

# Octávio Bulhões e o tributo monetário: a história de uma ideia<sup>\*</sup>

Marcelo LOURENÇO-FILHO<sup>1</sup>

lourencofilhomarcelo@gmail.com |  ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-2957-2160>

## Resumo

Este artigo estuda a ideia do tributo monetário, instrumento concebido por Octávio Bulhões para ser manejado pela autoridade monetária tendo em vista o controle da inflação no Brasil. A principal motivação é a existência de focos de inflação, cujo combate seria mais eficaz através de instrumentos direcionados, como o tributo monetário, do que através de políticas de restrição geral. Apontamos que Bulhões submeteu a ideia à apreciação de economistas estrangeiros, que não a apoiaram. Não obstante, ele seguiu defendendo-a por décadas, chegando a afirmar que o banco central só deveria ser criado no Brasil se dispusesse deste instrumento. Discutimos como Bulhões, ao tornar-se Ministro da Fazenda, tentou implementá-lo na reforma tributária de 1965 a partir dos impostos sobre exportações e operações financeiras, criados com o propósito de complementar a política monetária, de modo que oferecemos também uma contribuição pontual à história do sistema tributário brasileiro. Ademais, argumenta-se que a ideia consiste em um esforço, dentro do pensamento econômico brasileiro, de se construir alternativas viáveis de controle da inflação.

## Palavras-chave

Octávio Bulhões, Tributação, Inflação, Pensamento econômico brasileiro.

# Octávio Bulhões and the monetary tax: the history of an idea

## Abstract

This article is a study on the idea of the monetary tax, an instrument proposed by Octávio Bulhões to be managed by the monetary authority for controlling inflation in Brazil. The main motivation lies in the existence of inflation hotspots, which would be more effectively addressed through targeted instruments like the monetary tax rather than general restrictive policies. We point out that Bulhões submitted the idea to the evaluation of foreign economists, who did not support it. Nevertheless, he continued to advocate for it for decades, even asserting that a central bank should only be established in Brazil if equipped with this instrument. The article

<sup>1</sup> Universidade de São Paulo (USP), Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária (FEA), São Paulo, SP, Brasil.

Recebido: 14/02/2024.

Revisado: 12/12/2024.

Aceito: 12/12/2024

DOI: <https://doi.org/10.1590/1980-53575523mlf>



explores how Bulhões, during his tenure as Minister of Finance, attempted to implement it in the 1965 tax reform through exports and financial transactions taxes, designed to complement monetary policy. In doing so, we also offer a contribution to the history of the Brazilian tax system. It is argued that this idea represents an effort within Brazilian economic thought to develop viable alternatives for controlling inflation.

### **Keywords**

Octávio Bulhões, Taxation, Inflation, Brazilian economic thought.

### **JEL Classification**

B27, B31, H25.

## **1. Introdução**

Octávio Gouvêa de Bulhões (1906-1990) foi um dos mais destacados economistas brasileiros do século vinte. Autor prolífico e com passagens notáveis pela administração pública do país, Bulhões teve muitas de suas contribuições ao pensamento econômico exploradas por diversos trabalhos (Chachel 1990; Faro 1990; Reis 1995; Saretta 2001; Bielschowsky 2004; Godoy 2006; Curado 2020). Algumas das marcas de seu pensamento, devidamente assinaladas por estes trabalhos, são o interesse pela associação de teoria e política econômica para solucionar problemas concretos e a preocupação com as questões da inflação e da estabilização no Brasil.

No presente trabalho, tratamos de um aspecto da obra de Bulhões que, não obstante sua importância e reiterada discussão pelo autor, não foi ainda devidamente identificado e explorado pela literatura de pensamento econômico brasileiro. Trata-se de sua singular ideia de que, no Brasil, o controle da inflação só poderia ser efetivo se a autoridade monetária dispusesse de faculdades tributárias, i.e., se pudesse manejar um “tributo monetário”.

A questão da autoridade monetária tem grande importância no pensamento de Bulhões, chegando Bielschowsky (2004, 40) a afirmar que o tema do banco central era uma espécie de “obsessão” para este autor, que via nessa instituição um importante meio de estabilizar a economia. Apesar disso, Bulhões não via perspectivas de pleno sucesso na consecução deste objetivo se a atuação da autoridade monetária fosse limitada ao uso de instrumentos tradicionais. Isto porque ele parte da consideração de



que existiam na economia brasileira focos de inflação que, não obstante se iniciassem em setores específicos, acabavam se alastrando por toda a economia – fenômeno por ele chamado de “núcleos específicos de irradiação inflacionária” (Bulhões 1973b, 12).

Tendo em vista o combate desses focos de inflação sem ter que recorrer a políticas de restrição geral de moeda e de crédito, que afetariam a economia como um todo, Bulhões passa a defender, a partir dos anos 1940, a ideia de a autoridade monetária dispor de um tributo com fins de política monetária. A partir deste instrumento, seria possível impedir o deslocamento de recursos a setores inflacionados, desencorajando a ampliação da produção a custos crescentes e impedindo que essa inflação fosse propagada para os demais setores da economia. A convicção de Bulhões na eficácia deste instrumento era tão grande que, no início dos anos 1960, ele chegaria a afirmar que o Brasil só deveria criar um banco central se este pudesse dispor do tributo monetário. Tal como discutiremos, Bulhões defende esta ideia ao longo de décadas e, à luz da evolução das economias nacional e internacional, ele verá dois setores em especial como passíveis de aplicação do tributo: o financeiro e o exportador.

O instrumento aqui discutido é expressão de uma característica de Bulhões frequentemente apontada por seus pares: a capacidade imaginativa. Roberto Campos, por exemplo, afirma que Bulhões foi “o mais criativo” dos economistas com quem conviveu (Campos 1994, 1283). No mesmo sentido, Mário Henrique Simonsen, em depoimento sobre Bulhões, referiu-se à “sua imaginação como economista, imaginação capaz de encontrar soluções práticas para problemas relativamente complexos” (Simonsen 2019, 218).

Um aspecto que exploramos particularmente é o do diálogo que Bulhões manteve, ainda nos anos 1940, com autores estrangeiros, como Jacob Viner e Gottfried Haberler,<sup>1</sup> sobre a existência de focos de inflação e seu combate via instrumentos seletivos. Estes autores, como veremos, não dão qualquer apoio à ideia, chegando a desencorajar o emprego sistemático de instrumentos focalizados para o combate da inflação. Apesar disso, Bulhões insistirá na ideia, incorporando-a à sua análise da economia brasileira pelo menos até os anos 1970.

<sup>1</sup> Viner e Haberler eram muito próximos de Eugênio Gudin (Bielschowsky 2001), economista com quem Bulhões manteve sólida colaboração intelectual. Conforme Faria et al. (2017), esses economistas estrangeiros chegaram a realizar uma série de conferências no Brasil nas décadas de 1940 e 1950 a convite de Gudin.

Em toda essa discussão, cabe enfatizar que Bulhões, enquanto adepto do monetarismo (Boianovsky 2012, 300), mantinha seu diagnóstico de que a causa fundamental da inflação era o excesso de demanda agregada causada por déficits orçamentários e excesso de emissão monetária. Ao combate desta causa fundamental estaria associado o receituário clássico de estabilização. Não obstante, alguns setores específicos da economia seriam propagadores da inflação – e este fenômeno só seria eficazmente neutralizado pelo tributo monetário. Este instrumento, embora complementar, seria indispensável.

A investigação sobre a ideia do tributo monetário não se justifica unicamente pelo interesse teórico por este instrumento. Isto porque Bulhões, enquanto Ministro da Fazenda (1964-1967) do governo militar, tentou emplacar esta ideia na reforma tributária de 1965. Como veremos, ele efetivamente concretizou-a através do imposto de exportação (IE) e do imposto sobre operações financeiras (IOF), que, ao menos inicialmente, seriam instrumentos do Conselho Monetário Nacional para, a partir da constituição de reservas monetárias, atuar em favor da estabilização dos preços. A partir do presente trabalho, torna-se possível um entendimento mais ampliado a respeito dos motivos que levaram o governo a instituir o IE e o IOF, ao menos de início, como impostos de caráter monetário. Assim, oferecemos também uma contribuição pontual à história do sistema tributário brasileiro. Neste sentido, enfatizamos tratar-se de um caso notável de uma ideia que, após ser defendida ao longo de décadas por seu idealizador, chegou a ser implementada pelas mãos do mesmo.

Para a realização deste trabalho, empreendemos um levantamento da produção textual de Bulhões (e de seus interlocutores) e buscamos reconstruir historicamente suas ideias relativas ao tributo monetário. As fontes de que nos valemos compreendem a produção acadêmica do autor (livros, relatórios técnicos e artigos em periódicos especializados), sua produção não acadêmica (artigos de jornal, discursos, mensagens ao Congresso Nacional, depoimentos etc.) e correspondências obtidas no Acervo de Eugênio Gudin (CPDOC/FGV).

O trabalho está organizado da seguinte forma: após esta introdução, na seção 2 apresentamos aspectos teóricos do pensamento de Bulhões que motivam e sustentam a ideia do tributo monetário. Na seção 3, apresentamos como esta ideia surge, na segunda metade da década de 1940, como possível solução ao problema dos focos de inflação. Na seção 4, apresentamos



como Bulhões buscava dar forma ao tributo monetário enquanto Ministro da Fazenda. O artigo é concluído na seção 5, em que discutimos a ideia à luz de seus pressupostos e do próprio pensamento econômico de Bulhões.

