sugerido por ele é, resumidamente, o seguinte: em momentos em que a produtividade monetária se tornasse um problema, o banco central limitaria ao mínimo necessário o caixa dos bancos (para diminuir o grau de discricionariedade destes) e ditaria uma política de crédito seletivo, dando “ciência aos bancos da política dos empréstimos a seguir, mostrando a conveniência de reduzir o crédito

⁵⁷⁴ Tinbergen foi, junto de Ragnar Frisch, o primeiro vencedor do Prêmio Nobel de Economia, em 1969. Conforme De Vroey (2016, p. 25), o referido trabalho de Tinbergen sobre flutuações econômicas é pioneiro no desenvolvimento de modelos macroeconômicos.

⁵⁷⁵ Bulhões (1941, p. 76).

⁵⁷⁶ Bulhões (1969, p. 85).

⁵⁷⁷ Bulhões (1941, p. 83).

nesse ou naquele setor e desenvolvê-lo noutros”.⁵⁷⁸ Trata-se, como se vê, de uma ideia de forte teor intervencionista, chegando a um certo dirigismo setorial.

Bulhões submeteu esta ideia de controle direto do crédito à avaliação de dois economistas americanos: Emanuel A. Goldenweiser, diretor de pesquisas e estatísticas do *Fed*, e Jacob Viner, professor da Universidade de Chicago. Bulhões não o fez diretamente, mas sim através de Arno Konder, embaixador brasileiro à época trabalhando nos EUA. Nas cartas enviadas em resposta a Konder, Goldenweiser (15 jun. 1940) e Viner (17 out. 1940) não mencionam Bulhões, o que sugere que analisaram o material desconhecendo a sua autoria. Ambos, embora reconheçam que o crédito qualitativo possa ter importância em certos casos, são críticos à ideia de Bulhões de dar proeminência a este instrumento no combate à inflação.

A crítica de Goldenweiser (15 jun. 1940) foca na inconveniência da proposta de que o banco central “dirija” o crédito bancário. Para ele, distorções poderiam advir do estabelecimento, pela autoridade monetária, de quais setores deveriam ser desestimulados. Além disso, segundo Goldenweiser, os bancos poderiam encontrar meios de contornar estas determinações do banco central, já que os setores cujo crédito foi restrito naturalmente passariam a oferecer taxas de juros mais elevadas.

Viner (17 out. 1940) fez uma crítica mais extensa e incisiva. Ele argumenta que as conclusões a que Bulhões chega são baseadas mais em estatísticas da economia dos EUA nos anos 1920 do que em uma análise geral: para Viner, esta deveria preceder a observação dos dados estatísticos. Além disso, argumenta que a crise que ensejou a Grande Depressão não poderia ser creditada ao uso de instrumentos quantitativos (em detrimento dos qualitativos) pelo *Fed*, já que estes eram ainda muito pouco desenvolvidos e havia pouca experiência em seu manejo. A crítica central de Viner parte da constatação de que a medida proposta por Bulhões, que seria uma fórmula muito simplificada para guiar o crédito qualitativo, representaria um entrave às forças do mercado, que naturalmente encaminham recursos às atividades mais lucrativas.⁵⁷⁹ Além disso, teria como pressuposto a ideia de que a autoridade monetária conhece melhor as condições dos mercados que os próprios agentes econômicos – tese com a qual ele não poderia concordar. Para Viner, o estabelecimento de políticas de estímulo e desestímulo

⁵⁷⁸ *Idem*.

⁵⁷⁹ Quando considera a menção de Bulhões ao caso do setor imobiliário nos EUA nos anos 1920 relativamente a outros setores mais inflacionados, Viner diz: “This seems to me, with all due respect, to reflect both a failure to grasp the extent of the range and the complexity of the considerations which wise central bankers would have to take account in introducing qualitative standards into their control policy, and to reflect also acceptance of a particular over-simple formula for qualitative control which would violate a fundamental economic principle, namely, that productive resources should be allocated to the most valuable of their potential uses.” (Viner, 17 out. 1940, p. 5)

focadas em setores específicos traria consigo uma série de dificuldades, como possíveis erros oriundos da análise dos dados, pressões de certos setores e suspeitas de favorecimento indevido.

Quem também analisou este estudo de Bulhões foi Gudin. Para ele, a ideia proposta por Bulhões “tem, evidentemente, os característicos de uma economia estritamente dirigida”, mas que se justificaria na medida em que “o livre jogo do movimento econômico tem dado lugar a uma fase de ciclos de prosperidade e de depressões de efeitos prejudiciais à economia de todas as Nações.”⁵⁸⁰ Para Gudin, o sistema bancário, ao conceder empréstimos, só se preocupa com a solidez das garantias oferecidas pelo prestador e não com a finalidade dos recursos. Por isso, embora considere “por demais drástico”⁵⁸¹ o método de execução proposto por Bulhões, Gudin concorda que caberia a um “organismo central” dirigir a distribuição de crédito entre os diferentes setores “na proporção que melhor conviesse para manter o equilíbrio do sistema econômico e evitar violentas oscilações de prosperidade e depressão”.⁵⁸² Há, portanto, por parte de Gudin, concordância em relação aos diagnósticos centrais e anuência quanto às soluções propostas por Bulhões. Gudin, aliás, em seu *Rumos de política econômica* (1945), não só adota os termos “produtividade técnica” e “produtividade monetária”,⁵⁸³ como também volta a defender a necessidade do banco central controlar o “destino do crédito”.⁵⁸⁴

Em um artigo posterior, Gudin (1947) analisaria a discordância entre Viner e Bulhões, argumentando que ela se deve ao fato de que, enquanto o primeiro considerava uma economia em “condições de evolução normal”, o segundo tinha em mente “o caso de uma economia ameaçada de sério desequilíbrio [...], *sem probabilidade aparente de autocorreção*. Porque casos há em que o fracasso ou a depressão chegam antes dessa autocorreção. Haja vista 1929.”⁵⁸⁵ Novamente há aqui uma referência ao colapso financeiro dos EUA, desta vez feita por Gudin. O argumento central é o de que não haveria entre Bulhões e Viner uma discordância fundamental, apenas diferentes pontos de partida nos respectivos raciocínios. Para Gudin, não havendo no Brasil as condições de uma economia em “evolução normal” que Viner teria em mente, o direcionamento de recursos a setores de predominante produtividade monetária não resultaria simplesmente em queda da rentabilidade associada a estes setores (como previsto pela teoria), mas sim em crises e possíveis depressões. Assim, seriam justificáveis no Brasil as

⁵⁸⁰ Gudin (1941, pp. 99-100)

⁵⁸¹ Gudin (1947, p. 121).

⁵⁸² Gudin (1941, p. 98).

⁵⁸³ Gudin, ([1945] 2010, p. 115).

⁵⁸⁴ *Ibid.*, p. 87.

⁵⁸⁵ Gudin (1947, p. 122). Ênfase dele.

intervenções diretas da autoridade monetária propostas por Bulhões, tendo em vista desencorajar o aumento da produção em determinados setores.

O tributo monetário como solução

Na subseção anterior, vimos que a origem das preocupações de Bulhões com os focos de inflação esteve associada, sobretudo, à experiência do colapso dos EUA nos anos 1920 e 1930, a partir do que ele propôs que a autoridade monetária pudesse dispor do crédito seletivo (ou “qualitativo”, ou ainda “direto”) para controlar o setor financeiro. O desenvolvimento do pensamento de Bulhões sobre o assunto terá, como veremos a seguir, dois importantes desdobramentos: o surgimento da inovativa ideia do tributo monetário e a colocação do setor exportador em primeiro plano como passível de incidência deste tributo.

Os termos “produtividade técnica” e “produtividade monetária” seriam logo abandonados por Bulhões, talvez por possível imprecisão conceitual. Não obstante, a ideia apresentada por ele, i.e., a diferenciação entre as duas razões para ampliar a produção, seguiria presente em seu pensamento. Em *Dois conceitos de lucro* (1969), livro lançado por ele após deixar o Ministério da Fazenda, há uma exposição mais clara a respeito de como ele entende esta diferenciação – que é fundamental para motivar a ideia do tributo monetário. Neste trabalho, são apresentadas as noções de “lucro de eficiência” e “lucro especulativo”. Os lucros de eficiência seriam “lucros originados do acréscimo de renda dos investimentos”, i.e., aqueles advindos dos aprimoramentos da técnica produtiva, enquanto os lucros especulativos seriam “lucros de caráter pecuniário, [...] decorrentes da transferência de renda”, ou seja, advindos simplesmente da elevação dos preços.⁵⁸⁶

Bulhões chega a sugerir que os empresários brasileiros tinham maior inclinação pelo lucro especulativo por conta de certa reminiscência do mercantilismo: “descendemos de um povo que floresceu com o mercantilismo”, sistema em que “o lucro está subordinado à valorização ou desvalorização do produto.”⁵⁸⁷ Ao lucro especulativo, porém, não estaria associado qualquer ganho em termos econômicos, sendo simples transferência de renda àquele que passa a vender um produto mais caro. O desenvolvimento econômico estaria associado ao lucro de eficiência, para o qual poupança e investimento são condições, que oferece acréscimo de bem estar à toda a sociedade: ao consumidor, sob a forma de produtos melhores e mais baratos; aos acionistas, com mais dividendos; ao governo, com mais impostos; aos

⁵⁸⁶ Bulhões (1969, p. 32).

⁵⁸⁷ *Ibid.*, p. 30.

trabalhadores, com melhores salários.⁵⁸⁸ Entendida esta diferenciação entre lucro especulativo e de eficiência – e a importância que Bulhões via em desencorajar o primeiro e fomentar o segundo – ficam mais claros os objetivos que ele tinha em mente ao propor e defender por tanto tempo o tributo monetário. Como ele diz em um artigo de 1966, “um país como o nosso, cuja economia floresceu mais através da *valorização* dos produtos do que através da produtividade técnica, tem que passar por uma fase educacional, da qual o sistema tributário não deve ser alheio.”⁵⁸⁹

Em um artigo de 1943, Bulhões já advertia sobre o que chama de o problema dos “sobrelucros”, fenômeno pelo qual se eleva a “produção em bases antieconômicas, ou seja, pelo aumento da produção com acréscimo de despesas no custo unitário”.⁵⁹⁰ Neste ponto, ele associa o lucro especulativo à elevação dos custos de produção. A essência deste argumento pode ser resumida nos seguintes termos:

Se [...] os lucros aumentam em função do aumento do preço de venda, a concorrência assume um caráter antieconômico. A margem de lucros pecuniários dá lugar à produção em bases de custo crescente, o que equivale dizer que, a cada unidade a mais de produção, podem corresponder, sem prejuízos, acréscimos de custo crescente.⁵⁹¹

O lucro especulativo, além de não trazer consigo qualquer ganho à economia, fomentava a elevação dos custos de produção. Isto é, se os lucros estão aumentando por aumento dos preços, a disposição a pagar da firma por unidades adicionais de fatores de produção também aumenta. Assim, a inflação que até então estava restrita ao produto final, passa agora ao mercado de fatores. É assim que Bulhões vê o lucro especulativo como fomentador da propagação da inflação. Impunha-se, portanto, um controle direto e focalizado da inflação. Não obstante, ainda no texto de 1943, ele retoma a discordância com Viner e admite que seus argumentos sobre o assunto ainda eram relativamente frágeis: “[e]m minhas argumentações recentes com o professor Jacob Viner, [...] verifiquei que as considerações de que tenho lançado mão são ainda fracas, embora hoje mais seguras do que as que expendi no citado folheto [*Orientação e controle em economia*]”.⁵⁹² E, de fato, mesmo reconhecendo possíveis problemas, Bulhões reafirma seus diagnósticos no estudo *O Banco Central no Brasil*, de 1946,

⁵⁸⁸ *Ibid.*, pp. 36-37.

⁵⁸⁹ Bulhões (1966, p. 98). Ênfase dele. Tradução livre do trecho: “A mi entender, un país como el nuestro cuya economía ha florecido más con las *valorizaciones* de los productos que con la productividad técnica, tiene que pasar por una fase educativa, a la que el sistema fiscal no debe ser ajeno.”

⁵⁹⁰ Bulhões (1943, p. 4).

⁵⁹¹ Bulhões (1946, pp. 22-23).

⁵⁹² Bulhões (1943, p. 4).

que já discutimos, mas desta vez com uma diferença fundamental: além da política de crédito seletivo, ele passa a defender a ideia do tributo monetário. Pouco antes da publicação deste estudo, em agosto de 1946, Bulhões já havia defendido, durante a I Reunião de Técnicos de Bancos Centrais do Continente Americano, ocorrida no México, a conveniência de “conjugarse sistematicamente uma *disposição de ordem tributária* com as medidas de restrição ou ampliação do crédito, seletivo ou global”, conforme relatado por ele mesmo.⁵⁹³

Cabe aqui, afinal, uma definição precisa do que Bulhões entende por este “tributo monetário”. Trata-se de um instrumento de política econômica focalizado cujo objetivo é tributar setores em que o acréscimo da demanda supera a sua capacidade de oferta. Na ausência do tributo, o referido acréscimo da demanda resultaria em elevação não apenas dos preços do produto final, mas também dos preços dos fatores de produção, uma vez que a capacidade de oferta já teria sido atingida. Ou seja, o resultado seria uma alta generalizada dos preços da economia, resultando em mais inflação. A partir do tributo, as “autoridades monetárias ficariam autorizadas a fixá-lo sobre os acréscimos de preços.”⁵⁹⁴ Com isso, o lucro bruto das firmas seria congelado e não haveria incentivos à ampliação da produção para além da capacidade, de modo que o aumento dos preços não se alastraria por toda a economia.

Uma questão que se coloca nesse ponto é a seguinte: por que a política de crédito seletivo, que era o instrumento inicialmente defendido, não seria suficiente, devendo ser conjugada com o tributo monetário? Ao longo de seus trabalhos, Bulhões apontaria três razões principais para isso. A primeira é a de que algumas empresas, principalmente as maiores, não seriam dependentes do crédito bancário, na medida em que poderiam dispor, sobretudo nas fases de bonança, de caixa próprio.⁵⁹⁵ A segunda razão é a de que, nas fases de expansão, há também um aumento no volume dos empréstimos não bancários. Mais uma vez, Bulhões exemplifica esta situação baseando-se na experiência dos EUA antes da Grande Depressão.⁵⁹⁶

⁵⁹³ Bulhões (1964, pp. 147-148). Ênfase nossa. A origem da ideia do tributo monetário é relatada por Bulhões em duas oportunidades. Em seu depoimento ao CPDOC nos anos 1980, Bulhões ([1989] 2019, p. 180) aponta que enquanto estava nas Nações Unidas, em 1946, fez estudos no sentido de “permitir que o Conselho Monetário pudesse modificar, ou seja, aumentar ou reduzir as alíquotas dos impostos, por delegação do Congresso, à medida que o aumento ou a redução viesse a favorecer a expansão ou a restrição da atividade econômica, segundo as circunstâncias.” No referido estudo de 1946, ele aponta que a ideia “resultou de uma palestra que tive o prazer de manter no ‘Board of Governors’ do ‘Federal Reserve’, com Walter Gardner, Richard Musgrave e Robert Triffin” (Bulhões, 1946, p. 24).

⁵⁹⁴ Bulhões (1946, p. 23). Ênfase nossa.

⁵⁹⁵ Em relação a políticas gerais sobre a taxa de juros, Bulhões (1963, p. 3) argumenta que, mesmo que fossem bem executadas, sempre teriam efeito parcial já que “empreendedor algum corre o risco de financiar integralmente um empreendimento à custa de empréstimos.”

⁵⁹⁶ Bulhões (1946) cita um relatório do *Fed* segundo o qual: “In 1928 and 1929, [...] during the most extravagant phases of the stock market boom, excessive credit demands were reflected in an increase in borrowings from nonbanking lenders, and an unprecedented increase in the activity of bank deposits, without an increase in their total volume. Reserve requirements, consequently, failed completely during those crucial years to act as a brake

Por fim, a terceira razão é o que Bulhões chama de “estreita [...] interdependência dos mercados financeiros”,⁵⁹⁷ fenômeno pelo qual políticas de crédito seletivo poderiam acabar afetando outros setores além daqueles inicialmente pretendidos. Assim, o tributo monetário seria uma solução para: i) controle direto da inflação em setores que não estão diretamente dependentes do crédito bancário; e ii) melhor focalização dos setores cujas atividades a política pretende afetar.

Um aspecto importante que Bulhões enfatiza recorrentemente nos textos em que trata do assunto é o de que esta faculdade concedida à autoridade monetária não teria qualquer intuito arrecadatário para o governo, mas somente a finalidade de integrar a política monetária: “[h]á, exclusivamente, a finalidade de postergar um encargo, transferir um acréscimo de poder de compra ou evitar uma depreciação extemporânea. É política rigorosamente de caráter monetário, que reforça a política de crédito.”⁵⁹⁸ Dada essa natureza, o tributo poderia, num primeiro momento, ser enquadrado como um tributo extrafiscal.⁵⁹⁹ Apesar disso, Bulhões aponta que os recursos deveriam ser restituídos ao setor “quando se verificasse o declínio dos aludidos preços”,⁶⁰⁰ de modo que o tributo monetário seria, na verdade, uma espécie de “empréstimo forçado”.

O estudo *O Banco Central no Brasil* (1946) contém um parecer de Haberler sobre a ideia do tributo monetário. Haberler, que, tal como Viner, é um economista identificado com ideias liberais, mostrou-se cético em relação à proposta, já que o tributo poderia acabar incidindo sobre firmas cujos preços subiram simplesmente por mudanças nos preços relativos da economia. Para ele, o problema inflacionário deveria ser enfrentado não com políticas seletivas ou setoriais, mas sim “através de restrições gerais de crédito ou possivelmente através de políticas fiscais anti-inflacionárias.”⁶⁰¹ Bulhões certamente não discorda dessa concepção: a necessidade de controle do crédito e do equilíbrio orçamentário são ideias que, como vimos

on the unsound use of credit.” (Report of the Committee of Bank Reserves of the Federal Reserve System, 1931, pp. 8-9 *apud* Bulhões, 1946, p. 61, nota 15).

⁵⁹⁷ Bulhões (1963, p. 3).

⁵⁹⁸ Bulhões (1964, p. 148).

⁵⁹⁹ Conforme Silveira (2009, p. 283): “A *extrafiscalidade* significa o uso dos tributos para finalidades diversas da arrecadação de recursos para os cofres públicos; é nesse caso instrumento para políticas sociais, econômicas, culturais e outras desejáveis pelo legislador.”

⁶⁰⁰ Bulhões (1946, p. 24).

⁶⁰¹ Ênfase nossa. O trecho completo é: “I have read your memorandum on principles of qualitative credit controls with much interest, but I must say I am a little skeptical about the idea of combating inflation by special taxes on industries whose prices go up even if there was no general inflation, but only a change in relative prices, say price A going up and price B going down. You probably mean, however, in case of a real inflation where all prices rise although some more than others. I must say I still think that it would be better not to use selective devices but rather try to combat inflation by general credit restriction or possibly by anti-inflationary fiscal policies.” (Haberler *apud* Bulhões, 1946, p. 62, nota 16).

anteriormente, são recorrentes em suas análises. Não obstante, mesmo diante das objeções de Haberler, Bulhões insiste na ideia do controle focalizado via tributo monetário, argumentando que, diante de um aumento de preços, seria necessário “impedir a difusão dos efeitos dessa alta pelo congelamento do acréscimo de renda, *pouco importando a origem da maior procura*, isto é, se provocada por um surto de inflação ou pelo deslocamento da procura de determinadas mercadorias para outras”.⁶⁰² Ou seja, uma vez que a capacidade de oferta estivesse em seu limite, para a autoridade monetária a aplicação do tributo deveria ocorrer independentemente da razão pela qual se deu o aumento de preços.

A ideia do tributo voltaria a aparecer em *À Margem de um Relatório* (1950), como uma sugestão de Bulhões na seção em que discute problemas monetários, apontando que a política monetária não poderia limitar-se ao crédito. Bulhões relata que não sugeriu a inclusão da ideia no relatório da Missão Abbink por tratar-se “de medida ainda em fase de inovação”, mas que “a importância do sistema fiscal como meio de controle monetário é, a meu ver, claramente verificável.”⁶⁰³

Os trabalhos *O Banco Central no Brasil* e *À Margem de um Relatório*, que foram publicados no pós-Guerra, têm uma característica comum: neles, Bulhões discute a ideia do tributo monetário partindo de algumas considerações de Raúl Prebisch sobre as tendências dos preços de gêneros primários em países periféricos. Em *À Margem de um Relatório*, Bulhões aborda, a partir do artigo *O Desenvolvimento Econômico da América Latina e seus Principais Problemas*, de Prebisch, publicado em 1949 pela RBE,⁶⁰⁴ as tendências de alta dos preços das matérias primas nas fases de expansão global e de declínio nas fases de depressão. Preocupado sobretudo com as altas na fase de expansão, Bulhões identifica no setor exportador a motivação de ampliação da produção pelo lucro especulativo:

Na ânsia de conseguirem a matéria prima necessária à expansão industrial, os industriais não hesitam em oferecer preços cada vez mais altos, diminuindo o acréscimo de lucros e de salários, como bem acentua o professor Prebisch, em favor dos produtores de bens primários, com o propósito de conseguirem rapidamente o aumento da quantidade de matérias primas de que carecem. [...] O aumento da produção de matérias primas, bafejado pela crescente ascensão dos preços de venda, realiza-se em bases de custo crescente.⁶⁰⁵

O problema identificado por Bulhões é o de que, em geral, o aumento da produção de matérias primas era essencialmente motivado pelo aumento do seu preço internacional – e não

⁶⁰² Bulhões (1946, p. 30). Ênfase nossa.

⁶⁰³ Bulhões (1950, p. 58).

⁶⁰⁴ Cf. Prebisch (1949).

⁶⁰⁵ Bulhões (1950, p. 56).

por aprimoramentos técnicos. As consequências deste fenômeno sobre países produtores de matérias primas, como o Brasil, seriam no sentido da ampliação das receitas de exportação (que podem pressionar a demanda interna), a elevação dos preços dos gêneros primários no próprio país e aumento dos custos dos fatores de produção, cuja demanda aumenta para satisfazer a produção dos bens primários. E não sendo estes fenômenos facilmente controláveis por políticas de crédito, impunha-se o emprego do tributo monetário sobre os acréscimos de preços de gêneros exportados.

Mecanismos como controle de preços e estocagem de gêneros primários são considerados inoportunos por Bulhões, de modo que o controle deveria ser feito via tributação. Assim, posteriormente, ele chegaria a propor uma espécie de “convênio fiscal” entre países, a ser intermediado pelo FMI, de modo a estabilizar o fluxo de recursos comerciais: “[a] maneira de estabilizar um mínimo de receita cambial – sem forçar a estabilização dos preços – é mediante a aceitação de um tributo internacional, nos territórios nacionais.”⁶⁰⁶ Tomando um certo preço de referência do produto comercializado (digamos, o preço de equilíbrio), se o preço de mercado cai, um tributo deveria incidir sobre a diferença em favor do país exportador; se, ao contrário, o preço de mercado sobe e fica acima do preço de referência, um imposto deveria incidir sobre a diferença em favor do país importador. Desta forma, as receitas cambiais de cada país seriam mais estáveis. Diante, porém, da quase impossibilidade de se implementar um mecanismo de abrangência internacional, Bulhões concentrou seus esforços na criação deste instrumento em nível nacional.

Note-se que, se no início dos anos 1940 Bulhões tinha suas preocupações voltadas aos focos de inflação oriundos do próprio mercado interno, no pós-Guerra, após o considerável ingresso de divisas no país pela ampliação das exportações, Bulhões passou a direcionar suas preocupações à inflação oriunda do comércio internacional. Esta compreensão é reforçada por um artigo de 1951, quando Bulhões define o tributo monetário como um instrumento que recairia “sobre diferenças de preço de exportação ou diferença de receitas”, e cujos recursos seriam restituídos “à circulação em caso de cessação dos surtos inflacionários originados por esses acréscimos de preços ou por esses acréscimos de receitas.”⁶⁰⁷ Com isso, completam-se as duas preocupações centrais de Bulhões no que se refere ao tributo monetário – que serão repercutidas quando da tentativa de implementação da ideia em 1965: as operações financeiras internas e as exportações.

⁶⁰⁶ Bulhões (1969, p. 107).

⁶⁰⁷ Bulhões (1951, p. 21). Ênfase dele.

A ideia do tributo monetário encontrou algum espaço no pensamento de Gudin. Em um artigo de meados dos anos 1950, Gudin, em linha com as ideias de Bulhões que apresentamos até aqui, argumenta que a política de crédito não seria suficiente para a estabilização dos preços. Por conta disso, a política tributária, em harmonia com a política monetária, deveria variar nas fases de expansão e depressão. Assim sendo, Gudin aponta que seria indispensável uma “colaboração do Banco Central na política tributária”.⁶⁰⁸

No início dos anos 1960, a ideia do tributo consolida-se de tal forma no pensamento de Bulhões que ele passa a considerá-lo – junto do equilíbrio orçamentário, como já discutimos anteriormente – como uma pré-condição para a criação do banco central. É isto que se constata a partir de seu parecer ao CNE (1962) e de sua participação na VII Reunião de Técnicos de Bancos Centrais (1963).

No parecer ao CNE, em que defende a criação do Conselho Monetário Nacional, Bulhões sustenta que este deveria cuidar não “somente dos problemas monetários e sim também dos de natureza fiscal”,⁶⁰⁹ ressaltando-se que estes últimos não se referem ao orçamento ou à arrecadação pública, mas sim ao tributo monetário (que ele chama de “sobretaxa”). Para Bulhões, “mais importante do que saber se deve ou não haver um Banco Central, é a criação de um Conselho Monetário com essa faculdade” tributária.⁶¹⁰ Ele reitera que os recursos advindos do tributo deveriam ser manejados de tal forma “não para recolhê-los ao Tesouro Nacional ou incorporá-los à receita do país”, mas sim para “formar um fundo, uma *reserva monetária*”.⁶¹¹ E reitera a concepção do instrumento como uma espécie de empréstimo forçado: “Quando os preços subissem, essa reserva aumentaria, pelo aumento das sobretaxas, e quanto os preços baixassem, essa mesma reserva seria utilizada, equilibrando os preços.”⁶¹² O termo aqui usado para descrever a arrecadação – reserva monetária – é exatamente o que aparece na legislação que posteriormente instituiria os tributos monetários.

O CNE acataria a sugestão de Bulhões, ao recomendar, em sua Exposição Geral referente a 1961, que as faculdades do Conselho Monetário “deveriam abranger também o setor fiscal”, manejando sobretaxas tendo em vista o “combate a pressões inflacionárias ou deflacionárias.”⁶¹³ Não obstante, há nesta exposição o argumento de que os recursos advindos deste instrumento seriam úteis na medida em que “há momentos na conjuntura que exigem

⁶⁰⁸ Gudin (1954, p. 17).

⁶⁰⁹ Conselho Nacional de Economia (1962a, p. 380).

⁶¹⁰ *Idem*.

⁶¹¹ *Idem*. Ênfase nossa.

⁶¹² *Idem*.

⁶¹³ Conselho Nacional de Economia (1962b, p. 181).

imediatamente aumento de arrecadação para diminuir o déficit orçamentário sem recurso à emissão.”⁶¹⁴ É claro que se trata de um desvirtuamento fundamental da ideia de Bulhões, já que este sempre fez a ressalva – inclusive para o próprio CNE – de que os recursos advindos do tributo monetário não deveriam ter qualquer propósito arrecadatório para o Tesouro.

Em fevereiro de 1963, Bulhões discute a ideia em um artigo jornal, argumentando desta vez que “certos encargos fiscais de caráter nitidamente monetário”, a serem manejados pelo Conselho da Sumoc, poderiam ter importância no estímulo ao investimento interno.⁶¹⁵ Em outubro do mesmo ano, ao participar da VII Reunião de Técnicos de Bancos Centrais, ele voltaria ao assunto, apontando que a relevância do instrumento que propunha adviria do fato de que “um Banco Central, por si só, através da rede bancária ou do mercado financeiro, não está em condições de abranger os fenômenos monetários na multiplicidade de suas manifestações.”⁶¹⁶

Os anais da referida reunião não contêm as notas taquigráficas das sessões, de modo que não nos é dado saber quais comentários, críticas ou apoios estas manifestações de Bulhões receberam por parte dos demais técnicos. Muito embora ele condicione a criação do banco central à concessão deste instrumento ao Conselho Monetário, ele admite os possíveis obstáculos à sua implementação:

Reconheço a dificuldade da execução do que proponho e, por isso mesmo, não estranho que quase vinte anos depois de feita a primeira sugestão de emprego de um sistema fiscal de caráter monetário, volte, agora, a repeti-la. Tenho, porém, nesse momento, em meu favor, maior número de realizações esparsas, que oferecem o testemunho da possibilidade de sua execução. Daí o motivo por que volto a insistir na tese.⁶¹⁷

E quais seriam essas “realizações esparsas” de mecanismos semelhantes ao que ele propõe? Em seus textos anteriores a 1964, Bulhões discute apenas algumas experiências no Brasil que continham os “fundamentos” da ideia. A principal delas é o já mencionado caso do “Imposto sobre Lucros Extraordinários”, aplicado durante o final do Estado Novo, que congelava receitas de exportação a partir dos “certificados de equipamentos” ou em “depósitos de garantia”, e que foi implementado por sugestão de Bulhões. A leitura de Bulhões sobre o caso foi a de que esta medida, que tinha caráter monetário, não teve êxito dada a ausência do banco central: “[o] Tesouro, com essa medida, forçava o congelamento de lucros. Entretanto, o

⁶¹⁴ *Ibid.*, pp. 181-182.

⁶¹⁵ Bulhões (1963, p. 3).

⁶¹⁶ Bulhões (1964, pp. 148-149)

⁶¹⁷ *Ibid.*, p. 149.

Banco do Brasil esquecia-se de adotar política paralela em sua distribuição de crédito.”⁶¹⁸ Outro exemplo ao qual Bulhões (1963) remete-se é o de alguns instrumentos de que a Sumoc dispunha para cobrar uma sobretaxa sobre importações quando julgasse cabível para fins de controle da inflação e normalização do balanço de pagamentos.

É só em *Dois conceitos de lucro* que Bulhões faz referência a uma experiência internacional. Para ele, foi na administração de John F. Kennedy que se deu “início à variação da incidência de impostos como instrumento de política monetária.”⁶¹⁹ Walter Heller, presidente do Conselho de Assessores Econômicos (*Council of Economic Advisers*) da Presidência dos EUA durante as administrações Kennedy e Lyndon B. Johnson na primeira metade da década de 1960, seria o “principal mentor da orientação monetária relacionada ao processo fiscal.”⁶²⁰ Heller, um economista keynesiano, é autor de *New Dimensions of Political Economy* (1966), em que relata sua experiência no referido conselho e no qual defende um maior grau de discricionariedade na política fiscal a fim de o governo poder empreender políticas de estabilização. Conforme Bulhões, Heller defendeu a redução de impostos como forma de ampliar os investimentos e o crédito, medida que teria se revelado mais eficaz do que o manejo de instrumentos tradicionais de política monetária. Não é, porém, o caso de aplicação de um tributo caracteristicamente monetário.

As aplicações possíveis que Bulhões imagina para o tributo monetário são mais amplas que estes exemplos práticos a que ele se remete. A mais recorrente delas é o da autoridade monetária poder contrabalançar, via tributo monetário, as receitas de exportação do país, evitando que o aumento de receitas estimule a ampliação da oferta a custos crescentes.⁶²¹ Outros exemplos seriam também: o manejo, dentro de um certo intervalo predefinido, do imposto de renda “de acordo com a situação econômica”, visando “estimular ou desestimular a distribuição de receita”;⁶²² orientar a “graduação tributária quanto a seus reflexos sobre o consumo e sobre os investimentos”;⁶²³ a faculdade de tributação de remessas ao exterior tendo em vista o controle da taxa de câmbio;⁶²⁴ e a combinação do tributo monetário junto a medidas de restrição de importação, congelando o lucro bruto das firmas nacionais de modo a “evitar a distribuição do acréscimo dos lucros, em função do aumento de preços”.⁶²⁵

⁶¹⁸ Bulhões (1946, p. 25).