## **2. Os focos de inflação e o controle qualitativo**

A ideia do tributo monetário é produto da conjugação de uma série de aspectos teóricos do pensamento de Bulhões e de sua leitura de alguns acontecimentos históricos. Nesta seção, buscaremos delinear este percurso das ideias de Bulhões, sobretudo no que se refere à sua compreensão acerca dos diferentes conceitos de lucro e ao seu entendimento sobre a importância de mecanismos de controle qualitativo. São discutidos os motivos que o levaram a propor, inicialmente, uma política de crédito seletivo e as reações a esta ideia de economistas norte-americanos e de Eugênio Gudin, autor com quem Bulhões manteve uma longa e reconhecida parceria intelectual.<sup>2</sup>

### *2.1. As diferentes motivações para ampliar a produção*

Um aspecto teórico fundamental do pensamento de Bulhões diz respeito ao seu entendimento de que havia diferentes motivações para as firmas ampliarem sua produção. É claro que se uma firma decide aumentar a quantidade produzida, é porque este novo plano de produção está associado a um lucro maior do que o plano anterior. Neste ponto, Bulhões enfatiza a importância de discernir a *origem* deste lucro maior. Esta compreensão seria por ele sumarizada no livro *Dois conceitos de lucro* (1969), em que são apresentadas as noções de lucro de eficiência e lucro especulativo. Os lucros de eficiência seriam “lucros originados do acréscimo de renda dos investimentos” (Bulhões 1969a, 32), i.e., aqueles advindos dos aprimoramentos da técnica produtiva, que permitiriam às firmas produzir mais valendo-se da mesma quantidade de insumos. Por outro lado, os lucros especulativos seriam “lucros de caráter pecuniário, [...] decorrentes da transferência de renda” (Bulhões 1969a, 32), ou seja, advindos simplesmente

---

<sup>2</sup> Sobre este último aspecto, ver o capítulo 4 de Bielschowsky (2004).

da elevação dos preços, decorrente de especulação, poder de mercado ou flutuações esporádicas.<sup>3</sup> O lucro de eficiência reflete uma tecnologia que economiza fatores de produção, enquanto o lucro especulativo dá incentivos à firma desviar fatores de outros setores para si (Bulhões 1950a, 57). Bulhões (1941) já fazia referência a esta distinção, mas sob outra denominação: a ampliação da produção motivada pelo lucro de eficiência era denominada “produtividade técnica” e a motivada pelo lucro especulativo, “produtividade monetária”.<sup>4</sup>

Em seus trabalhos, Bulhões sempre buscou afirmar seu entendimento de que apenas o lucro de eficiência, para o qual poupança e investimento são precondições, contribui para o desenvolvimento econômico do país. A origem desta compreensão parece remeter à sua própria formação: ao relatar suas primeiras leituras de Knut Wicksell, ele aponta que ficou positivamente impressionado com a teoria do investimento deste autor, a partir da qual constatou que é do investimento que se reflete em aprimoramentos produtivos “que provém o verdadeiro lucro, não o decorrente da elevação dos preços” (Bulhões 2019, 26).

Já nos anos 1930, Bulhões fazia referência à ideia de lucro especulativo, ao mencionar a existência de “produções mimadas pelas vantagens efêmeras de lucros extraordinários”, os quais representariam “uma riqueza inexiste[n]te” (Bulhões 1937, 40). Ao apontar para este fenômeno, ele enfatiza não só que o lucro especulativo não conferia à sociedade qualquer ganho em termos econômicos (sendo simples transferência de renda daquele que compra àquele que passa a vender um produto mais caro) como também seria um entrave ao desenvolvimento tecnológico (Bulhões 1950b, 42) e uma fonte de inflação para a economia. Em um artigo de 1943, Bulhões advertia sobre o que chamava de 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” (Bulhões 1943, 14). Neste ponto, ele associa o lucro especulativo ao aumento dos custos de produção. Este argumento pode ser resumido nos seguintes termos:

<sup>3</sup> Esta diferenciação também é discutida em Bulhões (1967, 46-50). Em Bulhões (1958a) há referência às ideias de “lucro da escassez” e “lucro monopolista” contrapostas à noção de “lucro social”. Cabe apontar que a ideia de lucro especulativo, embora semelhante, não é equivalente à ideia de “lucros ilusórios”, tal como caracterizada por Baer e Simonsen (1965). Esta última, que se refere à superestimação de lucros decorrente de subestimação contábil da depreciação real de equipamentos em cenário de inflação alta, é também discutida em Bulhões (1967, 65-66).

<sup>4</sup> Neste artigo, usaremos apenas os termos “lucro de eficiência” e “lucro especulativo”, tais como definidos acima.

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 (Bulhões 1946b, 22-23).

Ou seja, motivadas pelo lucro especulativo, as firmas estariam dispostas a pagar preços mais elevados por unidades adicionais de fatores de produção, o que teria impacto sobre a estrutura de custos de toda a economia. Assim, a inflação, que até então estava restrita ao produto final de um setor, passa ao mercado de fatores e, em seguida, à economia toda: “É uma genuína inflação, circunscrita a determinado ponto do campo econômico, mas suscetível de alastramento” (Bulhões 1941, 26). Neste raciocínio, estão implícitas as suposições de substitutibilidade de fatores de produção entre os setores e de pleno emprego dos fatores.

Para caracterizar o lucro de eficiência e destacar sua importância, Bulhões recorre à teoria do investimento de Wicksell.<sup>5</sup> De fato, ele considera que a grande contribuição deste foi “a demonstração de o *lucro provir do investimento*, em contraste com o secular conceito de lucro adstrito à *valorização ou desvalorização das mercadorias*” (Bulhões 1969a, 36). É importante notar, porém, que, ao abordar o lucro especulativo, este “secular conceito”, e argumentar por sua consequente irradiação inflacionária, Bulhões baseia-se sobretudo em sua leitura de experiências práticas das economias nacional e internacional, não remetendo-se particularmente a nenhum autor ou teoria preestabelecida.

## 2.2. Os mecanismos de controle qualitativo

Sendo um economista liberal, Bulhões tinha uma compreensão bastante consolidada sobre as vantagens associadas à descentralização de iniciativas na economia. Apesar disso, ele reconhece que o sistema de preços era sus-

<sup>5</sup> A certa altura, ele afirmaria: “Falar em investimento é falar na contribuição de Wicksell” (Bulhões 1956, 9). Em particular, a obra de Wicksell a que Bulhões mais recorre, como também nota Saretta (2001), são as *Lectures on political economy*, que foram traduzidas para o inglês na década de 1930 e foram editadas em dois volumes por Lionel Robbins.

cetível a certas distorções, as quais deveriam ser corrigidas. Uma exposição detalhada sobre esse assunto encontra-se em seu livro *Economia e Política Econômica* (1960), em que argumenta que as referidas distorções eram causadas por forças exógenas, e não por condições estruturais da economia de mercado.

Quando considera as possibilidades de ação do Estado para eliminar os efeitos das referidas forças exógenas, tendo em vista manter a expressividade do sistema de preços ao mesmo tempo em que conserva a descentralização econômica, Bulhões (1960, 81) toma como referência Abba Lerner e seu livro *The Economics of Control* (1944). Conforme Colander (2005), este trabalho de Lerner é um marco no sentido de conectar diretamente a teoria econômica com a formulação de políticas, tendo em vista maximizar o bem-estar coletivo. Para Bulhões, o livro de Lerner, além de oferecer um “valioso instrumental de raciocínio para a compreensão da importância do problema da colocação dos fatores de produção”, teria evidenciado que “o verdadeiro problema econômico reside na coordenação da multiplicidade de iniciativas” (Bulhões 1960, 81), processo do qual o Estado não poderia deixar de participar, dada a existência de perturbações sobre os preços. Bulhões (1960, 134) sumariza esse entendimento ao afirmar que “se há descentralização, impõe-se a coordenação”.<sup>6</sup> De fato, o objetivo colimado por Bulhões quando da proposição de instrumentos de controle – tornar a alocação de recursos via mercado mais efetiva, indo ao encontro daquilo que seria socialmente desejável – relaciona-se diretamente com este problema destacado por Lerner.

Quanto a estes instrumentos, uma distinção importante presente no pensamento de Bulhões é referente ao raio de incidência da política econômica. Para ele, era fundamental diferenciar instrumentos *quantitativos*, cujos efeitos recaem sobre todos os setores da economia, e *qualitativos* (ou *seletivos*), cujo objetivo é impactar atividades de firmas ou setores específicos. Em sua tese de cátedra, Bulhões (1936) já se valia desta distinção, ao apontar que, enquanto políticas de crédito geral afetam apenas a relação entre moeda e mercadorias, políticas seletivas teriam relevância na medida em que afetam a relação de troca *entre mercadorias*. A partir de correções seletivas, encorajando ou desencorajando certas atividades, a autoridade monetária poderia alcançar com mais eficiência o que chamou de “uniformização do progresso” (Bulhões 1936, 55).

---

<sup>6</sup> Em outra oportunidade, Bulhões (1965a, 2) chegou a afirmar que “a integração da economia nacional resulta da iniciativa particular na descentralização e da iniciativa do Estado na coordenação”.

Uma das principais motivações para esta distinção advém da constatação de Bulhões de que firmas motivadas pelos lucros especulativos e de eficiência coexistem em uma mesma economia. A política monetária, se aplicada a partir de instrumentos quantitativos, poderia afetar setores que não contribuem para o processo inflacionário. Assim, a autoridade monetária deveria ter um olhar pormenorizado sobre a evolução dos preços. Em uma palestra proferida em 1973, Bulhões apontaria para “a inconveniência de dissociarmos os preços relativos dos preços agregados”, já que as variações observadas nos níveis gerais de preços representariam “um estágio avançado de sucessivas variações parciais, provocadas por focos inflacionários esparsos” (Bulhões 1973b, 20).<sup>7</sup> É por isso que argumenta pela relevância de instrumentos qualitativos: para ele, o controle da inflação só poderia ser efetivo se buscasse neutralizar, na origem, a “influência monetária setorial” (Bulhões 1973b, 21).