⁶¹⁹ Bulhões (1969, p. 81).

⁶²⁰ *Ibid.*, p. 82.

⁶²¹ Bulhões (1963; 1964, p. 148) e Conselho Nacional de Economia (1962a, p. 380).

⁶²² Bulhões, (1964, p. 148).

⁶²³ Bulhões (1963).

⁶²⁴ Bulhões, (1964, p. 148).

⁶²⁵ Bulhões (1950, p. 58).

O tributo monetário na reforma de 1965

Em abril de 1964, Bulhões assumiu o Ministério da Fazenda, cargo que exerceu até março de 1967. Após ter defendido a ideia do tributo monetário por praticamente duas décadas, seria de se esperar que esta figurasse, no mínimo, entre as intenções de Bulhões enquanto Ministro, sobretudo quando consideramos o amplo programa de reformas empreendido pelo PAEG. Como discutiremos nessa seção, a ideia realmente ganhou forma de política pública nos anos de 1965 e 1966, tendo centralidade nas discussões sobre a reforma tributária empreendida pelo governo militar. Nosso objetivo nesta subseção é tão somente analisar como esta ideia ganhou forma quando Bulhões tornou-se Ministro. Não avaliaremos o tributo monetário em termos de sua experiência prática, posto que isto extrapolaria nosso objetivo de estudar ideias econômicas. De todo modo, acreditamos que esta avaliação possa ser feita em trabalhos futuros.

Sendo a ideia uma espécie de conjugação de políticas monetária e tributária, haveria espaço para ela tanto na reforma bancária que criou o BCB e o CMN quanto na ampla reforma tributária empreendidas pelo governo militar. O texto original da lei nº. 4.595/1964, que criou o BCB, não faz qualquer menção ao tributo ou à formação das reservas monetárias, limitando-se a estipular o papel do CMN enquanto coordenador das políticas monetária, creditícia, orçamentária e fiscal. Assim, o caminho adotado foi o de estabelecer o tributo monetário a partir da reforma tributária, proposta no fim de 1965. Além da razão óbvia de se criar uma nova modalidade de tributo através da reforma tributária, podemos depreender que, sendo o texto da reforma bancária fruto de um debate legislativo que se estendia por décadas, não seria fácil estabelecer em seu escopo um instrumento até então inédito.

Conforme Campos e Simonsen (1974), esta reforma tributária teve quatro pilares básicos: a adaptação da arrecadação à inflação, o que foi feito através da correção monetária; a troca de impostos “em cascata” por impostos sobre valor adicionado; a coordenação da arrecadação entre os entes federativos; e a promoção de impostos com maior “funcionalidade econômica”. O tributo monetário encontra-se neste último pilar. Para Bulhões, aliás, uma das grandes virtudes da reforma era a de estabelecer uma “nítida distinção entre tributos com finalidade de receita de tesouraria e tributos com finalidade de política monetária.”⁶²⁶

Em conferência proferida a empresários paulistas no final de 1965, Bulhões afirma que um dos grandes propósitos do governo com a reforma – e, mais especificamente, com o estabelecimento destes tributos com finalidade monetária – era o de munir o Estado com instrumentos que o capacitasse a manter “a expressividade da formação dos preços”. Segundo

⁶²⁶ Bulhões (1973, p. 1).

ele, esta expressividade, desarranjada por forças exógenas, poderia ser restabelecida por um instrumento como o tributo monetário:

Ninguém ignora a existência de forças que deturpam a formação dos preços nos mercados. [...] Se as perturbações fossem de caráter estrutural, isto é, se os preços se afastassem do nível de equilíbrio em decorrência de fatores inerentes ao processo produtivo, então teríamos que concluir pela impossibilidade de recorrer aos preços como fonte de orientação da produção. Ocorre, porém, que os efeitos deletérios sobre a formação dos preços são provocados por elementos exógenos, *elimináveis por meio de medidas monetário-tributárias*. Embora de execução complexa, são providências que estão se tornando de uso cada vez mais generalizado e eficiente.⁶²⁷

Desta forma, visando dar “impulso à finalidade econômica dos impostos”, propunha-se o tributo monetário. Em linha com as ideias que exploramos até aqui, Bulhões afirma que cabia ao governo, a partir de um conjunto amplo de medidas, desincentivar o “lucro da valorização da receita, em lugar da lucratividade do processo de produção”.⁶²⁸ Mesmo antes da reforma tributária, medidas nesse sentido já haviam sido implementadas pelo governo. É o caso de uma legislação de junho de 1965 que concedeu benefícios fiscais, como redução do imposto de renda, a empresas que tivessem aumentado a produção em pelo menos 5% e elevado os preços em no máximo 15%; e aumentou o imposto de renda de empresas que tivessem elevado seus preços em mais de 30% e que tivessem ampliado seu percentual de lucro bruto.⁶²⁹ O ponto central destas medidas pode ser resumido nas palavras de Bulhões aos empresários paulistas: “Da mentalidade dos produtores e dos comerciantes deve ser banida a ideia de lucrar em função dos preços em alta.”⁶³⁰

O tributo monetário surge efetivamente na reforma tributária proposta pela Emenda Constitucional nº. 18, de 1965.⁶³¹ Uma defesa da medida foi empreendida por Bulhões em sua exposição de motivos enviada ao Congresso Nacional. Nela, o então Ministro da Fazenda argumenta em favor da ideia de o CMN assumir o controle de dois tributos extrafiscais específicos: um sobre transações financeiras e outro sobre as exportações. À luz de nossa exposição anterior, em que identificamos as preocupações de Bulhões em diferentes momentos

⁶²⁷ *Jornal do Brasil*, 6 de novembro de 1965 (1º caderno), p. 13. Ênfase nossa.

⁶²⁸ *Idem*.

⁶²⁹ Lei nº. 4.663, de 3 de junho de 1965. Bulhões (1966) relata que essa lei é uma ampliação, para o Imposto de Renda, da experiência anterior com o “Acordo nº. 71” (Portaria Interministerial nº. 71, de 23 de fevereiro de 1965). Este acordo foi um primeiro instrumento a induzir os empresários a uma “contenção voluntária dos preços”, inicialmente aplicado junto a 4 mil empresas.

⁶³⁰ *Jornal do Brasil*, 6 de novembro de 1965 (1º caderno), p. 13.

⁶³¹ Para um relato sobre esta emenda, ver Campos (1994, pp. 646-649).

com as pressões causadas por tendências inflacionárias no setor financeiro e por altas nas exportações, ficam claras as razões que embasam essa proposta dos dois tributos.

Para Bulhões, estes tributos deveriam ser extrafiscais já que os impostos sobre exportações e transações financeiras “recaem sobre valores que, de forma alguma, expressam a capacidade de contribuir para os cofres públicos”, mas, ao mesmo tempo, seriam “excelentes meios de formação de reservas.”⁶³² E estas reservas, manejadas pelo CMN, teriam por objetivo compensar flutuações que impactassem os preços internos, atenuando tendências de alta e de baixa:

Mostra a experiência a inegável vantagem de uma reserva monetária oriunda do aumento de preços internacionais dos produtos de exportação, como meio de compensar essa exportação em fase subsequente de baixa dos preços. É igualmente recomendável o desestímulo a movimentos altistas em Bolsa, mediante a adoção de um tributo sobre tais transações, cuja receita pode ser empregada na formação de reservas que se destinem a financiar as compras de títulos em casos de especulação baixista. Idêntico processo fiscal compensatório pode ser adotado no mercado cambial.⁶³³

A maior vantagem desta medida seria sua natureza focalizada nestes dois setores, que seriam fontes de propagação de inflação no país. Ao focalizar a política, não seria necessário depender apenas de medidas de controle geral, como o redesconto ou operações de mercado aberto. O instrumento teria também a virtude da flexibilidade, haja vista que, concedendo o seu manejo ao CMN, este poderia adequá-lo às condições da economia em geral e dos mercados em particular: “Contando com [a] flexibilidade do referido instrumental, as autoridades estarão aptas a selecionar as medidas que visam a combater os focos inflacionários ou depressivos.”⁶³⁴

A proposta dos tributos monetários aparece na Emenda Constitucional n.º. 18 através da criação dos impostos sobre exportações (Art. 7º, II) e sobre operações de crédito, câmbio, seguros e valores mobiliários (Art. 14, I). O imposto de exportação, que existe desde os tempos coloniais, surge nesta reforma como uma tentativa de Bulhões de concretizar sua ideia. A receita líquida destes dois impostos é destinada, conforme a Emenda, “à formação de reservas monetárias”, que seriam utilizados para fins de política econômica determinados pelo Poder Executivo. Este último aspecto seria ajustado por leis subsequentes, que concederam ao CMN poderes sobre os tributos. Na verdade, dado que a Constituição de 1946 reservava ao Poder Legislativo a decisão sobre a destinação dos recursos oriundos da tributação,⁶³⁵ a caracterização

⁶³² *Diário do Congresso Nacional*, 6 de novembro de 1965, p. 9338.

⁶³³ *Idem.*

⁶³⁴ *Idem.*

⁶³⁵ Cf. Art. 65, II da Constituição de 1946.

de um tributo como tendo natureza monetária deveria ser chancelada pelo Congresso. Como veremos, isso de fato ocorreu.

O imposto sobre exportação viria a ser regulamentado por legislação posterior,⁶³⁶ que reafirmou o seu “caráter exclusivamente monetário e cambial” e concedeu ao CMN o poder de manejá-lo. O funcionamento do tributo neste caso consiste, simplificada, no seguinte procedimento: o recém criado Banco Central estabelece um preço-base das mercadorias exportáveis (correspondente a uma média de cotações no período que o BCB julgar adequado), de modo que o imposto recai sobre a diferença entre o preço de mercado e o preço-base, sempre que o primeiro superar o segundo em mais de 5%. Por sua vez, o CMN determina os produtos tributáveis, as alíquotas e quando o imposto deveria ser cobrado. As receitas arrecadadas seriam destinadas a um fundo de estabilização da receita cambial.

Já a segunda dimensão do tributo monetário ganhou forma através da lei que criou o Imposto sobre Operações Financeiras (IOF).⁶³⁷ Em seu texto original, a lei previa que o imposto incidente sobre operações financeiras (cujas alíquotas eram predeterminadas) seria recolhido pelo BCB. Ao CMN seria facultado alterar as alíquotas e as bases de cálculo do imposto. Os recursos provenientes das reservas monetárias seriam empregados em intervenções dos mercados de câmbio e de títulos, e também “na assistência a instituições financeiras, particularmente ao Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e em outros fins, conforme estabelecer o Conselho Monetário Nacional.”⁶³⁸ Neste ponto em particular, é claro que o emprego das reservas monetárias para assistir um banco de desenvolvimento como o BNDE dificilmente se enquadraria na ideia original de Bulhões.

Os tributos monetários ganharam ainda respaldo pela promulgação do Código Tributário Nacional,⁶³⁹ de 1966. Esta legislação repercutiu a preocupação de Bulhões com a extrafiscalidade dos impostos sobre exportações e sobre operações financeiras, reafirmando o seu propósito de formação das reservas monetárias.⁶⁴⁰ Este arranjo, porém, não perdurou.

Em março de 1967, há uma troca de governo e Bulhões deixa o Ministério da Fazenda. Ao mesmo tempo, é promulgada uma nova Constituição. A partir da Constituição de 1967, há uma mudança significativa no que se refere aos tributos monetários: o uso dos recursos oriundos

⁶³⁶ Lei nº. 5.072, de 12 de agosto de 1966.

⁶³⁷ Lei nº. 5.143, de 20 de outubro de 1966.

⁶³⁸ Art. 12 da lei nº. 5.143, de 20 de outubro de 1966.

⁶³⁹ Lei nº. 5.172, de 25 de outubro de 1966.

⁶⁴⁰ Cf. Arts. 28 e 67 da lei nº. 5.172, de 25 de outubro de 1966.

dos impostos sobre exportações e operações financeiras para a formação das reservas monetárias passou a ser optativo.⁶⁴¹

Bulhões criticaria essa mudança, apontando que houve um desvirtuamento dos tributos monetários, os quais passaram a ser considerados junto ao “rol dos demais tributos, ou seja, um tributo de receita orçamentária e o Governo passou a aplicá-lo em programas de desenvolvimento.”⁶⁴² A implicação direta desta mudança, para ele, era a perda de um instrumento por parte da autoridade monetária. Ao prescindir, por exemplo, do uso das reservas monetárias advindas do imposto sobre operações financeiras, o Estado estava abrindo mão de um mecanismo contra a especulação. Para ele, “se prevalecesse o critério de imposto-instrumento-monetário e a receita adstrita à ‘reserva monetária’, com a característica essencial de temporariedade”, seria possível atuar com mais eficácia no mercado de capitais contra certas tendências consideradas exacerbadas.⁶⁴³

Cabe mencionar, por fim, que o uso de tributos para a formação de reservas monetárias é atualmente vedado pela Constituição de 1988.⁶⁴⁴ Assim, o IOF, embora ainda seja regulamentado pelo CMN e recolhido junto ao BCB, tem seus recursos destinados ao TN. Além disso, pela legislação atual, o CMN não tem qualquer influência sobre o imposto de exportação, sendo os responsáveis pelo manejo das alíquotas e das bases de cálculo o Poder Executivo e a Câmara de Comércio Exterior (Camex).⁶⁴⁵

Assim, concluímos que, embora Bulhões tenha conseguido emplacar a sua ideia dos tributos monetários, a experiência prática destes últimos na forma por ele engendrada foi muito breve.

Uma síntese

A discussão que aqui empreendemos da ideia do tributo monetário justifica-se pela justaposição feita por Bulhões de seus escritos sobre a questão do banco central à defesa deste instrumento. Se no fim dos anos 1950 Bulhões passou a estabelecer o equilíbrio orçamentário como condição para a criação do banco central, no início dos anos 1960 somou-se a isso a condição da concessão à autoridade monetária de faculdades tributárias. O caráter inovativo e singular desta ideia, somado à nossa constatação de que outros trabalhos que estudaram a obra de Bulhões não a identificaram, nos impôs aqui a tarefa de investigá-la em seus pormenores.

⁶⁴¹ Art. 22, II e VI, § 3º da Constituição de 1967.

⁶⁴² Bulhões (1973, p. 3).

⁶⁴³ *Idem.*

⁶⁴⁴ Cf. Art. 167, IV da Constituição de 1988.

⁶⁴⁵ Decreto-lei nº 1.578, de 11 de outubro de 1977.

Em primeiro lugar, cabe identificarmos os pressupostos subjacentes à ideia do tributo monetário. Estes são: i) a existência de focos de inflação em determinados setores (i.e., a inflação não seria um fenômeno uniforme na economia); e ii) a capacidade da autoridade encarregada de identificar corretamente estes focos de elevação dos preços nos setores econômicos. Sobre este último elemento, cabe enfatizar a suposição de que a autoridade monetária seria capaz de conhecer o preço (ou o nível de preços) para além do qual a atividade deveria ser desencorajada ou abaixo do qual deveria ser fomentada.

Sobre o primeiro pressuposto, temos que a grande preocupação de Bulhões era concernente à tendência de direcionamento de recursos para setores inflacionados (em suas palavras, “o crédito se encaminha para os centros da inflação”⁶⁴⁶). Bulhões, para além dos efeitos no próprio mercado considerado, enfatiza a repercussão desta tendência de alta sobre o mercado interno de fatores, cujas remunerações seriam afetadas. Em favor de Bulhões vem a ideia de Gudin de que no Brasil não haveria condições normais pelas quais se poderia esperar uma queda de preços como consequência de maior direcionamento de recursos ao setor. Desta forma, refrear certas tendências de alta dos preços em firmas ou setores específicos teria o efeito de suavizar os preços e o próprio nível de atividade da economia.