### 2.3. *O crédito seletivo*

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, embora já haja entendimento de que “a política tributária completa a política monetária” (Bulhões 1941, 34), o que ele propõe e defende não é o tributo monetário, mas uma política de crédito seletivo. Esta defesa, aliás, pode ser diretamente relacionada a uma literatura internacional existente à época sobre mecanismos de controle qualitativo do crédito (Dunkman 1933; Beckhart 1936; Robey 1938; Mellon 1941), que Selgin (1989) denomina de “Escola Qualitativa”.

A principal tese de Bulhões (1941) é a de que, reconhecendo que a economia só se beneficia do lucro de eficiência, torna-se um objetivo evitar que capitais e fatores de produção desloquem-se predominantemente a firmas que ampliam sua produção motivadas pelo lucro especulativo. Em suas palavras: “A política monetária tem por objetivo primordial evitar o desvio de braços e capitais, de uma para outra indústria, *quando o desvio decorre de alta de preços.*” (Bulhões 1941, 33). Este objetivo, é claro, só

---

<sup>7</sup> Crítica semelhante pode ser encontrada em Bulhões (1941, 55-56).

seria alcançado com políticas de crédito qualitativo. Neste ponto, cabe enfatizar que Bulhões compreendia como plenamente possível que uma operação de crédito considerada mutuamente benéfica para a instituição financeira e para seu cliente fosse considerada inconveniente do ponto de vista social, devendo ser desencorajada pela autoridade monetária: “Será inconveniente, por exemplo, se contribui para acelerar a expansão em um setor que já está provocando uma tendência inflacionária no país. Há, portanto, a necessidade de *selecionar* ou *qualificar* o crédito em função das condições relativas da produção” (Bulhões 1946a, 104).

Para corroborar seu argumento, apontando para os perigos de a economia conviver com setores mais inflacionados que outros, Bulhões (1941) baseia-se no trabalho pioneiro de Jan Tinbergen sobre flutuações econômicas nos EUA, *Statistical Testing of Business Cycle Theories* (1939). Um exemplo que Bulhões (1941, 69-76) toma deste último trabalho é o de que, no fim dos anos 1920, os EUA conviviam com deflação em alguns setores “reais”, como o setor imobiliário, e com alta inflação no mercado de capitais. Em uma situação desta natureza, ele argumenta que seria cabível que a autoridade monetária aplicasse medidas para limitar os ganhos em setores inflacionados, 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” (Bulhões 1941, 76).

O caso a que Bulhões refere-se a partir de Tinbergen é sugestivo do quanto a experiência dos EUA nos anos 1920 (e a consequente Grande Depressão) era, para ele, emblemática e motivo para preocupações quanto à possível ocorrência de caso semelhante no Brasil. Em um texto posterior, em que já defendia o tributo monetário, ele 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” (Bulhões 1969a, 85). Trata-se, portanto, de um acontecimento histórico que o motiva em suas considerações acerca dos instrumentos de que a autoridade monetária deveria dispor para controlar o setor financeiro.

Pensando na aplicação sistemática do crédito qualitativo no Brasil, Bulhões (1941, 82-83) sugere que se incluísse nos projetos de criação de banco central “um novo processo de discriminação de crédito”, a ser encaminhado pela autoridade monetária a partir da consideração de um conjunto de

“índices de orientação econômica”.<sup>8</sup> A partir destes índices, que incluem a quantidade produzida pelas firmas, preços de venda, custos de produção, níveis de investimento etc., seria possível encaminhar o que ele chama de “exame individual das produções” (Bulhões 1941, 27) e, assim, determinar quais firmas ou setores eram motivados pelo lucro especulativo. Uma vez identificado este fenômeno, 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 nesse ou naquele setor e desenvolvê-lo noutros” (Bulhões 1941, 83). Trata-se, como se vê, de uma ideia de forte teor intervencionista, aproximando-se de certo dirigismo setorial.

#### 2.4. As reações à proposta de controle focalizado

Bulhões, que no início dos anos 1940 era chefe da seção de Estudos Econômicos e Financeiros do Ministério da Fazenda, submeteu a ideia de controle qualitativo do crédito à avaliação de dois economistas estrangeiros: Emanuel A. Goldenweiser, diretor de pesquisas e estatísticas do *Federal Reserve System (Fed)*,<sup>9</sup> e Jacob Viner, professor da Universidade de Chicago. Ele não o fez diretamente, mas através de Arno Konder, diplomata brasileiro à época trabalhando nos EUA. Nas cartas enviadas em resposta a Konder, Goldenweiser e Viner não mencionam Bulhões, o que sugere que analisaram o material desconhecendo a sua autoria.<sup>10</sup> Ambos, embora reconheçam que o crédito qualitativo pudesse ter importância pontual, são críticos à ideia de dar proeminência a este instrumento no combate à inflação.

A crítica de Goldenweiser (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

<sup>8</sup> Quando propõe o uso destes índices, Bulhões faz uma defesa enfática de que a formulação de políticas econômicas no Brasil levasse cada vez mais em conta dados estatísticos. Segundo ele, até então, os dados, uma vez coletados pelo Estado, eram armazenados “para uso e proveito das traças” (Bulhões 1941, 14).

<sup>9</sup> Posteriormente, em 1944, Goldenweiser integraria a comissão técnica dos EUA na Conferência de Bretton Woods (Schuler e Bernkopf 2014), que teve como um de seus principais porta-vozes Harry D. White, com o qual Bulhões manteve interlocução desde o final da década de 1930, tal como mencionaremos adiante.

<sup>10</sup> Os pareceres de Viner e Goldenweiser também foram reproduzidos em Bulhões (1941, 89-96).

central, já que os setores cujo crédito foi restrito naturalmente passariam a oferecer taxas de juros ainda mais elevadas. A esta crítica, Bulhões (1941, 64-65) limitou-se a afirmar que a “fiscalização do ativo dos Bancos é assunto a ser debatido em qualquer sistema bancário.”

Viner (1940) fez uma crítica mais extensa e incisiva. Ele argumenta que as conclusões a que Bulhões chega são baseadas mais em suas interpretações de estatísticas da economia dos EUA nos anos 1920 do que em uma análise teórica, que, idealmente, deveria preceder a observação dos dados. Além disso, argumenta que a crise que ensejou a Grande Depressão não poderia ser creditada ao uso, pelo *Fed*, de instrumentos quantitativos (em detrimento dos qualitativos), 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 representaria, na prática, um entrave à livre movimentação das forças do mercado, que naturalmente encaminham recursos às atividades mais lucrativas. Além disso, a proposta 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 não concordava. Para Viner, políticas de desestímulo focadas em setores específicos trariam consigo uma série de problemas, como possíveis erros oriundos da análise dos dados, pressões de certos setores e suspeitas de favorecimento indevido.

Rebatendo as críticas de Viner, Bulhões (1941, 62) afirma que o crédito qualitativo não desviaria os recursos produtivos das atividades mais rentáveis, já que “[o] fim primordial do sistema é precisamente evitar que os lucros da técnica de produção sejam sobrepujados por outros lucros.” Quanto a isso, parece-nos que, enquanto Viner tem em vista o ganho privado dos agentes, Bulhões raciocina em termos de ganho social, que seria, para ele, sempre maior com produções que apresentassem aprimoramentos técnicos. Ademais, ele concorda quanto aos possíveis problemas advindos do julgamento da autoridade monetária sobre quais firmas ou setores deveriam ser desestimulados.<sup>11</sup>

Bulhões também submeteu a sua ideia de controle focalizado do crédito ao seu colega Eugênio Gudin, que foi mais receptivo a ela. Para Gudin (1941, 99), embora a ideia tivesse “os característicos de uma Economia estritamente dirigida”, ela seria justificável, já que o sistema bancário, ao

<sup>11</sup> Posteriormente, Bulhões (1943, 14) resgataria suas discordâncias com Viner: “Em minhas argu-mentações 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].”

conceder empréstimos, se preocupa apenas com a solidez das garantias oferecidas pelo emprestador e não com a finalidade dos recursos. Por isso, 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” (Gudin 1941, 98).<sup>12</sup>

Alguns anos depois, Gudin (1947) analisaria a discordância entre Viner e Bulhões, argumentando que ela deveu-se 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.” (Gudin 1947, 122). Para Gudin, não houve entre eles uma discordância fundamental, apenas diferentes pontos de partida nos respectivos raciocínios. Não havendo no Brasil as condições de uma economia em “evolução normal” que Viner teria em mente, o direcionamento de recursos a setores inflacionados não resultaria simplesmente em queda da rentabilidade a eles associada, mas sim em crises. Seriam, portanto, justificáveis as intervenções propostas por Bulhões.

### 3. O tributo monetário

Na seção 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) para controlar o setor financeiro. O desenvolvimento do pensamento de Bulhões sobre o assunto tem, como veremos nesta seção, dois importantes desdobramentos: o surgimento da ideia do tributo monetário e a colocação do setor exportador em primeiro plano, junto do setor financeiro, como passível de incidência deste tributo.