O segundo pressuposto, a capacidade da autoridade monetária de identificar esses focos de inflação, é o mais desafiador do ponto de vista prático. Isto porque depende da consideração de que o banco central seria capaz de determinar o “preço ótimo” de mercadorias ou ainda a “variação ótima” dos preços dos ativos financeiros. Em seus trabalhos, Bulhões sempre inicia seus raciocínios considerando um preço-base ou de referência associado a certo setor, sendo que o tributo monetário e as suas reservas deveriam ser acionados sempre que ocorressem desvios deste preço.⁶⁴⁷

Enquanto os instrumentos convencionais de política monetária impactam, ao menos em tese, a economia como um todo, preservando os preços relativos da economia, o tributo monetário modificaria estes preços relativos. Este é, aliás, um dos seus principais intentos. Ilustrativo disso é a reação de Bulhões ao argumento de Haberler, para quem uma alta de preços que refletisse mudança nos preços relativos (por conta de mudanças nas preferências dos consumidores, por exemplo) deveria ser preservada como mecanismo de sinalização aos agentes. Bulhões, porém, insiste na necessidade de “impedir a difusão dos efeitos dessa alta”, independentemente de sua origem, para evitar sua proliferação pelos demais preços. Ademais,

⁶⁴⁶ Bulhões (1941, p. 76).

⁶⁴⁷ Como vimos, uma tentativa de solução prática para isso foi dada quando da implementação do imposto sobre exportações, quando se atribuiu ao BCB o cálculo do preço-base dos gêneros exportáveis.

sendo a política um congelamento de recursos (formando as reservas monetárias), a incidência do tributo num momento seria compensada num momento futuro, de queda dos preços, por acréscimo na receita, quando de sua restituição.

Uma possível leitura sobre a ideia do tributo é a de compreendê-lo como um instrumento de política anticíclica. Embora políticas dessa natureza ganharam força considerável ao longo do século XX, o que Bulhões tem em mente é, sobretudo, uma economia que já está sob pleno emprego e que deveria ser desencorajada de ampliar sua produção a custos crescentes. Além disso, a ênfase é nas fases de expansão – o tributo, vale lembrar, entra em ação sempre que os preços estão subindo. Daí a compreensão de Bulhões de que, através do tributo monetário seria possível “minorar muito a intensidade dos efeitos depressivos dos ciclos econômicos se conseguirmos neutralizar os efeitos inflacionistas na fase da expansão.”⁶⁴⁸

A justaposição feita por Bulhões da questão do banco central à sua ideia do tributo monetário é, talvez, o caso mais ilustrativo de sua adesão à defesa da autoridade monetária a serviço da estabilização. Em favor deste objetivo maior de estabilização, Bulhões prescinde até de certos princípios caros ao liberalismo econômico, como a livre movimentação dos preços relativos de mercado. A ideia do tributo monetário pode ser até compreendida como um esforço de Bulhões de, dada a impossibilidade política de aplicar o receituário clássico de estabilização no Brasil, apresentar medidas práticas exequíveis e minimamente eficazes para o controle da inflação.

Por fim, é importante enfatizar que Bulhões, ao longo dos anos, sempre reconheceu as dificuldades teóricas e práticas que acompanhavam sua ideia, assim como as resistências que existiam no Brasil e no exterior quanto à implementação de tributos desta natureza. Isto, porém, não o impediu de seguir defendendo a ideia ao longo de sua trajetória intelectual. Ilustrativo deste reconhecimento e de sua tenacidade é um artigo de 1973 sobre a reforma tributária em que, após novamente defender o tributo monetário, ele conclui:

As observações supra não encontram apoio na prática. É geral, nas nações, a ausência de utilização de instrumentos tributários de caráter especificamente monetário. A política fiscal, como complemento da política monetária, reguladora dos meios de pagamento e disciplinadora do mercado de capitais, está longe de ter alcançado uma orientação definida. Há divergências teóricas e notória falta de experiência. As considerações formuladas e mesmo os dispositivos legais citados, são muito pessoais. Estou, pois, simplesmente advogando uma tese, convencido, entretanto, de sua viabilidade e acerto.⁶⁴⁹

⁶⁴⁸ Bulhões (1946, p. 21).

⁶⁴⁹ Bulhões (1973, pp. 3-4).

4.3 A divergência e as convergências

O presente capítulo estudou o pensamento de dois influentes economistas brasileiros, Eugênio Gudin e Octávio Bulhões, a respeito do banco central no Brasil. Estes autores integram e lideram o que denominamos neste trabalho de linha de pensamento do banco central a serviço da estabilização. Trata-se de uma linha de pensamento que, partindo do diagnóstico monetarista da inflação e do entendimento de que não havia no Brasil qualquer tendência à ociosidade de fatores produtivos, compreendia que a missão do banco central era a de garantir a estabilidade da moeda, de modo que o sistema de preços funcionasse da forma mais eficiente possível. A partir de um ponto de vista bastante claro e valendo-se de frequentes interações com autores estrangeiros, Gudin e Bulhões trataram da questão do banco central ao longo de décadas, sempre interessados nos problemas práticos e nos aspectos mais prementes dos projetos. Neste estudo, organizamos o pensamento dos autores em fases, as quais se distinguem pelos seus posicionamentos relativamente à conveniência de se criar o banco central no Brasil.

O pensamento de Gudin pode ser compreendido a partir de três fases. Na primeira, que compreende do fim dos anos 1920 até 1930, Gudin defende enfaticamente a criação do banco central tendo em vista, principalmente, a instauração do padrão-ouro no país e a garantia do que ele chama de “uma credenciada política bancária”. A segunda fase, que compreende seus escritos do fim dos anos 1930 até meados dos anos 1940, é marcada por uma defesa cética do banco central e pelo entendimento de Gudin de que o novo órgão não seria uma solução para o problema inflacionário. Assim, resolver este problema seria condição para que o banco central tivesse plena capacidade de atuação. Por fim, a terceira fase, que vai do início dos anos 1950 até a criação do BCB, é marcada por uma oposição enfática de Gudin aos projetos de banco central. Nesta fase, Gudin argumenta que um banco central criado em condições não ideais, de inflação e déficit público elevados, seria prontamente instrumentalizado pelo governo e desmoralizado. Adicionalmente, Gudin passa a estabelecer certas condições como a elevação do grau de cultura e educação política do país para que se criasse o banco central.

O pensamento de Bulhões pode ser compreendido em duas fases. Na primeira, que compreende de meados dos anos 1930 até meados dos anos 1950, Bulhões é um entusiasmado defensor da criação do banco central no Brasil. Nesta fase, compreende o banco central como uma solução de longo prazo para a estabilização da moeda na medida em que atuaria como garantidor de políticas contínuas nos âmbitos monetário e bancário. Além disso, teria uma importância adicional no desenvolvimento ordenado dos sistemas bancário e financeiro e na sustentação dos valores dos títulos públicos, providências que permitiriam ao governo dispensar

o uso das emissões em nome da captação de poupança para financiamento de seus déficits. Na segunda fase, que vai de meados dos anos 1950 até o início dos anos 1960, Bulhões, na mesma linha de Gudin em sua terceira fase, passa a compreender que era necessária uma forte confluência entre a política de gastos do governo e a política do banco central. Valendo-se da ideia da “fraqueza” dos bancos centrais diante de governos deficitários e motivado pelo temor de que o banco central fracassasse de início, Bulhões passa a estabelecer duas precondições para a criação deste: o equilíbrio orçamentário e a instituição do tributo monetário.

A ideia do tributo monetário, defendida por Bulhões, é um caso notável de um instrumento que, após ser defendido ao longo de décadas por seu criador, chega à condição de política pública pelas mãos do mesmo. No caso, a duração desta política foi breve, mas não deixa de ter integrado uma das mais importantes reformas empreendidas no país – a reforma tributária de 1965. O tributo monetário pode ser interpretado como evidência da adesão de Bulhões à linha de pensamento do banco central a serviço da estabilização. Isto porque, a partir deste instrumento, ele abdica de certos preceitos do liberalismo em nome de uma política de intervenção direta, pelo banco central, que visa a neutralização de focos de inflação. Como vimos na subseção 4.2.3, mesmo contrariado por intelectuais que respeitava, Bulhões seguiu acreditando e defendendo a ideia.

No início dos anos 1950, deu-se a divergência entre Gudin e Bulhões a respeito do banco central. Quanto a isso, é importante destacar que os diagnósticos de Gudin e Bulhões, tal como os fins por eles desejados, são quase que perfeitamente confluentes: ambos identificam nos déficits do governo a principal origem do problema inflacionário, julgam que o mercado de capitais brasileiro precisava ser aprimorado e defendiam a racionalização do financiamento público. A divergência fundamental entre eles consistiu na oposição entre duas teses: a de que o banco central seria um instrumento para alcançar estes fins (Bulhões) ou a de que estes “fins” eram, na verdade, precondições para que o banco central tivesse um ambiente adequado para cumprir sua missão (Gudin). Enquanto Bulhões parecia otimista com a possibilidade de o banco central ser uma instância que conjugasse e harmonizasse objetivos técnicos com interesses políticos, Gudin permanecia convicto de que, na ausência de uma organização estrutural prévia, as questões políticas sempre se sobreporiam aos direcionamentos técnicos.⁶⁵⁰ Tal como apresentamos, a partir de meados dos anos 1950, Bulhões passou a aceitar a posição de Gudin de que o banco central só deveria ser criado quando houvesse disciplina orçamentária – caso contrário, este organismo fracassaria de início e seria desmoralizado.

⁶⁵⁰ Conforme Furtado (1985, p. 66): “O professor Gudin era mais cético com respeito à eficácia dos instrumentos de intervenção do economista”.

Tal como discutimos na introdução deste trabalho, o tema do banco central não figura, em absoluto, entre os assuntos mais estudados pelos economistas brasileiros do século XX. Não havia, portanto, um esforço acadêmico intenso voltado à formulação de estudos e reflexões sobre a autoridade monetária no Brasil. E mesmo Gudin e Bulhões, estudiosos assíduos de temas monetários e relativos ao banco central, tiveram, por alguns anos, divergências consideráveis sobre a conveniência de se criar este banco no Brasil. Além disso, a superação da divergência deu-se pela confluência de ambos na oposição à criação do banco central sob condições não ideais. A evolução das ideias destes dois autores ao longo dos anos parece-nos sugestiva de um quadro extenso de dúvidas e de dificuldades relativas à questão do banco central.

É notável ainda a comparação entre as explicações dadas pelos dois autores quando se puseram a refletir, nos anos 1950, sobre os motivos para a demora do Brasil em criar o seu banco central. Bulhões (1951) propõe duas razões: a crescente participação do governo no crédito público através do BB e a ausência de entendimento, por parte da classe política, de dar à moeda um ordenamento em termos de política. Enquanto isso, Gudin (1954) apontou quatro motivos: a desconfiança do público quanto a utilidade do banco, o fato de os projetos sempre trazerem consigo a proposta dos bancos especializados, a presença de políticas bancárias através da Sumoc e a oposição do BB. Há, portanto, concordância quanto a um possível papel do BB neste processo, mas as demais explicações vão em sentidos diferentes. Bulhões, por um lado, sustenta que não havia instrução e convencimento suficientes a respeito da necessidade do banco central. Gudin, por outro lado, fia-se na compreensão de que o papel do banco central seria diminuto, já que poucos acreditariam em sua efetividade, a Sumoc já existiria e os bancos especializados, que ele combatia, viriam junto dele.

Não obstante essa divergência, as convergências entre os dois autores são significativas. No âmbito que estamos investigando, o pensamento de ambos converge não só nos diagnósticos básicos que se refletem na compreensão de que a missão do banco central era a promoção da estabilização, mas também no entendimento da importância do desenvolvimento do mercado de capitais e na oposição à criação dos bancos de crédito especializado semi-estatais. Este último aspecto é especialmente importante na caracterização desta linha de pensamento, já que contrasta diretamente com a linha de pensamento do banco central como instrumento de amparo à produção, à qual Lafer e Vergueiro César aderiam, que tinha esses bancos como elementos indispensáveis do sistema de crédito a ser coordenado pelo banco central.

Fato é que o BCB foi criado no fim de 1964 sob a liderança de Bulhões enquanto Ministro da Fazenda do governo Castelo Branco. E até mesmo Gudin passou a ver a medida

com bons olhos. Isto, porém, não impediu que as ideias expostas por ambos no pré-1964 fossem utilizadas *contra* a criação do banco no momento em que eles próprios passaram à defesa do projeto. Exemplo disso são artigos publicados por Edgard Rumann Soares, funcionário do BB, que se vale dos argumentos de Gudin e Bulhões para sustentar que o BB e a Sumoc já exerciam a contento as funções de banco central e, ainda, que este não seria solução para a inflação.⁶⁵¹

Para Gudin, a reforma bancária aprovada em 1964 era “excelente”, haja vista que criava o BCB independente (i.e., com presidente e diretores tendo mandatos fixos) e subordinado às decisões do CMN, a “suprema autoridade monetária”, “que tem, entre outras atribuições, a de *autorizar emissões de papel-moeda que não se destinem ao financiamento do tesouro nacional pelo banco central*”.⁶⁵² Gudin, aliás, chegou a ser convidado para integrar a primeira equipe do CMN,⁶⁵³ mas, em carta ao presidente Castelo Branco, declinou do convite, afirmando acreditar que sua “permanência fora do campo governamental possa talvez ser mais útil ao país”.⁶⁵⁴ Fato é que, segundo Gudin, havia naquele momento o firme propósito do governo em não instrumentalizar as emissões para o financiamento público. Ele via, portanto, sendo satisfeitas, naquele momento, as precondições tangíveis e intangíveis que apregoou desde o início dos anos 1950. Tendo isso em vista, Gudin faz o seguinte prognóstico: “A não ser que haja interpretações extensivas, tudo isso parece pôr termo ao regime secular de o Tesouro sacar contra o Banco do Brasil (de ora em diante, contra o banco central) ilimitadamente.”⁶⁵⁵ As expectativas de Gudin, sobretudo estas relativas à relação entre o BCB e o TN, logo seriam frustradas, notadamente pela chamada conta movimento do BB, que permitiria a este executar, em nome do governo, operações financiadas pelo BCB. Mecanismos dessa natureza seriam duramente criticados por Gudin e Bulhões, mas a análise do período pós-1964 foge do escopo deste trabalho.

⁶⁵¹ *O Cruzeiro*, 4 de janeiro de 1964, pp. 96-97; *O Cruzeiro*, 18 de julho de 1964, pp. 90-91; *Correio da Manhã*, 4 de agosto de 1964, p. 3. Ver também o artigo de Petrônio de Medeiros Guimarães (*Correio da Manhã*, 25 de julho de 1964, p. 3).

⁶⁵² GUDIN, E. “Uma boa lei bancária”, *Diário do Paraná*, 31 de dezembro de 1964, p. 2, ênfase dele.

⁶⁵³ O texto original da lei n°. 4.595 de 31 de dezembro de 1964 previa, em seu Art. 6º., inciso IV, que o CMN teria entre seus membros seis pessoas nomeadas por livre escolha do Presidente da República, após aprovação do Senado Federal.

⁶⁵⁴ Gudin (6 abr. 1965).

⁶⁵⁵ GUDIN, E. “Uma boa lei bancária”, *Diário do Paraná*, 31 de dezembro de 1964, p. 2. No mesmo sentido vai a sua declaração ao jornal *O Globo* (23 de abril de 1965, p. 1): “A instalação do BC neste momento é oportuna, porque a inflação está, todos o esperam, em sua fase final. De sorte que o BC não vai iniciar sua vida emitindo moeda, para satisfazer a voracidade do Tesouro.”

5 Considerações finais

Apresentamos nesta dissertação um estudo sobre a questão do banco central no pensamento econômico brasileiro no período de 1929 a 1964. Nosso estudo identificou um conjunto de ideias a respeito do banco central neste período cuja organização propomos a partir de duas linhas. Trata-se, em essência, de duas formas distintas de pensar a autoridade monetária em termos de sua missão principal. A primeira, a linha do banco central como instrumento de amparo à produção, é representada por Abelardo Vergueiro César e Horácio Lafer, enquanto a segunda, a linha do banco central a serviço da estabilização, tem como seus dois principais expoentes Eugênio Gudín e Octávio Bulhões. Como discutimos, parte do nosso esforço de pesquisa motivou-se pelo fato de que o tema do banco central é pouco explorado na literatura de pensamento econômico brasileiro. Desta forma, a partir de nosso trabalho, buscamos dar um primeiro e convidativo passo para o esclarecimento de diversas questões pertinentes a esta temática.

Muitas das referidas questões surgem das peculiaridades da história da formação do banco central no Brasil, que foi um dos últimos países das Américas a criar um órgão dessa natureza. Encontramos no estudo do pensamento econômico do segundo terço do século XX um meio profícuo para, a partir das ideias dos principais pensadores sobre o tema, obter uma compreensão mais ampliada a respeito das dificuldades e dos dilemas práticos e teóricos que se impunham às tentativas de criação do banco central.

É sempre difícil dimensionar as consequências práticas das ideias econômicas. Nos casos que consideramos, dada a influência dos autores, as ideias e os acontecimentos tinham uma conexão muito forte. No caso de Vergueiro César, por exemplo, vimos que suas ideias sobre o redesconto resultaram em uma reforma ampla da Cared nos anos 1930; nos anos 1940, ele chegou a liderar uma campanha pela criação do banco central e suas ideias foram expressas em um relatório técnico usado pelo Ministro da Fazenda para embasar o seu projeto de reforma bancária. Lafer produziu, por sua vez, um relatório e um substitutivo nos anos 1940 que colocaram o tema do banco central em discussão em diferentes âmbitos da sociedade. Ademais, em sua atuação no Ministério Fazenda nos anos 1950, possivelmente motivado por sua convicção a respeito da importância do banco central, Lafer fortaleceu a Sumoc, como notou Bulhões (1951) à época. Gudín e Bulhões, para além de sua atuação prática enquanto Ministros, tiveram influência sobre a formação de um grupo de técnicos e especialistas em assuntos relacionados à moeda e crédito. Este grupo, que Lago (1982) chama de “sumoqueano”, em referência à Sumoc, era integrado, entre outros, por Paulo Lira e Ernane Galvêas, que foram

presidentes do BCB nos anos 1960 e 1970. Vê-se, portanto, que as ideias dos pensadores que consideramos neste trabalho tiveram algum grau de influência e uma significativa interação com o curso dos acontecimentos da história da formação da autoridade monetária do país.

Uma das constatações desta pesquisa é a existência, no Brasil, no período considerado, de um debate público amplo e contínuo a respeito do banco central. Como vimos, esse debate ocorria por meio de diferentes meios e esferas, como a imprensa e o parlamento, e era bastante integrado aos problemas nacionais. Também era integrado à esfera internacional, como buscamos demonstrar a partir das experiências com Bretton Woods, a Missão Abbink e as Reuniões de Técnicos dos Bancos Centrais do Continente Americano realizadas pelo CEMLA.

Os envolvidos neste debate tinham consciência, contemporaneamente, de que o Brasil diferia dos demais países ao protelar a criação do seu banco central – e davam explicações diversas para o fenômeno. Desse debate, para além da oposição entre as teses de qual seria a missão principal do banco central, depreende-se uma dualidade entre o entendimento sobre o papel de longo prazo que esse órgão desempenharia na economia brasileira e a conveniência de criá-lo em momentos específicos, em que essa mesma economia enfrentava problemas conjunturais. De fato, três dos quatro autores que discutimos (Lafer, Gudin e Bulhões), embora reconhecessem a importância do banco a partir dos objetivos que tinham em mente, manifestaram dúvidas quanto à adequação de criá-lo em momentos específicos.

O elemento unificador das correntes de pensamento que identificamos é o que os autores entendiam ser a missão principal de um banco central criado no Brasil. Grosso modo, esse entendimento é derivado da compreensão dos autores a respeito da relação entre moeda, crédito e desenvolvimento. Gudin e Bulhões, por um lado, compreendiam que a moeda estável era uma condição necessária ao desenvolvimento econômico, enquanto Vergueiro César e Lafer compreendiam que os problemas monetários e financeiros eram consequências do subdesenvolvimento. Esses diferentes entendimentos dão diferentes sentidos à política de crédito ideal concebida por estes autores: para Gudin e Bulhões, tal política seria dirigida no sentido da seletividade e do controle; para Vergueiro César e Lafer, da especialização, do amparo e do estímulo.

A linha de pensamento do banco central como instrumento de amparo à produção, que caracterizamos aqui a partir de Vergueiro César e Lafer, compreende que a moeda é um reflexo das condições econômicas estruturais do país, e o crédito, um instrumento para o desenvolvimento. Desta forma, um banco central criado deveria ter a missão de valer-se de seus instrumentos para fortalecer a produção nacional, garantindo que todas as operações e projetos legítimos dispusessem de fontes de financiamento. Esta concepção, que acabava tornando

natural a defesa por Vergueiro César e Lafer dos bancos de crédito especializados a serem coordenados pela política do banco central, dependia da concepção de que o país dispunha de fatores de produção ociosos. Dado o período em que começaram a tratar do assunto, os anos 1930, é possível até conjecturar a respeito de uma possível influência sobre o pensamento de ambos do New Deal e suas políticas de superação da Grande Depressão, que envolveram uma maior participação do Estado nos setores bancário e creditício.

Cabe ressaltar que identificamos esta linha de pensamento do banco central como instrumento de amparo à produção em um período de tempo mais curto (1935-1949) relativamente à outra linha (1929-1964). A este fato certamente está associada uma ideia à qual aludimos logo no início deste trabalho: a de que as discussões a respeito da autoridade monetária não tinham proeminência junto à corrente desenvolvimentista. A partir da caracterização desta linha de pensamento, buscamos evidenciar que existiam autores que compreendiam que caberia ao Estado um papel de promotor e indutor do desenvolvimento e que o banco central seria um instrumento imprescindível na execução dessa função. Ou seja, existia um pensamento econômico sobre o banco central fora do referencial “monetarista” de Gudin e Bulhões, que é mais conhecido. Acreditamos, ainda, que pesquisas futuras podem ser feitas no sentido de aprofundar a investigação a respeito de se existiu produção intelectual sistemática no período de 1950 a 1964 que concilie o entendimento da necessidade da atuação do Estado a favor do desenvolvimento com o diagnóstico de que o banco central era um importante meio para a consecução deste fim.

Ademais, foi possível constatar que essa linha de pensamento é um tanto heterogênea, na medida em que o banco central como instrumento de amparo à produção foi concebido tanto de um ponto de vista que compreendia os lastros como importante referência para o sistema monetário (Vergueiro César), quanto por outro que os rejeitava inteiramente e argumentava em favor de ideias assemelhadas às da doutrina das duplicatas legítimas (Lafer). Por fim, quanto a uma possível explicação para o período desta linha ser mais curto, pode-se conjecturar que, com a criação do BNDE, em 1952, associada à existência da Sumoc, tornou-se prescindível a ideia de criar um banco central para atuar em favor do desenvolvimento da produção.

A linha de pensamento do banco central a serviço da estabilização, cujos principais expoentes foram Gudin e Bulhões, compreendia que à autoridade monetária caberia garantir, a partir de uma política monetária e bancária adequada, uma moeda estável. Seu diagnóstico era de que a inflação estava ligada intimamente aos déficits públicos e à expansão exagerada do crédito. Dessa forma, um banco central criado no Brasil teria como principal missão fazer cessar as emissões para o financiamento dos déficits públicos e pôr em prática uma política monetária

e creditícia restritiva para o combate à inflação. Isto porque esses autores compreendiam a inflação como essencialmente derivada de um excesso de demanda agregada sobre a capacidade de oferta da economia, i.e., seu entendimento era de que não havia no Brasil qualquer tendência à ociosidade de fatores. Não havia, portanto, razoabilidade em propor um amparo estatal à produção através do banco central. Conforme visto, Gudin aponta que a ideia de que o crédito deveria amparar as necessidades dos negócios seria “tão simplória como perigosa, porque essas ‘necessidades dos negócios’ não tem fim.”⁶⁵⁶

A divergência entre Gudin e Bulhões no início dos anos 1950 deu-se, aliás, exatamente pelo fato de que Bulhões compreendia que o banco central, através da sustentação do valor dos títulos públicos no mercado, poderia ajudar o governo a abster-se do uso das emissões – tese da qual Gudin discordava. Pouco depois, como vimos, diante do agravamento do problema inflacionário e da persistência do financiamento monetário dos déficits públicos, Bulhões adere à tese de Gudin de que os bancos centrais tinham certa “fraqueza” ante a ambientes de desordem financeira e passa estabelecer precondições à criação do banco no país. A oposição que estes autores passam a fazer à criação do banco central – primeiro Gudin e depois Bulhões – é motivada, sobretudo, por seu entendimento de que o órgão, se criado em um ambiente de déficit público elevado e onde o governo tinha dependência de emissões, fracassaria de início em sua missão de estabilizar a moeda.

Do ponto de vista prático, talvez o principal ponto de fricção entre essas linhas de pensamento deu-se por conta da ideia presente no projeto Correia e Castro de criar os bancos de crédito especializado semi-estatais, cuja defesa é uma marca distintiva do pensamento de Vergueiro César e Lafer. Como vimos, já nos anos 1930 Vergueiro César via como referência o Banco Nacional Hipotecário da Argentina, assim como Lafer referia-se positivamente ao exemplo dos bancos especializados criados na Itália. Lafer, como vimos, compreendia que “quanto mais especializado o crédito mais perfeito ele é”,⁶⁵⁷ e o setor privado não teria força suficiente para dar ao país instituições de crédito dessa natureza. Também neste caso é possível conjecturar a respeito de possível influência da experiência dos EUA, que procedeu com a segmentação bancária a partir dos anos 1930. A criação desses bancos foi francamente combatida por Gudin e Bulhões, que argumentavam que o aprimoramento do mercado de capitais brasileiro não passaria pela criação de novas instituições estatais ou semi-estatais de crédito. Para estes, o desenvolvimento adviria do aprimoramento institucional tendo em vista a

⁶⁵⁶ “Opina o sr. Eugênio Gudin sobre a iniciativa do ministro Corrêa e Castro”, *O Jornal*, 9 dezembro de 1946, p. 1 (2ª seção).

⁶⁵⁷ Lafer (1948, p. 47).

maior captação de poupança e melhor emprego dos recursos. Conforme Gudin argumentaria nos anos 1950, ao criticar a ideia destes bancos, a produção no Brasil careceria de melhores fatores de produção, i.e., elevação de produtividade, “e não de crédito e dinheiro”.⁶⁵⁸ Gudin, aliás, como vimos, argumentaria que um dos impeditivos para a criação do banco central era a “circunstância de muitos dos projetos de Banco Central trazerem uma série de outros *bancos pendurados*, como se o Brasil sofresse de falta de bancos.”⁶⁵⁹

As diferentes compreensões sobre a missão do banco central também conferiam diferentes sentidos aos seus instrumentos. É o caso, por exemplo, do redesconto bancário. Para Gudin e Bulhões, trata-se apenas de um instrumento – junto das operações de mercado aberto, do manejo do compulsório e do tributo monetário (no caso de Bulhões) – de que a autoridade monetária disporia para disciplinar o crédito e para garantir a estabilidade do sistema bancário. Por outro lado, Vergueiro César e Lafer compreendem-no como um dispositivo que deveria ser ativamente utilizado em favor da produção. Como vimos, estes dois autores manifestavam-se favoravelmente ao “redesconto elástico” (por vezes, “ilimitado”) de títulos amparados por “transações legítimas e garantidas”, como disse Lafer, chegando inclusive Vergueiro César a liderar uma reforma da Cared nos anos 1930 que triplicou a capacidade operacional desta carteira e focou as atividades desta no amparo à produção.

O ponto em que há uma quase perfeita confluência entre os quatro principais autores de que tratamos neste trabalho é no diagnóstico dos efeitos adversos sobre a economia da posição detida pelo BB de banco comercial, banqueiro do governo, banco de desenvolvimento e de que “quase banco central”. Até mesmo em 1929, quando entendia que o BB deveria ser convertido em banco central, Gudin já apontava para as inconveniências deste banco estar envolvido em operações que visavam o lucro ao mesmo tempo em que era um dos responsáveis pela boa gestão da moeda. Já a partir dos anos 1930, estes autores passaram a apontar que o BB estava demasiadamente comprometido com suas atividades comerciais para ser convertido em banco central, de modo que entendiam que o banco central deveria constituir um organismo novo.

São diversos os problemas apontados que adviriam da posição do BB enquanto órgão que dispunha de carteiras de natureza monetária e cambial, como a Camob, a Cared e a Carteira de Câmbio. Através da Cared, por exemplo, davam-se as operações entre TN e BB que resultavam em “encampações”, criticadas por Gudin (1954, pp. 9-10). Outro caso é o dos depósitos compulsórios, que, por serem depositados no BB, quando elevados resultavam em efeito expansionista – mecanismo que foi criticado por Lafer (1948, p. 52) e Gudin (1965a, p.

⁶⁵⁸ GUDIN, E. “Indigestão mental”, *Correio da Manhã*, 5 de maio de 1954, p. 2.

⁶⁵⁹ Gudin (1954, p. 7). Ênfase nossa.

286). Mecanismo semelhante foi apontado por Bulhões (1951), quando discute a experiência com o Imposto sobre Lucros Extraordinários durante o final do Estado Novo. Por fim, há também de se considerar o que Lafer (1948, p. 68) chama de “fracasso do redesconto”. Para ele, o fato de o BB ser o responsável pelo redesconto e, ao mesmo tempo, um banco concorrente, inibia os bancos de recorrerem a este mecanismo – ponto que seria enfatizado também por Vergueiro César (1947, p. 39). Assim sendo, os autores de que tratamos são bastante alinhados no que se refere à compreensão de que o BB deveria prescindir de suas funções de política monetária, limitando as suas atividades às de um banco comercial comum, com algumas funções de fomento.

Embora Lafer argumente que o BB seria a instituição que, talvez, mais se beneficiasse da criação do banco central, esta posição seria contestada. Comentadores, como Costa Boucinhas, que mencionamos no capítulo 3, apontavam para o fato de que o BB auferia ganhos consideráveis com suas prerrogativas de quase banco central, o que justificaria a sua “oposição surda” aos projetos de banco central, como apontado por Lago (1982, p. 128). O próprio Gudin (1954, p. 7), como vimos, refere-se ao BB como fonte de “oposição quase constante” aos projetos, e Bulhões (1951) aponta para o uso deste banco pelo governo como um dos entraves à criação do banco central. Além disso, os técnicos da Missão Abbink enfatizaram que não seria exatamente simples operacionalizar a transferência de funções do BB para o vindouro banco central.

Neste contexto, há um texto de 1957 de autoria de Tancredo Neves (1910-1985) que vale mencionar. Em *O Banco Central no Brasil: aspectos e considerações*, Neves, a partir das análises de Lafer (1948) e de Bulhões (1946; 1957), que discutimos detidamente nos capítulos anteriores, apresenta sua visão a respeito da importância que teria o banco central no Brasil. Além disso, ele reflete sobre os “obstáculos e dificuldades” que se impunham à criação deste banco. Em termos gerais, estes seriam: i) a restrição do domínio de ação do BB, “sem afetar a sua estabilidade”; e ii) as questões orçamentárias do país, cujos déficits eram sistemáticos. Cabe enfatizar o primeiro aspecto. Neves, que à época era diretor da Cared (uma carteira do BB), aponta que, não obstante reconhecesse o que chama de “hibridismo condenável” das funções do BB, seria necessário admitir que:

o Banco do Brasil, privado dos recursos que lhe são canalizados pelo Tesouro e entidades públicas em contas passivas, isto é, depósitos na acepção ampla, *não teria condições de sobrevivência*. Só como banco comercial, operando em depósitos e descontos, *não se manteria*.⁶⁶⁰

⁶⁶⁰ Neves ([1957] 2010, p. 141). Ênfases nossas.

Contrariando a tese de Lafer de que o BB poderia crescer e ser ainda mais lucrativo ao privar-se de atribuições que até então exercia, Neves argumenta que, na ausência dessas atribuições, isto é, conservando apenas o caráter comercial, o banco dificilmente subsistiria. Adicionalmente, aponta que, caso procedesse a ideia de transformar certas carteiras do BB em bancos especializados de crédito, “como aliás está a reclamar uma objetiva política creditícia”, a situação do BB seria agravada.⁶⁶¹

Os elementos de que dispomos dão algum substrato à tese do BB como possível fonte de resistência à criação do banco central. De igual modo, poderia existir ainda uma dificuldade relativa ao sistema bancário em geral. Este, embora fosse, em tese, favorável à ideia de banco central – sobretudo enquanto supridor de liquidez e garantidor da solidez do sistema –, tinha resistências quanto às consequências das exigências de um banco central constituído. É representativo dessas resistências o episódio do estabelecimento dos compulsórios pela Sumoc em 1945, que discutimos nos capítulos 2 e 4. Embora se tratasse de um instrumento clássico de banco central, os compulsórios foram recebidos com restrições, chegando, como vimos, a ser definidos como “draconianos”. Podemos conjecturar, portanto, que inexistia uma cultura no sistema bancário que fosse receptiva ao que certo desenho de banco central poderia representar.