Tendo em vista a necessária ação coordenadora do Estado sobre a economia, uma ideia que tem grande presença no pensamento de Bulhões é a defesa do uso extensivo da política fiscal, que seria, segundo ele, um

<sup>12</sup> Gudin, aliás, em seu trabalho *Rumos de política econômica* (1945), que inicia sua famosa controvérsia com Roberto Simonsen, frequentemente se refere à existência de setores inflacionados na economia brasileira, enfatizando a necessidade de o banco central controlar o destino do crédito a partir de uma “política de crédito seletivo” (Gudin 2010, 110).

“excelente instrumento de intervenção do Estado no domínio econômico” (Bulhões 1958b, 50). Isto porque os instrumentos fiscais, empregados de modo a estimular ou desestimular determinadas atividades, alcançariam os objetivos pretendidos sem a necessidade de controlar diretamente os preços ou de centralizar o processo decisório. Desta forma, seria possível garantir o adequado funcionamento dos preços, tornando-os isentos de perturbações de diversas naturezas, tais como “desequilíbrios monetários” (Bulhões 1960, 83).<sup>13</sup> Como nota Godoy (2006, 54), boa parte das finalidades que Bulhões concebia para a política tributária advinham da não-neutralidade desta.

É da conjugação dos elementos do pensamento de Bulhões que discutimos até aqui – a existência de focos de inflação, a importância dos instrumentos de controle qualitativo e a eficiência da política fiscal – que surge a ideia do tributo monetário. A diferenciação dos dois conceitos de lucro que fizemos na seção anterior é relevante na medida em que Bulhões concebe o tributo monetário como um instrumento para, ao controlar os focos de inflação e garantir a expressividade dos preços, desencorajar o lucro especulativo e fomentar o lucro de eficiência. Como ele diz em um texto 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 fiscal não deve ser alheio” (Bulhões 1966a, 98).<sup>14</sup> Vê-se, portanto, que a “criatividade” de Bulhões na proposição de políticas, a que aludimos na introdução deste trabalho, tem como uma de suas raízes o seu entendimento de que as peculiaridades da economia brasileira impunham, por vezes, a concepção de soluções próprias (ou, no mínimo, inusuais).<sup>15</sup>

O tributo monetário aparece nos escritos de Bulhões a partir de 1946, ano em que defendeu a ideia em ao menos duas ocasiões. A primeira foi em agosto, durante a I Reunião de Técnicos sobre Problemas de Bancos

<sup>13</sup> Esta convicção na eficiência da política fiscal pode ser relacionada a um aspecto da biografia de Bulhões, qual seja o fato de que ele iniciou sua carreira profissional em meados dos anos 1920 no então recém-criado departamento de Imposto de Renda do Ministério da Fazenda (Bulhões 2019, 20-22). Em Bulhões (2000) encontra-se uma coletânea de textos de Bulhões relativos ao sistema tributário, com particular ênfase em sua visão sobre a importância do imposto de renda.

<sup>14</sup> 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.” (Bulhões 1969a, 26-30).

<sup>15</sup> Bulhões (1950b) afirma reiteradamente seu entendimento de que o combate à inflação em países como o Brasil seria muito mais difícil e exigiria procedimentos diversos daqueles adotados em países industrializados.

Centrais do Continente Americano, ocorrida no México,<sup>16</sup> que reuniu importantes economistas, como Raúl Prebisch e Robert Triffin. Bulhões, que foi o único brasileiro a participar do evento, apresentou o artigo *Fundamentos e Aplicação do Controle Qualitativo da Moeda* (Bulhões 1946a), em que propôs “uma teoria de controle seletivo dos lucros com fins de regulação monetária” (Banco de México 1946, 89). A segunda ocasião foi em setembro, quando, por ocasião da Semana do Economista, ocorrida no Rio de Janeiro, apresentou seu estudo *O Banco Central no Brasil* (Bulhões 1946b), posteriormente publicado pelo Ministério da Fazenda, no qual defende o manejo, pela autoridade monetária, de um “tributo caracteristicamente monetário” (Bulhões 1946b, 23).

Sendo um economista monetarista, Bulhões depreende o pleno emprego dos fatores de produção como o centro gravitacional da economia. Àquela altura dos anos 1940, em que a questão inflacionária começava a tornar-se problemática no Brasil, o diagnóstico do pleno emprego tinha especial força em seu pensamento.<sup>17</sup> Tendo isso em mente, Bulhões (1946a; 1946b) argumenta que, se o governo atua para estimular a economia a fim de evitar depressões, de igual modo seria necessário desestimulá-la quando há tendência ao superaquecimento. O tributo monetário é, basicamente, um instrumento de política econômica focalizado cujo objetivo é tributar setores cuja demanda é ampliada de tal forma que supera a sua capacidade de oferta. Se inexistem fatores ociosos, o referido acréscimo de demanda resulta em elevação não apenas dos preços do produto final, mas também dos preços dos fatores de produção. A partir do tributo, as “autoridades monetárias ficariam autorizadas a fixá-lo sobre os acréscimos de preços” (Bulhões 1946b, 23), de modo que o lucro bruto das firmas seria congelado e não haveria incentivos à ampliação da produção para além da capacidade. Haveria, portanto, uma neutralização do fenômeno do lucro especulativo. Bulhões sumariza a ideia nos seguintes termos: “O imposto sugerido tem o objetivo de evitar que o aumento de determinados preços se espalhe por todos os setores da economia nacional. Por meio dele, é retirado de circulação e congelado um poder de compra de origem inflacionária” (Bulhões 1946a, 110). Sem controlar diretamente os preços, a medida evitaria que a inflação de um setor fosse propagada aos demais.

<sup>16</sup> De fato, Bulhões (1950b, 42) aponta este evento como marco para o início de sua defesa do tributo monetário.

<sup>17</sup> Gudin (2010, 93) chega a referir-se a um estado de “hiperemprego” no Brasil.

Uma questão que se coloca nesse ponto é a seguinte: por que a política de crédito seletivo, que era o instrumento inicialmente defendido por Bulhões, como vimos na seção anterior, não seria mais suficiente para o controle dos focos de inflação? Ao longo de seus trabalhos, Bulhões apontaria três razões principais. A primeira é a de que algumas empresas, principalmente as maiores, não seriam exclusivamente dependentes do crédito bancário, de modo que poderiam dispor, sobretudo nas fases de bonança, de caixa próprio para ampliar a produção.<sup>18</sup> A segunda razão é a de que, nas fases de expansão, há um aumento no volume dos empréstimos não bancários. Também neste caso, Bulhões vale-se da experiência dos EUA, que, antes da Grande Depressão, teria experimentado uma ampliação do crédito não bancário.<sup>19</sup> Esta observação era especialmente relevante no caso brasileiro, cujo sistema financeiro era ainda bastante regional e tinha boa parte de suas operações de crédito ocorrendo por vias informais.<sup>20</sup> Por fim, a terceira razão é o que Bulhões (1963, 3) chama de “estreita [...] interdependência dos mercados financeiros”, fenômeno pelo qual políticas de crédito seletivo poderiam acabar afetando outros setores além daqueles inicialmente pretendidos. Assim, já que “as providências no campo do crédito não podem ser completas” (Bulhões 1946a, 109), o tributo monetário seria uma solução para o controle circunscrito da inflação em setores que não são exclusivamente dependentes do crédito bancário.<sup>21</sup>

A focalização do controle inflacionário através do tributo monetário teria a vantagem de resolver o problema em seus estágios iniciais. Dessa forma, evitaria-se que medidas de restrição geral fossem necessárias em estágios posteriores:

A localização dos focos de inflação tem a grande virtude de viabilizar o uso de restrições em setores limitados. Evita-se, assim, a aplicação de medidas contracionistas a atividades econômicas que ainda não foram afetadas pela elevação dos preços. Circunscrevendo o uso das medidas deflacionárias,

<sup>18</sup> Em relação a políticas gerais de taxa de juros, Bulhões 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” (Bulhões 1963, 3).

<sup>19</sup> Bulhões (1946b, 61) cita um relatório de 1931 do *Fed* segundo o qual, entre 1928 e 1929, houve nos EUA um aumento expressivo dos empréstimos não bancários, de modo que políticas tradicionais de controle monetário não alcançaram seus objetivos.

<sup>20</sup> Considerando este fenômeno, Bulhões (1946a, 109) questiona: “Qual é o sentido de restringir o crédito bancário se há empresas capazes de prosseguir com a inflação sem a ajuda dos bancos?”

<sup>21</sup> Mais especificamente, Bulhões (1958a, 22) entende que “o sistema tributário, aliado ao crédito relativo, é o melhor meio de intervenção do Estado no domínio econômico, com o fim de disciplinar as forças produtivas e induzi-la[s] ao aceleramento do progresso.”

pode-se combater os movimentos altistas sem fazer com que a economia corra o risco de cair em uma depressão (Bulhões 1946a, 104).

Um aspecto importante que Bulhões enfatiza recorrentemente nos textos em que trata do assunto é o de que este tributo não teria qualquer intuito arrecadatório para o governo, mas somente a finalidade de integrar a política monetária:<sup>22</sup> “Há, 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” (Bulhões 1964, 148). Dada essa natureza, esse tributo pode ser classificado como extrafiscal.<sup>23</sup> Bulhões aponta que, idealmente, os recursos arrecadados deveriam ser de algum modo *restituídos* aos setores quando se observasse a normalização da situação.<sup>24</sup> Desta forma, o tributo monetário seria, na verdade, uma “retenção temporária de parte da receita auferida, por conveniência de política monetária” (Bulhões 1973b, 14) ou, simplesmente, um “emprestimo forçado” (Bulhões 1946b, 24).