É preciso também considerar os interesses do governo no assunto. Como vimos, todos os autores que aqui estudamos consideraram, em maior ou menor grau, a relação da reforma bancária com o financiamento monetário dos déficits públicos.⁶⁶² Esta questão foi, aliás, o elemento crucial da divergência que existiu entre Bulhões e Gudin. Em Lafer, temos também a compreensão de que o Brasil vivia no que chamamos de regime de *emissionismo improdutivo*, segundo a qual os incrementos nos meios de pagamento eram direcionados a certos fins, como o financiamento dos déficits, que não ampliavam a capacidade de produzir do país. Seria necessário, portanto, um redirecionamento destes incrementos. Enquanto isso, Vergueiro César apontava que, sem fortalecer a economia nacional, seria inútil todo “sincero esforço para fortificar a moeda e impedir o déficit”.⁶⁶³ Assim, uma possível dificuldade elementar seria a de que o banco central *poderia* representar para o governo o encerramento do financiamento monetário.

A fragilidade do mercado de capitais brasileiro constituía também uma possível dificuldade. Isto porque havia dúvidas relativas a se um banco central teria condições de atuar

⁶⁶¹ *Ibid.*, p. 142.

⁶⁶² A tese de que o governo seria capaz de instrumentalizar o banco central foi criticada por Casimiro Ribeiro em seus artigos de 1948. Para ele, a separação entre os poderes e a modulação autárquica do banco central eram suficientes para garantir que essa interferência não ocorresse. Cf. Ribeiro (1948b, p. 32).

⁶⁶³ VERGUEIRO CÉSAR, A. “‘Déficit’ orçamentário e papel moeda”, *O Jornal*, 26 de julho de 1946, p. 4.

num país em que o mercado de títulos públicos e privados reduziu-se e desorganizou-se, especialmente com a aceleração da inflação. Essa dificuldade impunha questões como: em um cenário como esse, o banco central não operaria em mercado aberto? Se operasse, seus efeitos atingiram algum efeito amplo sobre a atividade econômica? De fato, um dos temas mais recorrentes nos trabalhos de Vergueiro César e Bulhões é a questão do mercado de capitais, que é definido por Lafer (1948, p. 32) como “o grande aliado de uma organização perfeita do crédito, talvez seu mais poderoso pulmão”.

Há também de se considerar a questão apontada por Bulhões (1951), que ele chamou de “ausência de compreensão dos efeitos monetários sobre a conjuntura econômica”. Ou seja, para ele, as autoridades públicas brasileiras mostravam-se incapazes de compreender a real dinâmica entre determinadas políticas econômicas e as variáveis monetárias. Exemplos disso seriam os já mencionados casos da política de depósitos compulsórios e da Lei de Lucros Extraordinários, que tinham objetivos contracionistas, mas acabaram por ter efeito expansionista. Para Bulhões, era uma dificuldade o fato de que os formuladores de política não estavam devidamente instruídos e convencidos acerca da necessidade de dar à moeda e ao crédito uma diretriz específica em termos de política de estabilização.

Por fim, a discussão pública e legislativa sugere uma dificuldade fundamental em conciliar desígnios de expansão e contenção do crédito, o que, de algum modo, reflete a contraposição entre as linhas de pensamento do banco central que aqui identificamos, cujas ideias dificilmente poderiam ser conciliadas em uma única orientação geral de política da moeda e do crédito. Esta discussão dá amparo a uma possível dificuldade fundamental: a de que não havia um consenso – seja entre a classe política, seja entre os intelectuais – acerca de *qual* banco central criar, ou ainda, sob quais bases deveria assentar-se uma instituição como esta.

Alguns dos elementos que subsidiam a compreensão da criação do BCB em dezembro de 1964 são a própria situação institucional do país que, sob um regime de exceção, tinha os trâmites legislativos de algum modo facilitados,⁶⁶⁴ e a participação direta de Bulhões no processo. Bulhões, que era um pensador assíduo sobre o banco central, teve a oportunidade de liderar a criação desta instituição e ainda acompanhada da maior parte das condições que ele julgava necessárias para uma boa atuação da autoridade monetária.⁶⁶⁵ Estas condições

⁶⁶⁴ Conforme Corazza (2006, p. 6): “Foi a oportunidade de vencer, sob a lei militar, todas as históricas resistências e realizar o antigo sonho, iniciado com a criação da Sumoc, em 1945, e criar finalmente um banco central.”

⁶⁶⁵ Conforme Lago (1982, p. 191), até aquele momento, nunca um Ministro da Fazenda teve “uma soma de poderes tão ampla e uma atuação tão pouco sujeita a contingências quanto Octávio Bulhões em 1964”, de modo que foi

envolviam o próprio PAEG, que associou medidas de combate à inflação a reformas institucionais, de modo que houve, a um só tempo, os propósitos de resolver o problema do déficit público e de desenvolver o Sistema Financeiro Nacional, e até mesmo a criação do tributo monetário, feita na reforma tributária de 1965.

A criação do BCB, porém, não representou exatamente uma superação total das dificuldades que mencionamos acima. Isto porque o novo órgão foi criado com canais comunicantes com o BB e o TN,⁶⁶⁶ além de ser acompanhado por outros artifícios que o impediram de exercer totalmente a sua função de autoridade monetária. Foi, portanto, mais um passo nessa história institucional que, conforme apresentamos no capítulo 2, é marcada pelo gradualismo. Não deixa de ser notável, porém, que, daquele ponto em diante, o Brasil passou a dispor de um banco central.

Diversas foram as tentativas, ao longo do segundo terço do século XX, de se criar um banco central no Brasil. Mesmo antes, já nos anos 1920, o país recebera recomendação para fazê-lo. As circunstâncias históricas que se impuseram foram as mais diversas e os passos em direção à constituição do banco central foram lentos e, em geral, desatados. Conforme buscamos demonstrar, este longo processo foi acompanhado por um rico debate público a respeito de quais deveriam ser os princípios gerais da política do vindouro banco central. A análise de alguns dos principais autores desse debate, que partiam de diferentes referenciais teóricos e dialogavam diretamente com as questões nacionais, sugere um conjunto amplo de nuances e complexidades que se impuseram na evolução histórica das instituições monetárias, bancárias e financeiras brasileiras. A história do BCB é, afinal, resultado de uma constante interação entre as ideias daqueles que o pensaram (e o pensam até hoje) e os desafios apresentados pela realidade do país.

oferecida “ao criador da Sumoc a maior oportunidade para implantar as profundas reformas pelas quais se bate por mais de 20 anos, em condições agora extremamente favoráveis.”

⁶⁶⁶ Sochaczewski (1993, capítulo 6).

6 Referências bibliográficas

- ABREU, A. A. et al. (coords.). **Dicionário Histórico-Biográfico Brasileiro – Pós-1930**. Rio de Janeiro: CPDOC, 2010a. Disponível em: <http://cpdoc.fgv.br>.
- ABREU, A. A. Verbete: Abelardo Vergueiro César. *In*: ABREU, A. A. et al. (coords.). **Dicionário Histórico-Biográfico Brasileiro – Pós-1930**. Rio de Janeiro: CPDOC, 2010b.
- ABREU, M. P. A missão Niemeyer. **Revista de administração de empresas**, v. 14, p. 07-28, 1974.
- ABREU, M. P. **A Ordem do Progresso: Dois Séculos de Política Econômica no Brasil**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015a.
- ABREU, M. P. Crise, crescimento e modernização autoritária, 1930-1945. *In*: ABREU, M. P. **A Ordem do Progresso: Dois Séculos de Política Econômica no Brasil**. Rio de Janeiro: Elsevier, pp. 79-103, 2015b.
- AFTALION, A. **L'équilibre dans les relations économiques internationales**. Les éditions Domat-Montchrestien, F. Loviton et cie, 1937.
- ACEMOGLU, D.; JOHNSON, S.; ROBINSON, J. A. Institutions as a fundamental cause of long-run growth. *In*: AGHION, P.; DURLAUF, S. N. (Ed.) **Handbook of economic growth**. Vol. 1A. Elsevier, pp. 385-472, 2005.
- AQUINO, A. I Congresso Brasileiro de Economia 1943: atores, intelectuais e ideologias na constituição de uma consciência de classe entre os industriais e a consolidação do projeto industrialista. **Plural**, v. 17, n. 1, pp. 59-88, 2010.
- ARANHA, O. Avaliação da Missão Aranha. *In*: LIMA, S. E. M.; ALMEIDA, P. R.; SOUZA FARIAS, R. (Ed.). **Oswaldo Aranha: um estadista brasileiro**. Vol. 1. Fundação Alexandre de Gusmão, pp. 183-190, [1939] 2017.
- ARGENTINA. Ley n.º 12.155, de 28 de marzo de 1935. **Creación y objeto del Banco Central**. Buenos Aires, 1935.
- ARNON, A. **Monetary theory and policy from Hume and Smith to Wicksell: Money, credit, and the economy**. Nova York: Cambridge University Press, 2011.
- BAGEHOT, W. **Lombard Street: A description of the money market**. HS King & Co., 1873.
- BANASKIWITZ, G. O. O futuro banco central e o mercado de capitais: observação científica do mercado. **Digesto Econômico** (nº 76). São Paulo, março de 1951.
- BARBOSA, F. H. **A inflação brasileira no pós-guerra: monetarismo versus estruturalismo**. Rio de Janeiro: IPEA/INPES, 1983.

- BASTOS, P. P. Z. Desenvolvimentismo incoerente? Comentários sobre o Projeto do Segundo Governo Vargas e as ideias econômicas de Horácio Lafer (1948-1952). **Revista EconomiA**, v.6, n.3, p. 191-222, 2005.
- BAUDIN, L. **A moeda: o que toda gente deveria saber a seu respeito**. São Paulo: Livraria Martins, 1940.
- BAUDIN, L. **La monnaie: ce que tout le monde devrait en savoir**. 4ª ed. Paris: Librairie de Médecis, 1947.
- BAUDIN, L. Abelardo Vergueiro Cesar. **Revue d'économie Politique**, v. 60, n. 4, 1950, p. 454.
- BENI, M. À margem do decreto que criou a Superintendência da Moeda e do Crédito. **Digesto Econômico** (nº. 6). São Paulo, maio de 1945.
- BENJAMIN, C.; KELLER, V. Verbete: Octávio Gouvêa de Bulhões. *In*: ABREU, A. A. et al. (coords.). **Dicionário Histórico-Biográfico Brasileiro – Pós-1930**. Rio de Janeiro: CPDOC, 2010.
- BIELSCHOWSKY, R. Eugênio Gudim. **Estudos Avançados**, v. 15, p. 91-110, 2001.
- BIELSCHOWSKY, R. **Pensamento econômico brasileiro: o ciclo ideológico do desenvolvimentismo**. 5ª ed. Rio de Janeiro: Contraponto, 2004.
- BOIANOVSKY, M. Celso Furtado and the structuralist-monetarist debate on economic stabilization in Latin America. **History of political economy**, v. 44, n. 2, p. 277-330, 2012.
- BORDO, M. A brief history of central banks. **Economic Commentary**, Federal Reserve Bank of Cleveland, Dezembro de 2007.
- BRAGA, R. J. Uma nova visita ao ambíguo liberalismo brasileiro: a proposta de reforma bancária no governo Dutra. *In*: GUIMARÃES, A. S.; VIEIRA, F. S. (Org.). **Legislativo e Democracia: reflexões sobre a Câmara dos Deputados**. 1ª ed. Brasília: Edições Câmara, pp. 65-91, 2013.
- BRASIL. **Plano trienal de desenvolvimento econômico e social 1963-1965 (Síntese)**. Brasília: Presidência da República, dezembro de 1962.
- BULHÕES, O. G. **A cultura ocidental e o systema econômico**. Rio de Janeiro: Typ. B. Bloch & Irmãos, 1936.
- BULHÕES, O. G. Em torno do Banco Central. **O Observador Econômico e Financeiro** (nº 22), novembro de 1937, pp. 39-40.
- BULHÕES, O. G. **Orientação e controle em economia**. Rio de Janeiro: Bedeschi, 1941.

- BULHÕES, O. G. [Correspondência] **Destinatário: Eugênio Gudín**. 13 ago. 1943. Arquivo Eugênio Gudín. CPDOC/FGV.
- BULHÕES, O. G. Contribuições à política monetária. **O Jornal**, 15 de outubro de 1943, p. 4.
- BULHÕES, O. G. Os depósitos na Superintendência da Moeda e do Crédito. **O Jornal**, 24 de fevereiro de 1945, p. 4.
- BULHÕES, O. G. **O Banco Central no Brasil**. Rio de Janeiro: Biblioteca do Ministério da Fazenda, Publicação nº. 2, 1946.
- BULHÕES, O. G. **À Margem de um Relatório: Texto das conclusões da Comissão Mista Brasileiro-Americana de Estudos Econômicos (Missão Abbink)**. Rio de Janeiro: Edições Financeiras S.A., 1950.
- BULHÕES, O. G. Política de crédito e Banco Central. **Correio da Manhã (Economia e Finanças)**, 15 de junho de 1951, pp. 3 e 21.
- BULHÕES, O. G. Reformas orçamentária e bancária. **Diário Carioca**, 23 de julho de 1957, p. 2.
- BULHÕES, O. G. **Función de los precios en el desarrollo**. México: CEMLA, 1961.
- BULHÕES, O. G. Política Monetária. **O Jornal**, 30 de janeiro de 1963 (1º caderno), p. 3.
- BULHÕES, O. G. Política Monetária – II. **O Jornal**, 6 de fevereiro de 1963 (1º caderno), p. 3.
- BULHÕES, O. G. Banco Central, política tributária e orçamento. Documento de trabalho nº. 7. *In*: REUNIÃO DE TÉCNICOS DOS BANCOS CENTRAIS DO CONTINENTE AMERICANO, VII, 1963, Rio de Janeiro. **Anais**. Tomo I. Rio de Janeiro: Banco do Brasil S.A. e Superintendência da Moeda e do Crédito, pp. 147-151, 1964.
- BULHÕES, O. G. Una nueva experiencia: contención voluntaria de los precios. **CEMLA: Boletín Mensual**, v. 12, n. 3, 1966, pp. 97-98.
- BULHÕES, O. G. **Dois conceitos de lucro**. Rio de Janeiro: Editora APEC, 1969.
- BULHÕES, O. G. de. Aspectos da reforma tributária. **Revista de Direito Administrativo**, v. 113, pp. 1–6, 1973.
- BULHÕES, O. G. **Octávio Gouvêa de Bulhões (depoimento)**. Rio de Janeiro, CPDOC/Fundação Getúlio Vargas (FGV), 1989.
- BULHÕES, O. G. **Octávio Gouvêa de Bulhões**. Coleção História Contada do Banco Central do Brasil, v. 1. Brasília: Banco Central do Brasil, [1989] 2019.
- CORSI, F. L. O projeto de desenvolvimento de Vargas, a missão Osvaldo Aranha e os rumos da economia brasileira. **História Econômica & História de Empresas**, v. 2, n. 1, 1999.

- CAMPOS, R. O.; SIMONSEN, M. H. **A nova economia brasileira**. Rio de Janeiro: José Olympio, 1974.
- CAMPOS, R. O. **A lanterna na popa: memórias**. Rio de Janeiro: Topbooks, 1994.
- CAMPOS, R. O. **Antologia do bom senso: ensaios**. Rio de Janeiro: Topbooks, 1996.
- CARDOSO, J. L. Reflexões periféricas sobre a difusão internacional do pensamento econômico. **Nova Economia**, v. 19, pp. 251-265, 2009.
- CASSEL, G. **Money and Foreign Exchange after 1914**. Nova York: The Macmillan Company, 1923.
- CAVALCANTI, M. A.; VONBUN, C. A Política do Recolhimento Compulsório no Brasil Pós-Real. *In*: SOUZA JÚNIOR, J. R. C. (Org.) **Evolução recente das políticas monetária e cambial e do mercado de crédito no Brasil**. Rio de Janeiro: Ipea, pp. 83-144, 2014.
- CAVALIERI, M. A. R.; CRUZ E SILVA, V. Eugênio Gudim: uma ilha liberal em mar desenvolvimentista. *In*: SALOMÃO, I. C. (Org.) **Os homens do cofre: o que pensavam os ministros da fazenda do Brasil Republicano (1889-1985)**. São Paulo: UNESP, pp. 319-344, 2021.
- CENTURIÃO, L. R. The Dress Rehearsal: A Instituição de um Banco Central no Brasil em 1923. **Anais do 46º Encontro Nacional de Economia**, Rio de Janeiro/RJ, 2018.
- CHANG, H. J. **Chutando a escada: a estratégia do desenvolvimento em perspectiva histórica**. Editora Unesp, 2004.
- COMISSÃO MISTA. Banco Central (Sugestões da Comissão Mista Brasil-Estados Unidos). **Revista Brasileira de Economia**, v. 2, n. 4, pp. 121-169, 1948.
- COMISSÃO MISTA BRASILEIRO AMERICANA DE ESTUDOS ECONÔMICOS. **Relatório final**. Rio de Janeiro: Ministério da Fazenda, 1949.
- CONGRESSO BRASILEIRO DE ECONOMIA, I: **Anais**, 2º Volume. Rio de Janeiro: Associação Comercial do Rio de Janeiro, 1944.
- CONJUNTURA ECONÔMICA. Encaixe e depósitos de bancos. **Conjuntura Econômica**, ano II, n. 10, outubro de 1948.
- CONSELHO DE MINISTROS. **Programa de governo. Bases. Análise da situação econômica e social do Brasil**. Brasília: Imprensa Nacional, 1961.
- CONSELHO NACIONAL DE ECONOMIA. Debates sobre a reforma bancária. **Revista do Conselho Nacional de Economia**, ano XI, n. 4, 1962a, pp. 379-384

- CONSELHO NACIONAL DE ECONOMIA. **Exposição Geral da Situação Econômica do Brasil: 1961**. Rio de Janeiro: Conselho Nacional de Economia, 1962b.
- CORAZZA, G. O Banco Central do Brasil: evolução histórica e institucional. **Perspectiva econômica**, v. 2, n. 1, p. 1-23, 2006.
- CRUZ E SILVA, V.; CAVALIERI, M.; CURADO, M. On the transmission of Keynes' and Keynesian ideas in Brazil through Eugênio Gudín's Principles of Monetary Economics. **The European Journal of the History of Economic Thought**, v. 28, n. 1, p. 83-102, 2020.
- CURADO, M. Octávio Gouvêa de Bulhões e a Revista Brasileira de Economia. **Revista Brasileira de Economia**, v. 74, n. 3, p. 255–276, jul. 2020.
- CURADO, M. Octávio Gouveia de Bulhões: para além do neoliberalismo no Brasil. *In*: SALOMÃO, I. C. (Org.) **Os homens do cofre: o que pensavam os ministros da fazenda do Brasil Republicano (1889-1985)**. São Paulo: UNESP, pp. 397-422, 2021.
- CURI, L. F. B. **Entre a história e a economia: o pensamento econômico de Roberto Simonsen**. 2014. Dissertação (Mestrado em História Econômica) - Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências Humanas, Universidade de São Paulo, 2014.
- CURI, L. F. B. **Nationalökonomie nos trópicos: pensamento econômico alemão no Brasil (1889-1945)**. 2018. Tese (Doutorado em História Econômica) - Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências Humanas, Universidade de São Paulo, 2018.
- CURI, L. F. B.; SAES, A. M. Cuestionando las ortodoxias: Roberto Simonsen y Wladimir Woytinsky en el ambiente intelectual del período de entreguerras. **Investigaciones de Historia Económica**, v. 11, n. 3, p. 141–152, 2019.
- DE KOCK, M. H. **Central Banking**. Londres: Staples Press Limited, [1939] 1946.
- DE VROEY, M. **A history of macroeconomics from Keynes to Lucas and beyond**. Cambridge University Press, 2016.
- DES ROCHES, J. B. **La pensée monétaire: histoire et analyse**. Éditions Les Solos, 2003.
- DRAIBE, S. **Rumos e metamorfoses: um estudo sobre a constituição do Estado e as alternativas da industrialização no Brasil, 1930-1960**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1985.
- DRAKE, P. The money doctors: Foreign advisers and foreign debts in Latin America. **NACLA Report on the Americas**, v. 31, n. 3, p. 32-36, 1997.
- EICHENGREEN, B. **Globalizing Capital: A History of the International Monetary System**. Princeton: Princeton University Press, 2008.

- FARIA, I. G. **Revisitando Eugênio Gudín na década de 50: uma investigação sobre seu aperfeiçoamento acadêmico a partir de materiais de arquivo, da Revista Brasileira de Economia e dos Princípios de Economia Monetária**. Dissertação de Mestrado, UFPR, 2017.
- FARIA, I. G.; CRUZ E SILVA, V.; CAVALIERI, M. Eugênio Gudín e as influências internacionais na defesa de sua agenda econômica liberal: o hiperemprego e o livre-comércio. **Análise Econômica**, v. 38, n. 77, 2020.
- FARO, C. Octávio Gouvêa de Bulhões e a revista brasileira de economia. **Revista Brasileira de Economia**, v. 44, n. 4, pp. 489-491, 1990.
- FLANDREAU, M. (Ed.). **Money Doctors: The Experience of Financial Advising, 1850-2000**. Nova York: Routledge, 2003
- FONSECA, P. C. D.; MOLLO, M. L. R. Metalistas x papelistas: origens teóricas e antecedentes do debate entre monetaristas e desenvolvimentistas. **Nova Economia**, v. 22, n. 2, pp. 203-233, 2012.
- FRANCO, G. H. B.; LAGO, L. A. C. **A economia da República Velha, 1889-1930**. Departamento de Economia da PUC/RJ: Texto para discussão nº. 588, 2011.
- FRANCO, G. H. B. **A moeda e a lei: Uma história monetária brasileira, 1933-2013**. Rio de Janeiro: Editora Zahar, 2017.
- FRIEDMAN, M.; SCHWARTZ, A. J. **A monetary history of the United States, 1867-1960**. Princeton University Press, 1963.
- FRITSCH, W. 1924. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, v. 10, n. 3, pp. 713-744, 1980.
- FRITSCH, W. 1922: a crise econômica. **Revista Estudos Históricos**, v. 6, n. 11, pp. 3-8, 1993.
- FRITSCH, W. Apogeu e crise na Primeira República, 1900-1930. In: ABREU, M. P. **A Ordem do Progresso: Dois Séculos de Política Econômica no Brasil**. Rio de Janeiro: Elsevier, pp. 45-77, 2015.
- FURTADO, C. **A fantasia organizada**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1985.
- GALVÊAS, E. **Sistema financeiro e mercado de capitais**. Rio de Janeiro: IBMEC, 1985.
- GALVÊAS, E. **Ernane Galvêas I (depoimento)**. Rio de Janeiro: CPDOC/Fundação Getúlio Vargas (FGV), 1989.
- GAMBI, T. F. R. Las misiones inglesas y la (no) creación de un banco central en Brasil (1924/1931). **Anuario IEHS**, v. 35, n. 2, p. 199-220, 2020.

- GOLDENWEISER, E. A. [Correspondência] **Destinatário: Arno Konder**. Washington, 15 jun. 1940. Arquivo Eugênio Gudín. CPDOC/FGV.
- GOMES, C. V. O. **A transição incompleta: Horácio Lafer e a defesa do liberalismo na constituinte de 1946**. Dissertação de mestrado. Universidade Federal de Goiás, 2008.
- GOODHART, C. **The evolution of central banks**. Londres: MIT Press Books, 1988.
- GOODHART, C.; CAPIE, F.; e SCHNADT, N. The development of central banking. *In*: CAPIE, F. et al. **The future of central banking: the tercentenary symposium of the Bank of England**. Cambridge: Cambridge University Press, pp. 1-112, 1994.
- GREMAUD, A. P. **Das controvérsias teóricas à política econômica: Pensamento Econômico e Economia Brasileira no Segundo Império e na Primeira República (1840-1930)**. Tese de doutorado. Universidade de São Paulo, 1997.
- GREMAUD, A. P. Antônio Carlos de Andrada: um ortodoxo em tempos heterodoxos. *In*: SALOMÃO, I. C. (Org.) **Os homens do cofre: o que pensavam os ministros da fazenda do Brasil Republicano (1889-1985)**. São Paulo: UNESP, pp. 141-165, 2021.
- GUDIN, E. **Reflexões que me ocorreram ao ler o Relatório Bulhões sobre os Planos Keynes e White**. [s.d.]. Arquivo Eugênio Gudín. CPDOC/FGV.
- GUDIN, E. A balança comercial. **O Jornal**, 7 de junho de 1929, p. 2.
- GUDIN, E. A ‘balança de pagamentos’ e o capital estrangeiro. **O Jornal**, 8 de junho de 1929, p. 2.
- GUDIN, E. A balança de pagamentos e o câmbio: o mil réis abandonado. **O Jornal**, 9 de junho de 1929, p. 4.
- GUDIN, E. A estabilização. **O Jornal**, 18 de junho de 1929, p. 2.
- GUDIN, E. A função primordial do Banco do Brasil (I). **O Jornal**, 22 de junho de 1929, p. 4.
- GUDIN, E. A função primordial do Banco do Brasil (II). **O Jornal**, 25 de junho de 1929, p. 2.
- GUDIN, E. A conversibilidade e o ouro. **O Jornal**, 29 de junho de 1929, p. 4.
- GUDIN, E. Como obter ouro. **O Jornal**, 30 de junho de 1929, p. 4.
- GUDIN, E. Ouro ou cambiais? **O Jornal**, 6 de julho de 1929, p. 4.
- GUDIN, E. Meios de pagamento e conversibilidade. **O Jornal**, 7 de julho de 1929, p. 2.
- GUDIN, E. **Origens da crise mundial, política econômica do Brasil, política financeira e Relatório Niemeyer**. Rio de Janeiro: Typographia Almanak Laemmert, 1932.

- GUDIN, E. Parecer do Dr. Eugênio Gudín Filho. *In*: BULHÕES, O. G. **Orientação e controle em economia**. Rio de Janeiro: Bedeschi, pp. 97-101, 1941.
- GUDIN, E. [Correspondência] **Destinatário: Octávio Bulhões**. 16 ago. 1943. Arquivo Eugênio Gudín. CPDOC/FGV.
- GUDIN, E. Bibliografia: Octávio Gouvêa de Bulhões, Orientação e Controle da Economia. **Revista Brasileira de Economia**, v. 1, n. 2, 1947.
- GUDIN, E. A reforma bancária e o problema do crédito. **Jornal do Comércio**, 23 de abril de 1950, p. 3.
- GUDIN, E. A reforma bancária e o problema do crédito. **Digesto Econômico** (nº 66). São Paulo, maio de 1950.
- GUDIN, E. Indigestão mental. **Correio da Manhã**, 5 de maio de 1954, p. 2.
- GUDIN, E. Alguns aspectos do problema do banco central. **Digesto Econômico** (nº 117). São Paulo, agosto de 1954.
- GUDIN, E. Álibis e maus precedentes. **Diário do Paraná**, 11 de novembro de 1961, p. 2.
- GUDIN, E. Carta aberta ao presidente. **Diário de Natal**, 26 de setembro de 1962, p. 3.
- GUDIN, E. A saída do Sr. Bulhões. **Diário do Paraná**, 8 de janeiro de 1963, p. 2.
- GUDIN, E. A reforma bancária. **Correio Braziliense**, 4 de maio de 1963, p. 4.
- GUDIN, E. Uma boa lei bancária. **Diário do Paraná**, 31 de dezembro de 1964, p. 2.
- GUDIN, E. **Princípios de Economia Monetária**, vol. 1. 5ª ed. Rio de Janeiro: Editora Agir, 1965a.
- GUDIN, E. **Análise de problemas brasileiros: coletânea de artigos, 1958-1964**. Rio de Janeiro: Editora Agir, 1965b.
- GUDIN, E. [Correspondência] **Destinatário: Humberto de Alencar Castelo Branco**. 6 abr. 1964. Arquivo Eugênio Gudín. CPDOC/FGV.
- GUDIN, E. Rumos de política econômica. *In*: SIMONSEN, R.; GUDIN, E.; e VON DOELLINGER, C. **A controvérsia do planejamento na economia brasileira**. 3ª ed. Brasília: IPEA, pp. 51-126, [1945] 2010.
- HAWTREY, R. G. **The art of central banking**. Londres: Longmans, Green and Co, 1932.
- HERRMANN, F. Bibliografia: Abelardo Vergueiro César – Os processos monetários e o empréstimo público interno como receita extraordinária do estado. **Revista de Ciências Econômicas**, ano I, v. 2, n. 1, 1940.

- HETZEL, R. **The Federal Reserve: A New History**. Chicago: University of Chicago Press, 2023.
- HUMPHREY, T. M. The real bills doctrine. **FRB Richmond Economic Review**, v. 68, n. 5, p. 3-13, 1982.
- INFANTE, V. A reforma bancária. **Revista de Ciências Econômicas**, ano IX, n. 2, 1948a.
- INFANTE, V. A reforma bancária. **Revista de Ciências Econômicas**, ano IX, n. 3, 1948b.
- KADOCHNIKOV, D. V. Gustav Cassel's purchasing power parity doctrine in the context of his views on international economic policy coordination. **The European Journal of the History of Economic Thought**, v. 20, n. 6, p. 1101-1121, 2013.
- KAFKA, A. Brazil. *In*: BECKHART, B. H. **Banking Systems**. Bombay: The Times of India Press, pp. 51-124, [1954] 1960.
- KELLER, V. Verbete: Eugênio Gudim Filho. *In*: ABREU, A. A. et al. (coords.). **Dicionário Histórico-Biográfico Brasileiro – Pós-1930**. Rio de Janeiro: CPDOC, 2010.
- KISCH, C. H.; ELKIN, W. A. **Central banks**. Londres: Macmillan and Co., 1928.
- LAFER, H. Discurso. **Diário do Poder Legislativo: Estados Unidos do Brasil**. Rio de Janeiro, ano IV, n. 736, pp. 45426-45437, 7 de outubro de 1937.
- LAFER, H. Funções do crédito e do sistema bancário. Discurso na Câmara dos Deputados. Sessão de 25 de maio de 1936. *In*: LAFER, C. (Org.). **Discursos parlamentares**. Brasília: Câmara dos Deputados, pp. 429-438, 1988.
- LAFER, H. **O crédito e o sistema bancário no Brasil**. Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1948.
- LAFER, H. A política do crédito. **Digesto Econômico** (nº 57). São Paulo, agosto de 1949.
- LAFER, H. **Mentalidade, organização e técnica: fatores de uma política econômica nacional**. São Paulo: CIESP/FIESP, 1950.
- LAGO, P. A. C. **A Sumoc como embrião do Banco Central: sua influência na condução da política econômica, 1945-1965**. Dissertação (Mestrado em Economia) – PUC/RJ, 1982.
- LARA RESENDE, A. **Juros, moeda e ortodoxia: teorias monetárias e controvérsias políticas**. Portfolio-Penguin, 2017.
- LEVI-MOREIRA, S. Ideologia e atuação da Liga Nacionalista de São Paulo (1917-1924). **Revista de História**, n. 116, pp. 67-74, 1984.