Segundo relato de Bulhões, a ideia do tributo monetário surgiu de conversas mantidas por ele durante seu período no exterior: “Essa é a ideia geral que surgiu de uma discussão que tive o prazer de ter no *Board of Governors* do *Federal Reserve System* com os senhores Walter Gardner, Robert Musgrave e Robert Triffin” (Bulhões 1946a, 109). De fato, Bulhões estudou, no fim dos anos 1930, na *American University*, em Washington, onde foi aluno de Harry D. White. Posteriormente, no início dos anos 1940, ele voltaria aos EUA, a convite de White, para representar o Brasil nos debates preliminares da Conferência de Bretton Woods, da qual ambos participaram.<sup>25</sup> Também cabe apontar as menções que Bulhões (1946a; 1946b) faz a Marriner S. Eccles, então presidente do *Board of Governors* do *Fed*, que foi, conforme Seltzer (1946, 69), um defensor do uso de tributação para fins de controle monetário.

<sup>22</sup> Para ele, era crucial a distinção entre finalidades arrecadatórias e econômicas da política tributária. Sobre isso, ver Bulhões (1969b).

<sup>23</sup> Conforme Caliendo (2009, 283), a extrafiscalidade refere-se ao uso da tributação para fins não arrecadatórios. Neste contexto, os tributos são meros instrumentos para a consecução de objetivos estabelecidos pela legislação.

<sup>24</sup> Bulhões entende por “normalização” tanto a ocorrência de declínio dos preços (Bulhões 1946b, 24) quanto a tomada de providências, por parte da empresa, para ampliar sua produtividade técnica (Bulhões 1950b, 42).

<sup>25</sup> Para um relato sobre o assunto, ver Bulhões (2019, 48-52). Neste depoimento, Bulhões (2019, 180) também afirma que, enquanto estava nas Nações Unidas, fez estudos relacionados ao manejo de tributos pelo Conselho Monetário.

Nos anais da I Reunião de Técnicos sobre Problemas de Bancos Centrais, consta apenas que a ideia do tributo monetário foi debatida com interesse e que os presentes manifestaram dúvidas quanto à possibilidade prática de identificação dos focos de inflação (Banco de México 1946, 112). Já em *O Banco Central no Brasil*, há um parecer de Gottfried Haberler, então professor da Universidade de Harvard, sobre a ideia. Haberler, embora consinta com a ideia de crédito seletivo, mostrou-se cético em relação à proposta do tributo monetário, já que este poderia acabar incidindo sobre firmas cujos preços subiram simplesmente por mudanças nos preços relativos da economia. Para ele, mudanças em preços relativos deveriam ser tão livres quanto possível, de modo que, neste caso, considera preferível enfrentar o problema inflacionário “através de restrições gerais de crédito ou possivelmente através de políticas fiscais anti-inflacionárias” (Haberler 1946, 62). Bulhões certamente não discorda dessa concepção, já que a necessidade de controle geral do crédito sempre foi defendida por ele. Não obstante, mesmo diante das objeções de Haberler, ele insiste na ideia do controle focalizado via tributação, argumentando que, nas condições por ele consideradas, diante de um aumento de preços, seria necessário “impedir a difusão dos efeitos dessa alta [...], 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” (Bulhões 1946b, 30, ênfase nossa). Ou seja, uma vez que a capacidade de oferta do setor estivesse em seu limite, a autoridade monetária deveria fazer incidir o tributo independentemente da razão pela qual o preço aumentou.

A ideia do tributo monetário aparece em *À Margem de um Relatório* (1950), livro em que Bulhões discute as recomendações da Missão Abbink (1948), cujos técnicos brasileiros foram chefiados por ele, como uma sugestão na seção relativa a problemas monetários. Nela, Bulhões reafirma seu entendimento de que a política monetária não poderia limitar-se ao controle do crédito, devendo ser complementada por tributação. Apesar disso, relata que não sugeriu a inclusão da ideia do tributo no relatório da Missão por tratar-se “de medida ainda em fase de inovação”, muito embora afirme que “a importância do sistema fiscal como meio de controle monetário é, a meu ver, claramente verificável” (Bulhões 1950a, 58).

Em alguns de seus trabalhos publicados no pós-Guerra, Bulhões (1946b; 1950a; 1950b) discute a ideia do tributo monetário partindo de algumas considerações de Raúl Prebisch sobre os impactos das variações de pre-

ços de gêneros primários nas economias de países periféricos.<sup>26</sup> A partir do artigo *O Desenvolvimento Econômico da América Latina e seus Principais Problemas*, de Prebisch, publicado em português em 1949,<sup>27</sup> Bulhões (1950a; 1950b) aborda 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, ele identifica no setor exportador uma 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 accentua 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 (Bulhões 1950a, 56).

O problema identificado por Bulhões é o de que o aumento da produção de matérias primas no Brasil era, em geral, motivado pelo aumento do seu preço internacional – e não por aprimoramentos técnicos. As consequências deste fenômeno sobre o país seriam não só a elevação dos preços internos dos gêneros primários como também o aumento dos custos dos fatores de produção, decorrente da maior demanda por estes. Essa alta de preços, embora geralmente efêmera, teria efeitos duradouros sobre o nível geral de preços da economia. Não sendo o fenômeno facilmente controlável por políticas quantitativas, que seriam, nesse caso, “deficientes e mesmo contraproducentes” (Bulhões 1973b, 12), impunha-se o emprego do tributo monetário para desencorajar a ampliação da produção. Aplicado sobre os acréscimos de preços de gêneros exportados, o tributo formaria uma reserva a ser manejada pela autoridade monetária: “Instituído o regime de reservas, as flutuações dos preços e o desequilíbrio cambial serão limitados. Não somente existirão divisas disponíveis, como o sistema monetário poderia contar com um equilíbrio já assegurado por uma expansão previamente dosada” (Bulhões 1960, 92).<sup>28</sup>

<sup>26</sup> Para referir-se a este fenômeno, Bulhões (1946b) vale-se tanto do termo “economia periférica”, de Prebisch, quanto de “economia reflexa”, de Gudin.

<sup>27</sup> Ver Prebisch (1949).

<sup>28</sup> O mesmo entendimento pode ser identificado em Bulhões (1951, 21).

Estas considerações acerca de como o país poderia “importar” inflação do comércio exterior surgem de uma visão bastante particular que Bulhões tinha das oscilações dos preços dos gêneros primários: para ele, países importadores teriam um lucro “iníquo” quando os preços destes caem, ao passo que, quando os preços sobem, os países exportadores teriam um lucro “ilusório” (Bulhões 1960, 94). Diante deste entendimento e tendo em vista suavizar as receitas advindas do comércio exterior, Bulhões (1960; 1969a) chegaria a propor uma espécie de “convênio fiscal” entre países, a ser intermediado por algum órgão supranacional, de modo a estabilizar o fluxo de recursos comerciais. Diante, porém, da quase impossibilidade prática de se implementar mecanismos de abrangência internacional,<sup>29</sup> Bulhões concentrou seus esforços na criação de instrumentos aplicáveis em nível nacional, como o tributo monetário.

Cabe apontar para a ênfase que Bulhões (1950b, 35-37; 1960, 85) dá à análise de setores cuja oferta é inelástica. Nestes casos, a ampliação da demanda resulta em aumentos dos preços e, embora haja incentivos à ampliação da oferta, esta pode ser bastante morosa devido a condições estruturais, de modo que há potenciais impactos inflacionários. Nestes casos, medidas tributárias viriam ao encontro da estabilização monetária se, por exemplo, induzissem estes setores a reinvestir seus lucros em aprimoramentos técnicos visando a ampliação da capacidade de oferta. Este entendimento de Bulhões (e de outros monetaristas, como Gudin e Campos) acerca da conexão entre o fenômeno inflacionário e a inelasticidade-preço da oferta de alguns setores – que é uma marca da tradição estruturalista – já é reconhecido pela literatura (ver, e.g., Boianovsky 2012, 300-302).<sup>30</sup> O que evidenciamos aqui é que o tributo monetário é compreendido por Bulhões como um possível instrumento para a neutralização da inflação oriunda destes casos.

Nota-se então que, até o início dos anos 1940, Bulhões tinha suas preocupações voltadas aos focos de inflação oriundos do próprio mercado interno (notadamente do setor financeiro). No pós-Guerra, porém, após o considerável ingresso de divisas no país pela ampliação das exportações, ele passa a direcionar suas preocupações à inflação oriunda do comércio internacional. Com isso, temos caracterizadas as suas duas preocupações centrais no que se refere ao tributo monetário, que serão repercutidas

<sup>29</sup> Ao mencionar esta ideia de convênios internacionais, Godoy (2006, 70) nota o caráter utópico de algumas propostas de Bulhões.

<sup>30</sup> Como nota Boianovsky (2012, 301), esses autores, embora reconhecessem que inflexibilidades estruturais tornavam o país mais vulnerável à inflação, não as compreendiam como uma causa fundamental do processo inflacionário.

quando da tentativa de implementação da ideia em 1965: as operações financeiras e as exportações.

### *3.1. O tributo como precondição à criação do banco central*

No início dos anos 1960, a ideia do tributo monetário consolida-se de tal forma no pensamento de Bulhões que ele passa a considerá-lo como uma precondição para a criação do banco central no Brasil. É isto que se constata a partir de uma exposição feita ao Conselho Nacional de Economia (CNE),<sup>31</sup> em 1962, e de sua participação na VII Reunião de Técnicos de Bancos Centrais do Continente Americano, que ocorreu no Rio de Janeiro em outubro de 1963.

Na exposição ao CNE, Bulhões defende a criação do Conselho Monetário Nacional (CMN) e sustenta que este deveria cuidar não “somente dos problemas monetários e sim também dos de natureza fiscal” (Bulhões 1962, 380). Quanto a isto, ressalta que não se referia ao orçamento ou à arrecadação pública, mas sim ao tributo monetário, que ele chamou naquele momento de “sobretaxa” e que caracterizou como uma “arma indispensável”. Para ele, àquela altura, “mais importante do que saber se deve ou não haver um Banco Central, é a criação de um Conselho Monetário com essa faculdade [tributária]” (Bulhões 1962, 380). Ele reitera que os recursos advindos do tributo deveriam ser manejados “não para recolhê-los ao Tesouro Nacional ou incorporá-los à receita do país”, mas sim para “formar um fundo, uma reserva monetária” (Bulhões 1962, 380). O termo aqui utilizado para descrever o conjunto da arrecadação, “reserva monetária”, é exatamente o que aparece na legislação que posteriormente instituiria os tributos monetários no Brasil.

O CNE acatou a sugestão de Bulhões e recomendou, em sua *Exposição Geral da Situação Econômica do Brasil* referente a 1961, que as faculdades do CMN “deveriam abranger também o setor fiscal”, manejando impostos tendo em vista o “combate a pressões inflacionárias ou deflacionárias” (CNE 1962, 181). Não obstante, há nesta exposição o argumento de que os recursos advindos deste instrumento seriam úteis na medida em que

<sup>31</sup> Criado no fim dos anos 1940 como órgão consultivo dos Poderes da República sobre assuntos econômicos, o CNE publicava anualmente uma *Exposição Geral da Situação Econômica do Brasil*, que era entregue a representantes do Legislativo e do Executivo.

“há momentos na conjuntura que exigem imediato aumento de arrecadação para diminuir o déficit orçamentário sem recurso à emissão” (CNE 1962, 181-182). Trata-se, é claro, de um desvirtuamento fundamental da ideia de Bulhões, já que este sempre enfatizou que o instrumento não deveria ter qualquer propósito de financiamento do Tesouro.

Em fevereiro de 1963, Bulhões retomou a ideia em um artigo de jornal, argumentando desta vez que “certos encargos fiscais de caráter nitidamente monetário”, a serem manejados pela autoridade monetária, poderiam ter importância no estímulo ao investimento interno (Bulhões 1963, 3). Em outubro do mesmo ano, durante a VII Reunião de Técnicos de Bancos Centrais, Bulhões fez uma exposição intitulada *Banco central, política tributária e orçamento*, a partir da qual consolida seu entendimento de que o banco central só poderia ser criado sob certas precondições. Estas precondições, que aludem ao título da exposição, eram o equilíbrio do orçamento e a concessão ao CMN do tributo monetário. A regularização fiscal seria uma forma de atacar a causa fundamental da inflação segundo seu diagnóstico, i.e., o déficit público. Enquanto isso, a relevância do tributo monetário 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” (Bulhões 1964, 148-149).

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 CMN, ele admite os possíveis obstáculos à sua implementação:

Reconheço a dificuldade da execução do que propoelho 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 (Bulhões 1964, 149).

E quais seriam essas “realizações esparsas” de mecanismos semelhantes ao que ele propõe? Em seus textos anteriores a 1964, são discutidas algumas experiências no Brasil que continham os “fundamentos” da ideia. A principal delas, apontada por Bulhões (1946b, 25), é o caso do “imposto sobre lucros extraordinários”,<sup>32</sup> aplicado durante o fim do Estado Novo por sugestão do próprio Bulhões ao então Ministro da Fazenda, Artur de Souza Costa,<sup>33</sup> que buscava conter a inflação ao impedir que recursos advindos do comércio exterior fossem utilizados para consumo supérfluo.<sup>34</sup> Outro exemplo ao qual Bulhões (1963) remete-se é o de alguns instrumentos de que a Superintendência da Moeda e do Crédito dispunha para cobrar uma sobretaxa sobre importações quando julgasse cabível para fins de controle da inflação e normalização do balanço de pagamentos.

Em Bulhões (1969a; 1969b) encontramos referências à experiência internacional. Para ele, foi na administração de John F. Kennedy enquanto presidente dos EUA que se deu “início à variação da incidência dos impostos como instrumento de política monetária” (Bulhões 1969b, 42). Walter Heller, presidente do Conselho de Assessores Econômicos da Presidência dos EUA durante as administrações Kennedy e Lyndon B. Johnson, na primeira metade da década de 1960, foi, segundo Bulhões (1969a, 82), o “principal mentor da orientação monetária relacionada ao processo fiscal.” Heller, um economista keynesiano, é autor de *New Dimensions of Political Economy* (1966), em que relata sua experiência no referido conselho e defende um maior grau de flexibilidade da política fiscal. Para Bulhões (1969b, 42), a instrumentalização da política tributária para fins monetários empreendida por Heller apresentou resultados “superiores ao clássico recurso da modificação das taxas de desconto ou mesmo das operações de compra e venda de títulos no mercado, por iniciativa do Banco Central”.

<sup>32</sup> Decretos-lei nº. 6.224 e nº. 6.225 de 24 de janeiro de 1944.

<sup>33</sup> Conforme relatado em Bulhões (2019, 45).

<sup>34</sup> A medida tributava lucros que excedessem a média de um determinado biênio, considerados “extraordinários”. Em linha com a ideia de Bulhões de desencorajar o lucro especulativo e fomentar o de eficiência, havia uma alternativa: não pagariam este imposto aqueles que empregassem o dobro do valor do imposto devido na aquisição de “certificados de equipamentos” junto ao Banco do Brasil.

#### 4. O tributo monetário na reforma de 1965

Em abril de 1964, Bulhões tornou-se Ministro 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 suas intenções enquanto Ministro, sobretudo quando consideramos o amplo programa de reformas empreendido no início do governo militar e o próprio regime de exceção, que permitia que medidas fossem implementadas sem grandes resistências.<sup>35</sup> Como discutiremos nesta seção, a ideia realmente ganhou forma de política pública nos anos de 1965 e 1966, tendo algum destaque nas discussões sobre a reforma tributária liderada por Bulhões. Nossa objetivo nesta seção é tão somente analisar como esta ideia ganhou forma quando Bulhões tornou-se Ministro, i.e., não avaliaremos o tributo monetário em termos de sua experiência prática, posto que isto extrapolaria o escopo do artigo. De todo modo, acreditamos que esta avaliação possa ser feita em trabalhos futuros.

Mesmo antes da reforma tributária, o Ministério da Fazenda empreendeu medidas que visavam, conforme Bulhões (1965a, 3), desincentivar o “lucro da valorização da receita, em lugar da lucratividade do processo de produção”. 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 sobre empresas que tivessem, a um só tempo, elevado seus preços em mais de 30% e ampliado seu percentual de lucro bruto.<sup>36</sup>

A reforma tributária de 1965 adveio de uma série de estudos empreendidos por uma comissão resultante de um convênio estabelecido em 1962 entre o governo federal e a Fundação Getúlio Vargas (Silva 1967, 3). Conforme

<sup>35</sup> Conforme Lago (1982, 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.”

<sup>36</sup> Lei nº. 4.663, de 3 de junho de 1965. Bulhões (1966a) 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, aplicado junto a 4 mil empresas, foi um primeiro instrumento a induzir os empresários a uma “contenção voluntária dos preços”. Este uso do imposto de renda já havia sido defendido por Bulhões (1946a, 110). Ao discutir medidas dessa natureza, aliás, Bulhões sempre enfatizou sua preocupação com o fenômeno da ampliação da produção a custos crescentes: “Enganam à coletividade e enganam a si mesmos os empresários que acreditam estar progredindo quando expandem sua produção a custos crescentes. [...] Alguns acréscimos são indispensáveis. Mas eles podem ser limitados. Daí os estímulos fiscais oferecidos às empresas capazes de manter seus custos em limites que assegurem a oferta dos produtos a preços módicos.” (Bulhões 1966b, 3).

Campos e Simonsen (1974), a reforma 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. A ideia de criar impostos como instrumentos de política monetária encontra-se certamente neste último pilar.<sup>37</sup> Em conferência proferida a empresários paulistas no fim de 1965 sobre a reforma, Bulhões (1965a) retomou muitos dos argumentos aqui já discutidos para defender a criação de impostos com esta finalidade. Afirmou, em suma, que o Estado deveria agir para manter “a expressividade da formação dos preços” e que a melhor maneira de fazê-lo seria “por meio de medidas monetário-tributárias” (Bulhões 1965a, 3). Ele defendeu a medida nos seguintes termos:

Grande ênfase é dada ao instrumento tributo-monetário, cuja justificação passa a repetir. Acredito estarmos em condições de sugerir ao legislador dispositivos constitucionais que facultem ao Conselho Monetário Nacional o uso de dois impostos que muito se adaptam à política monetária, ao passo que mantidos conforme o são atualmente constituem entraves à economia do país (Bulhões 1965a, 3).

Os dois impostos mencionados seriam sobre transações financeiras e sobre exportações. À luz de nossa exposição anterior, em que identificamos as preocupações de Bulhões em diferentes momentos com as pressões causadas por tendências inflacionárias no setor financeiro e por altas nas exportações, ficam claras as razões que embasam essa proposta de a política tributária auxiliar a política monetária ao atuar sobre estes dois setores.