- LEVY, M. B.; MEDEIROS; P. T. Verbete: Banco do Brasil. *In: ABREU, A. A. et al. (coords.). **Dicionário Histórico-Biográfico Brasileiro – Pós-1930***. Rio de Janeiro: CPDOC, 2010.
- LEWINSOHN, R. Eugênio Gudín - Princípios de Economia Monetária. **Revista Brasileira de Economia**, v. 1, n. 1, pp. 110-113, 1947.
- LOUREIRO, O. O. R. A reforma do sistema bancário brasileiro. **Digesto Econômico** (nº 53). São Paulo, abril de 1949.
- MALAN, P. S. Verbete: Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC). *In: ABREU, A. A. et al. (coords.). **Dicionário Histórico-Biográfico Brasileiro – Pós-1930***. Rio de Janeiro: CPDOC, 2010.
- MAXFIELD, S. **Gatekeepers of Growth: The International Political Economy of Central Banking in Developing Countries**. New Jersey: Princeton University Press, 1998.
- MAYER, J. M. Verbete: Horácio Lafer. *In: ABREU, A. A. et al. (coords.). **Dicionário Histórico-Biográfico Brasileiro – Pós-1930***. Rio de Janeiro: CPDOC, 2010.
- MELTZER, A. H. **A history of the Federal Reserve, Volume 1: 1913-1951**. University of Chicago Press, 2010.
- MENEZES, D. O banco central, ilusões metalistas e a produção. **Digesto Econômico** (nº 41). São Paulo, abril de 1948.
- MESQUITA, M. M. C. Inflação, estagnação e ruptura, 1961-1964. *In: ABREU, M. P. **A Ordem do Progresso: Dois Séculos de Política Econômica no Brasil***. Rio de Janeiro: Elsevier, pp. 179-196, 2015.
- MINELLA, A. C. **Banqueiros: organização e poder político no Brasil**. Rio de Janeiro/São Paulo: Espaço e Tempo/ANPOCS, 1988.
- MOTTA, M. S. Os boêmios cívicos da Assessoria Econômica: saber técnico e decisão política no governo Vargas (1951-54). *In: **HISTÓRIA Oral: história, cultura e poder***. Juiz de Fora (MG), 2005.
- NEUHAUS, P. **História monetária do Brasil, 1900-45**. Rio de Janeiro: Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais, 1975.
- NEVES, T. A. O Banco Central no Brasil: aspectos e considerações. *In: DELGADO, L. A. N. **Tancredo Neves: Série perfis parlamentares***, n. 56. 2ª. ed. Brasília: Câmara dos Deputados, Edições Câmara, pp. 125-144, [1957] 2010.
- NIEMEYER, O. **Reorganização das finanças brasileiras**. Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1931.

- NOGUEIRA, D. **Dênio Nogueira**. Coleção História Contada do Banco Central do Brasil, v. 3. Brasília: Banco Central do Brasil, [1993] 2019.
- NORMANO, J. F. **Evolução econômica do Brasil**. São Paulo: Companhia Editora Nacional, [1935] 1939.
- NORTH, D. Institutions. **Journal of economic perspectives**, v. 5, n. 1, p. 97-112, 1991.
- OLIVEIRA, G. B. M. Expansão do crédito e industrialização no Brasil: 1930-1945. **América Latina en la historia económica**, v. 3, n. 6, p. 81-90, 1996.
- ORENSTEIN, L.; SOCHACZEWSKI, A. C. Democracia com desenvolvimento, 1956-1961. *In*: ABREU, M. P. **A Ordem do Progresso: Dois Séculos de Política Econômica no Brasil**. Rio de Janeiro: Elsevier, pp. 157-177, 2015.
- PASTORE, A. C.; PINOTTI, M. C. O PAEG e as políticas econômicas dos anos 1960 e 1970. *In*: MOURA, A. R. **PAEG e REAL: dois planos que mudaram a economia brasileira**. FGV Editora, pp. 19-79, 2007.
- PASTORE, A. C. **Erros do passado, soluções para o futuro: a herança das políticas econômicas brasileiras do século XX**. Portfolio-Penguin, 2021.
- PINHO NETO, D. M. O interregno Café Filho, 1954-1955. *In*: ABREU, M. P. **A Ordem do Progresso: Dois Séculos de Política Econômica no Brasil**. Rio de Janeiro: Elsevier, pp. 143-156, 2015.
- PRADO, O. A. Organização do sistema bancário brasileiro. **Digesto Econômico** (nº 16). São Paulo, março de 1946.
- PREBISCH, R. O desenvolvimento econômico da América Latina e seus principais problemas. **Revista Brasileira de Economia**, v. 3, n. 3, p. 47-111, 1949.
- PRINGLE, R. **Key Events in Central Banking: 1609-2001**. Londres: Central Banking Publications, 2001.
- REDIVO, A. D. S.; FONSECA, P. C. D. A atuação da Carteira de Crédito Agrícola e Industrial do Banco do Brasil (CREAI): 1937-1969. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 42, n. 4, pp. 1080-1102, out. 2022.
- REIS, G. A. **O anti-desenvolvimentismo de Bulhões**. Dissertação de Mestrado. Universidade de São Paulo, 1995.
- REUNIÃO DE TÉCNICOS DOS BANCOS CENTRAIS DO CONTINENTE AMERICANO, VII, 1963, Rio de Janeiro. **Anais**. Tomo I. Rio de Janeiro: Banco do Brasil S.A. e Superintendência da Moeda e do Crédito, 1964a.

- REUNIÃO DE TÉCNICOS DOS BANCOS CENTRAIS DO CONTINENTE AMERICANO, VII, 1963, Rio de Janeiro. **Anais**. Tomo II. Rio de Janeiro: Banco do Brasil S.A. e Superintendência da Moeda e do Crédito, 1964b.
- REUNIÃO DE TÉCNICOS DOS BANCOS CENTRAIS DO CONTINENTE AMERICANO, VII, 1963, Rio de Janeiro. **Anais**. Tomo III. Rio de Janeiro: Banco do Brasil S.A. e Superintendência da Moeda e do Crédito, 1964c.
- REUNIÃO DE TÉCNICOS DOS BANCOS CENTRAIS DO CONTINENTE AMERICANO, VII, 1963, Rio de Janeiro. **Anais**. Tomo IV. Rio de Janeiro: Banco do Brasil S.A. e Superintendência da Moeda e do Crédito, 1964d.
- RIBEIRO, C. A. A reforma bancária brasileira. **Revista do Serviço Público**, v. 2, n. 1 e 2, p. 5 - 16, 1948a.
- RIBEIRO, C. A. A reforma bancária brasileira. **Revista do Serviço Público**, v. 3, n. 1 e 2, p. 31 - 37, 1948b.
- RIBEIRO, C. A. A reforma bancária brasileira. **Revista do Serviço Público**, v. 3, n. 3 e 4, p. 64 - 73, 1948c.
- RIBEIRO, C. A. **Casimiro Ribeiro I (depoimento, 1975/1979)**. Rio de Janeiro, CPDOC/Banco Central do Brasil, 1981.
- RIBEIRO, C. A. **Casimiro Ribeiro II (depoimento, 1989)**. Rio de Janeiro, CPDOC/Banco Central do Brasil, 1990.
- RIBEIRO, T. R. M. **Das missões à comissão: ideologia e projeto desenvolvimentista na "Missão Abbink"(1948) e da Comissão Mista Brasil-Estados Unidos (1951-1953)**. Dissertação (Mestrado) – Universidade Federal Fluminense, Departamento de História, 2012.
- RIST, C. **History of Monetary and Credit Theory**. Nova York: Augustus M. Kelley, [1938] 1966.
- RIST, C. **The Triumph of Gold**. Nova York: Wisdom Library, [1952] 1961.
- SAES, F. A. M; CYTRYNOWICZ, R. **História da Ordem dos Economistas de São Paulo: 1935-2000**. São Paulo: Ordem dos Economistas de São Paulo, 2001.
- SAES, A. M. Horácio Lafer: um fiel da balança? *In*: SALOMÃO, I. C. (Org.) **Os homens do cofre: o que pensavam os ministros da fazenda do Brasil Republicano (1889-1985)**. São Paulo: UNESP, pp. 283-317, 2021.
- SALOMÃO, C. R. **Análise institucional do Banco Central do Brasil: um estudo de caso de criação e desenvolvimento**. Dissertação de Mestrado. Fundação Getúlio Vargas, 1981.

- SARETTA, F. Octávio Gouvêa de Bulhões. **Estudos Avançados**, v. 15, p. 111-125, 2001.
- SERVICIO FRANCES DE INFORMACIÓN. **Afinidades: Francia y America del sur**. Montevideo, 1946.
- SCALÉRCIO, M.; ALMEIDA, R. **Eugenio Gudín - inventário de flores e espinhos: um liberal em estado puro**. Rio de Janeiro: Insight, 2012.
- SCHWARTZ, A. J. Banking school, currency school, free banking school. *In*: EATWELL, J.; MILGATE, M.; NEWMAN, P. (Ed.) **Money**. Londres: Palgrave Macmillan, pp. 41-49, 1989.
- SELGIN, G. A. The analytical framework of the real-bills doctrine. **Journal of Institutional and Theoretical Economics (JITE)**, pp. 489-507, 1989.
- SIKLOS, P. L. **The changing face of central banking: Evolutionary trends since World War II**. Cambridge University Press, 2002.
- SILVEIRA, P. A. C. V. **Direito tributário e análise econômica do Direito: uma visão crítica**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.
- SIMONSEN, R. Necessidade de estabilização cambial. *In*: SIMONSEN, R. **À margem da profissão: discursos, conferências, publicações**. São Paulo: São Paulo Editora, pp. 143-148, [1924] 1932.
- SINGLETON, J. **Central Banking in the Twentieth Century**. Cambridge: Cambridge University Press, 2011.
- SOCHACZEWSKI, A. C. **Desenvolvimento econômico e financeiro do Brasil, 1952-1968**. Trajetória Cultural, 1993.
- SOUZA GOMES, L. **Bancos Centrais e Instituições Internacionais de Crédito**. Rio de Janeiro, Fundação Getúlio Vargas, 1967.
- SUPRINYAK, C. E.; CARVALHO, A. R. Bringing Latin America into the Mainstream: The 1963 Rio de Janeiro Conference on Inflation and Growth. **HAL Open Science (Working Paper)**, 2022.
- THORNTON, H. **An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain**. Nova Jersey: A. M. Kelley, [1802] 1978.
- TORRICO, M. N. P. The foundation of the Central Bank of Bolivia (1929-1932). **Revista de Humanidades y Ciencias Sociales**, v.12, n.1-2, pp. 133-184, 2006.
- TURRENT, E. **CEMLA: una institución clave de América Latina, 1952-2012**. México: CEMLA, 2014.

VERGUEIRO CÉSAR, A. **Discurso pronunciado no almoço oferecido aos voluntários do 1º. Regimento de Infantaria, a 10 de novembro de 1916, na Vila Militar.** Espírito Santo do Pinhal: Typographia Central, 1916.

VERGUEIRO CÉSAR, A. [Correspondência] **Destinatário: Armando de Sales Oliveira.** 4 jun. 1935. Fundo Paulo Duarte. CEDAE/Unicamp.

VERGUEIRO CÉSAR, A. Banco central. **O Jornal**, 10 de setembro de 1935, p. 1.

VERGUEIRO CÉSAR, A. Mercado nacional de valores mobiliários. **O Jornal**, 11 de setembro de 1935, p. 2.

VERGUEIRO CÉSAR, A. Circulação. **O Jornal**, 15 de setembro de 1935, p. 1.

VERGUEIRO CÉSAR, A. **Lei n. 160 de 31 de dezembro de 1935, que altera a carteira de descontos.** São Paulo: Empresa Gráfica “Revista dos Tribunais”, 1936.

VERGUEIRO CÉSAR, A. A Study of Economic Types. **O Jornal**, 10 de maio de 1936, p. 4.

VERGUEIRO CÉSAR, A. Bolsas. **Jornal do Comércio**, 19 de setembro de 1937, p. 6.

VERGUEIRO CÉSAR, A. Discurso do Dr. Abelardo Vergueiro César, na instalação da Sociedade Brasileira de Estudos Econômicos, a 16 de outubro de 1937, na Escola de Comércio Álvares Penteado. *In*: NORMANO, J. F. **Evolução econômica do Brasil.** São Paulo: Companhia Editora Nacional, pp. XXV-XXIX, 1939a.

VERGUEIRO CÉSAR, A. **Manual de Negócios da Bolsa.** São Paulo: Empresa Gráfica “Revista dos Tribunais”, 1939b.

VERGUEIRO CÉSAR, A. Desperdício de dinheiro. *In*: BAUDIN, L. **A moeda: o que toda gente deveria saber a seu respeito.** São Paulo: Livraria Martins, pp. 205-217, [1938] 1940a.

VERGUEIRO CÉSAR, A. **Os processos monetários e o empréstimo público interno como receita extraordinária do estado.** São Paulo: Empresa Gráfica “Revista dos Tribunais”, 1940b.

VERGUEIRO CÉSAR, A. La influencia económica de Francia en el Brasil. *In*: SERVICIO FRANCES DE INFORMACION. **Afinidades: Francia y America del sur.** Montevideo, pp. 51-57, 1946a.

VERGUEIRO CÉSAR, A. **La Bourse de Paris et son influence au Brésil.** São Paulo: [s.n.], 1946b.

VERGUEIRO CÉSAR, A. Os processos monetários como receita extraordinária. **O Jornal**, 19 de julho de 1946, p. 4.

- VERGUEIRO CÉSAR, A. 'Déficit' orçamentário e papel moeda. **O Jornal**, 26 de julho de 1946, p. 4.
- VERGUEIRO CÉSAR, A. Banco Central – Sua formação. **O Jornal**, 2 de agosto de 1946, pp. 4 e 7.
- VERGUEIRO CÉSAR, A. Banco Central – Consequências da conflagração de 1914 e da instituição do 'Federal Reserve System'. **O Jornal**, 16 de agosto de 1946, p. 8.
- VERGUEIRO CÉSAR, A. Banco Central – Suas funções. **O Jornal**, 30 de agosto de 1946, p. 4.
- VERGUEIRO CÉSAR, A. Banco Central: suas funções – Depositário de reservas bancárias. **O Jornal**, 6 de setembro de 1946, p. 4.
- VERGUEIRO CÉSAR, A. Banco Central no Brasil. **Digesto Econômico** (nº. 33). São Paulo, agosto de 1947.
- VERGUEIRO CÉSAR, A. Prefácio. [1942] *In*: HUGON, P. **História das doutrinas econômicas**. 10ª ed. Editora Atlas, pp. 17-22, 1969.
- VIANNA, S. B. **A Política Econômica No Segundo Governo Vargas (1951-1954)**. Rio de Janeiro: BNDES, 1987.
- VIANNA, S. B. O Ministro Horácio Lafer e o Segundo Governo Vargas. *In*: LAFER, C.; CARDIM, C. H. (Orgs.) **Horácio Lafer: democracia, desenvolvimento e política externa**. Fundação Alexandre de Gusmão, pp. 13-34, 2002.
- VIANNA, S. B. Política econômica externa e industrialização: 1946-1951. *In*: ABREU, M. P. **A Ordem do Progresso: Dois Séculos de Política Econômica no Brasil**. Rio de Janeiro: Elsevier, pp. 105-119, 2015a.
- VIANNA, S. B. Duas tentativas de estabilização, 1951-1954. *In*: ABREU, M. P. **A Ordem do Progresso: Dois Séculos de Política Econômica no Brasil**. Rio de Janeiro: Elsevier, pp. 121-142, 2015b.
- VINER, J. [Correspondência] **Destinatário: Arno Konder**. Chicago, 17 out. 1940. Arquivo Eugênio Gudín. CPDOC/FGV.
- VILLELA, A. Las funciones de banca central antes del banco central: el caso del Banco de Brasil. *In*: DÍAZ FUENTES et al. **Orígenes de la globalización bancaria: Experiencias de España y América Latina**. Santander, pp. 437-457, 2017.
- VILLELA, A. Debating money in Brazil, 1850s to 1930. *In*: BIELSCHOWSKY, R.; BOIANOVSKY, M.; COUTINHO, M. C. (Ed.). **A History of Brazilian Economic Thought: From colonial times through the early 21st century**. Nova York e Londres: Routledge, pp. 110-131, 2023.

WILCHES, M. Pretendem mesmo torpedear a lei de reforma bancária. **O Jornal**, 1º de maio de 1949, p. 10

ZENDEJAS, J. F. Money Doctors and Latin American Central Banks at the Onset of the Great Depression. **Journal of Latin American Studies**, pp. 1-35, 2021.