Bulhões detalhou sua posição quanto a estes dois impostos em sua exposição de motivos ao Presidente da República. Para ele, estes tributos não deveriam ter, como tinham até então, intuito arrecadatório, já que “recaem sobre valores que, de forma alguma, expressam a capacidade de contribuir para os cofres públicos”, mas, ao mesmo tempo, seriam “excelentes meios

<sup>37</sup> No documento do Programa de Ação Econômica do Governo (PAEG), embora haja a previsão de uso da política tributária como instrumento de combate à inflação (MPCE 1965, 15), não há qualquer menção à ideia do tributo monetário. Pode-se conjecturar que isso se deve ao fato de que o PAEG foi desenvolvido pelo Ministério do Planejamento, comandado por Roberto Campos, e não pelo Ministério da Fazenda, comandado por Bulhões.

de formação de reservas” (Bulhões 1965b, 9338). 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. (Bulhões 1965b, 9338).

A maior vantagem da medida seria sua natureza focalizada nestes dois setores. 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 setores em particular: “O Conselho Monetário Nacional deve [...] dispor de variados instrumentos, sendo, em nosso País, o processo fiscal-monetário o dos mais eficientes, por suas notáveis qualidades de flexibilidade e de eficácia” (Bulhões 1965b, 9338).

Os tributos monetários surgem efetivamente a partir da reforma tributária instituída pela Emenda Constitucional nº. 18, de 1965, a partir da criação dos impostos sobre exportações (Art. 7º, II) e sobre operações de crédito, câmbio, seguros e valores mobiliários (Art. 14, I). A receita líquida destes dois impostos seria destinada, conforme a Emenda, “à formação de reservas monetárias”, que seriam utilizadas para fins de política econômica determinados pelo Poder Executivo.<sup>38</sup> Este último aspecto seria ajustado por leis subsequentes, que concederam ao CMN poderes sobre estes impostos.

---

<sup>38</sup> Esta finalidade parece não ter sido imediatamente assimilada por alguns congressistas. Em sessão do Congresso Nacional de 16 de novembro de 1965, Bulhões foi inquirido pelo então senador José Ermírio acerca do impacto sobre as classes produtoras do imposto aplicado a operações de crédito. Em resposta, Bulhões buscou esclarecer que o intuito era valer-se deste imposto apenas em casos excepcionais e “simplesmente como medida de caráter monetário” (Bulhões 1965c, 14).

A legislação que regulamentou o imposto de exportação (IE)<sup>39</sup> reafirmou o seu “caráter exclusivamente monetário e cambial” e concedeu ao CMN o poder de manejá-lo. Simplificadamente, o imposto seria aplicado da seguinte forma: o recém criado Banco Central do Brasil (BCB) estabeleceria um preço-base das mercadorias exportáveis, de modo que o imposto recairia sobre a diferença entre o preço de mercado e o preço-base, sempre que o primeiro superasse o segundo em mais de 5%. Por sua vez, o CMN determinaria 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.<sup>40</sup> Já a segunda dimensão do tributo monetário ganhou forma através da lei que criou o imposto sobre operações financeiras (IOF).<sup>41</sup> Em seu texto original, a lei previa que o imposto incidente sobre as operações financeiras seria recolhido pelo BCB, sendo facultado ao CMN alterar suas alíquotas e bases de cálculo. Os recursos provenientes das reservas monetárias seriam empregados em intervenções nos mercados de câmbio e de títulos.<sup>42</sup>

Os tributos monetários ganharam ainda respaldo em 1966 pela promulgação do Código Tributário Nacional, que repercutiu a preocupação de Bulhões com a extrafiscalidade do IE e do IOF ao reafirmar o seu propósito de formação de reservas monetárias.<sup>43</sup> Este arranjo, porém, não perdurou. Em março de 1967, há uma troca de governo e Bulhões deixa o Ministério da Fazenda. Ao mesmo tempo, foi promulgada uma nova Constituição, a partir da qual o uso dos recursos oriundos destes impostos para a formação das reservas monetárias passou a ser optativo.<sup>44</sup>

<sup>39</sup> Lei nº. 5.072, de 12 de agosto de 1966.

<sup>40</sup> No que se refere à relação entre a autoridade monetária e o comércio exterior, cabe mencionar a existência, junto ao BCB, da chamada “conta café”, que compreendia recursos destinados ao financiamento de cafeicultores. Sobre este assunto, ver Carvalho Filho (1973).

<sup>41</sup> Lei nº. 5.143, de 20 de outubro de 1966.

<sup>42</sup> A regulamentação do IOF foi discutida pelo CMN pela primeira vez nos dias 26 e 28 de outubro de 1966 (ver 56<sup>a</sup> e 57<sup>a</sup> Atas do CMN). A primeira discussão sobre o IE ocorreu em 7 de dezembro de 1966, quando se propôs que o imposto incidisse sobre o setor coureiro. Na ocasião, apresentou-se que havia um aumento expressivo do preço do couro no mercado internacional, o que conferia um “excesso de rentabilidade” ao setor exportador e que impactava os preços internos. Pela Resolução nº. 20, determinou-se um imposto de 20% sobre a diferença entre o preço corrente e o preço-base do couro – este último determinado pela média de preços de 1964 (ver 62<sup>a</sup> Ata do CMN). As atas do CMN estão disponíveis em: [www.bcb.gov.br/acessoinformacao/cmnatasreun](http://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/cmnatasreun). Acesso em 22 de novembro de 2023.

<sup>43</sup> Ver Arts. 28 e 67 da lei nº. 5.172, de 25 de outubro de 1966. Para Souza (1966, 41), configurados desta forma, o IE e o IOF afastavam-se do “princípio da universalidade”, segundo o qual o orçamento público deve conter todas as receitas e despesas do Estado.

<sup>44</sup> Art. 22, II e VI, § 3º da Constituição de 1967.

Bulhões (1973a) criticaria essa mudança, apontando que houve um desvirtuamento dos tributos monetários, que passaram a ser considerados como impostos ordinários, sendo integrados à receita orçamentária convencional do governo. A implicação direta da mudança seria a perda de um instrumento por parte da autoridade monetária. Ao prescindir do uso das reservas advindas do IOF, por exemplo, o Estado estava abrindo mão de um mecanismo contra a especulação. Para Bulhões (1973a, 3), “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 exacerbadas. Assim, embora Bulhões tenha conseguido, em um primeiro momento, emplacar a sua ideia dos tributos monetários, a experiência prática destes na forma por ele engendrada foi muito breve.

A literatura existente a respeito da reforma tributária de 1965 identifica com clareza que o IE e o IOF foram criados com objetivos extrafiscais (Souza 1966; Oliveira 1978; Varsano 1981; Campos 1994, 646-649; Schoueri e Galdino 2022). O que não eram suficientemente claros eram os motivos que levaram o governo a tomar este caminho e a escolher estes setores como passíveis de controle pela autoridade monetária. A consideração das ideias de Bulhões sobre o tributo monetário, as quais buscamos reconstruir neste trabalho, enseja uma compreensão mais ampliada a respeito do que motivou estas escolhas. Como vimos, Bulhões deu grande ênfase ao tributo monetário em sua defesa da reforma tributária enquanto Ministro, sendo que, para ele, uma das grandes virtudes desta reforma foi a de estabelecer, ao menos no início, uma “nítida distinção entre tributos com finalidade de receita de tesouraria e tributos com finalidade de política monetária” (Bulhões 1973a, 1).

Cabe mencionar, por fim, que o uso de tributos para a formação de reservas monetárias é atualmente vedado pela Constituição de 1988.<sup>45</sup> Assim, o IOF, embora ainda seja regulamentado pelo CMN e recolhido junto ao BCB, tem seus recursos destinados ao Tesouro. Além disso, pela legislação atual, o CMN não tem qualquer influência sobre o IE, sendo os responsáveis pelo manejo das alíquotas e das bases de cálculo o Poder Executivo e a Câmara de Comércio Exterior, ligada ao Ministério da Fazenda.<sup>46</sup>

---

<sup>45</sup> Ver Art. 167, IV da Constituição de 1988.

<sup>46</sup> Decreto-lei nº 1.578, de 11 de outubro de 1977.

É importante destacar que não pretendemos sugerir aqui uma nova vertente de interpretação para o plano de combate à inflação empreendido pelo governo militar no período de 1964 a 1967. Os focos de elevação de preços identificados por Bulhões não eram entendidos pelo governo como uma “causa fundamental” da inflação, e tampouco os tributos monetários figuraram entre os principais instrumentos de estabilização de que dispunha a equipe econômica à época. A contribuição aqui pretendida é a de resgatar e evidenciar a história pouco conhecida deste instrumento que Bulhões concebeu e defendeu ao longo de muitos anos – e que ele efetivamente implementou quando assumiu o Ministério da Fazenda.

## 5. Considerações finais: a ideia, seus pressupostos e a tenacidade

O caráter singular da ideia do tributo monetário, somado à nossa constatação de que outros estudos sobre a obra de Bulhões não a identificaram, nos impôs a tarefa de investigá-la em seus pormenores. Trata-se de uma ideia bastante particular do autor, que não era difundida no pensamento econômico brasileiro do século vinte e tampouco era um assunto amplamente debatido. Como vimos, Bulhões engajou-se ao longo de décadas na defesa da ideia, mesmo tendo encontrado pouco apoio a ela, chegando a implementá-la enquanto Ministro da Fazenda. Ao resgatar a história desta ideia, buscamos contribuir tanto para a literatura de pensamento econômico quanto para a história do sistema tributário brasileiro. Quanto a este último aspecto, a consideração da história do tributo monetário permite uma melhor compreensão acerca das motivações para o governo militar propor, em um primeiro momento, no âmbito da reforma tributária de 1965, que os impostos sobre exportações e operações financeiras ficassem a cargo do BCB e do CMN e tivessem um caráter exclusivamente monetário.

A fim de completarmos nosso estudo, cabe discutirmos, à luz da exposição feita, alguns aspectos metodológicos da análise empreendida por Bulhões. Neste ponto, é importante enfatizar que Bulhões não foi um economista teórico e sequer dedicou-se integralmente ao ensino e à pesquisa, sendo, acima de tudo, um economista que, motivado por problemas concretos, engajava-se na busca por soluções práticas a partir da proposição de políticas econômicas. Como apresentamos, ele considerava que certas particularidades da evolução econômica do Brasil impunham a concepção de

soluções igualmente particulares – o que parece-nos ser o caso com o seu entendimento acerca das perturbações setoriais que irradiam inflação, que culminou na proposição do tributo monetário. Em linha com a argumentação de outros trabalhos (Chacel 1990; Curado 2020), constatamos que Bulhões é bastante eclético em suas referências, valendo-se de um conjunto variado de autores, como Wicksell, Lerner, Tinbergen e Prebisch, para erigir diferentes aspectos de sua argumentação.

Um dos pontos criticados por Viner foi o fato de Bulhões supostamente chegar a conclusões a partir de interpretações de dados estatísticos, e não de uma análise teórica robusta prévia. De fato, constatamos que a análise de Bulhões dá proeminência a elementos descritivos, elencando fenômenos observados (seja no Brasil, seja nos EUA), interpretando-os e inferindo possíveis causas. Embora seja, de fato, difícil argumentar em favor da existência de um modelo econômico teórico bem delimitado subjacente à análise que motiva o tributo monetário, as interpretações de Bulhões são baseadas em uma economia dotada de alguns atributos. Esta é uma economia próxima do pleno emprego, composta por firmas motivadas pelos lucros especulativos e de eficiência, e cuja tecnologia permite a substitutibilidade de fatores de produção entre setores e firmas. Esta última hipótese é relevante já que Bulhões comprehende o mercado de fatores como o canal através do qual a inflação de um setor é irradiada a toda a economia.

Sob este arranjo, na ocorrência de perturbações exógenas sobre determinados setores (e.g., um aumento da demanda), surgem potenciais focos de inflação. Quanto a isto, Bulhões entende que a tendência é o direcionamento de recursos e fatores de produção para os setores inflacionados, o que acabaria por afetar a estrutura de custos de toda a economia, irradiando esta inflação.<sup>47</sup> Assim, refrear certas tendências de alta de preços em firmas ou setores específicos teria o efeito de suavizar o nível geral de preços da economia.

A solução proposta, i.e., o tributo monetário, pressupõe a capacidade da autoridade monetária de identificar corretamente os focos de inflação, ou seja, ela seria capaz de conhecer o preço (ou o nível de preços) para além do qual a atividade deveria ser desencorajada. Este pressuposto é bastante desafiador do ponto de vista prático, já que depende da consideração de

---

<sup>47</sup> Em favor de Bulhões vem a ideia de Gudin (1947, 122), discutida na subseção 2.4, de que no Brasil não haveria “condições de evolução normal” pelas quais se poderia esperar uma queda de preços como consequência de maior direcionamento de recursos ao setor.

que o órgão de controle pode determinar o “preço ótimo” de mercadorias ou ainda a “variação ótima” dos preços dos ativos financeiros. Em seus escritos, Bulhões sempre inicia seus raciocínios considerando um preço-base ou de referência associado a certo setor, sendo que o tributo monetário deveria ser acionado sempre que ocorressem desvios deste preço, mas ele pouco discute os atributos teóricos deste último, ou mesmo como seria dado ao formulador de política conhecê-lo.<sup>48</sup>

Enquanto os instrumentos convencionais de política monetária impactam, ao menos em tese, a economia como um todo, preservando os preços relativos, o tributo monetário modificaria estes preços. Este é, aliás, um dos seus principais intentos, como revela a discordância entre Bulhões e Haberler. Uma possível leitura sobre o tributo é a de compreendê-lo como um instrumento de política anticíclica, os quais ganharam força considerável na primeira metade do século vinte. Neste sentido, ressalta-se que, ao propor este instrumento, Bulhões tem em mente uma economia que já está sob pleno emprego e que deveria ser desencorajada de ampliar sua produção a custos crescentes. Sua ênfase é nas fases de expansão.<sup>49</sup> Por fim, cabe enfatizar que, embora Bulhões reconheça e evidencie as influências setoriais sobre a inflação, que motivam a discussão aqui empreendida, seu diagnóstico acerca das causas fundamentais da inflação é essencialmente monetarista.<sup>50</sup> O tributo monetário seria um instrumento complementar, embora indispensável, em seu receituário de estabilização.<sup>51</sup>

Ao longo dos anos, Bulhões sempre reconheceu as dificuldades teóricas e práticas que acompanhavam a ideia do tributo monetário. Como vimos, a ideia teve pouco apoio dos intelectuais aos quais ele recorreu e sua tentativa de implementá-la teve duração breve. Isto, porém, não o impediu de seguir defendendo a ideia ao longo de sua trajetória intelectual, demonstrando uma notável tenacidade. Ilustrativo desta tenacidade é um artigo

<sup>48</sup> Como vimos, uma tentativa de solução prática para isso foi dada quando da implementação do imposto de exportação, quando se atribuiu ao BCB a determinação do preço-base das mercadorias exportáveis.

<sup>49</sup> Tanto que, ao defender o instrumento, Bulhões (1946b, 21) afirma acreditar que seria possível “minorar muito a intensidade dos efeitos depressivos dos ciclos econômicos se conseguirmos neutralizar os efeitos inflacionistas na fase da expansão.”

<sup>50</sup> Diz Bulhões (1973b, 21): “Não pretendemos [...] negar a validade clássica de que o impulso inflacionário tenha por origem um acréscimo desproporcional de meios de pagamento. A inovação reside apenas em dizer-se que não devemos aguardar o registro da modificação do nível geral de preços para chegar-se à conclusão da presença de um excesso de meios de pagamento.”

<sup>51</sup> As duas precondições estabelecidas à criação do BCB em Bulhões (1964) – o equilíbrio orçamentário e o tributo monetário – evidenciam sua tentativa de delinear este receituário.

dos anos 1970 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. [...] 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 (Bulhões 1973a, 3-4).

À primeira vista, dado o seu objetivo de forte intervenção setorial, a ideia do tributo monetário poderia ser considerada surpreendente vindo de um autor que é um expoente do liberalismo brasileiro. Buscamos evidenciar, porém, que se trata de uma sólida expressão de vários dos aspectos já conhecidos do pensamento de Bulhões. Um dos mais claros é o do interesse do autor pela conjugação de teoria e política econômica visando a solução de problemas concretos. Além disso, a ideia é ilustrativa de como ele depreende que ao Estado caberia uma forte atuação corretiva sobre os mercados. No caso de que tratamos, a atuação da autoridade monetária teria em vista sobretudo a estabilização da economia, visando a garantia do bom funcionamento do sistema de preços. Ademais, a medida é pensada através do sistema fiscal, cuja eficiência ele reiteradamente enfatizou em seus escritos. Em suma, a ideia representa um esforço de Bulhões de, diante das especificidades da economia brasileira e da consequente impossibilidade de se fiar unicamente no receituário clássico de estabilização, apresentar medidas práticas exequíveis e eficazes para o controle da inflação no país.

## Referências

- Baer, Werner e Mario Henrique Simonsen. 1965. "Profit Illusion and Policy-Making in an Inflationary Economy." *Oxford Economic Papers* 17 (2): 279–290.
- Banco de México. 1946. *Memoria: Primera Reunión de Técnicos sobre Problemas de Banca Central del Continente Americano*. México: Banco do México.
- Beckhart, Benjamin H. 1936. *Qualitative Credit Control*. Chicago: Association of Reserve City Bankers.
- Bielschowsky, Ricardo. 2001. "Eugênio Gudin." *Estudos Avançados* 15(41): 91–110.
- Bielschowsky, Ricardo. 2004. *Pensamento econômico brasileiro: o ciclo ideológico do desenvolvimentismo*, 5<sup>a</sup> ed. Rio de Janeiro: Contraponto.
- Boianovsky, Mauro. 2012. "Celso Furtado and the structuralist-monetarist debate on economic stabilization in Latin America." *History of Political Economy* 44 (2): 277–330.
- Bulhões, Octávio G. 1936. *A cultura occidental e o sistema econômico*. Rio de Janeiro: Bloch & Irmãos.
- Bulhões, Octávio G. 1937. "Em torno do Banco Central". *O Observador Econômico e Financeiro*, novembro de 1937.
- Bulhões, Octávio G. 1941. *Orientação e controle em economia*. Rio de Janeiro: Bodeschi.
- Bulhões, Octávio G. 1943. "Contribuições à política monetária". *O Jornal*, 15 de outubro de 1943.
- Bulhões, Octávio G. 1946a. "Fundamentos y Aplicación del Control Cualitativo de la Moneda". Em *Memoria: Primera Reunión de Técnicos sobre Problemas de Banca Central del Continente Americano*, editado por Banco de México, 103–110. México: Banco de México.
- Bulhões, Octávio G. 1946b. *O Banco Central no Brasil*. Rio de Janeiro: Ministério da Fazenda.
- Bulhões, Octávio G. 1950a. À Margem de um Relatório: Texto das conclusões da Comissão Mista Brasileiro-Americanica de Estudos Econômicos (Missão Abbink). Rio de Janeiro: Edições Financeiras S.A.
- Bulhões, Octávio G. 1950b. "Inflation and Industrialization: A Brazilian Viewpoint." Em *Four Papers Presented in the Institute for Brazilian Studies*, de C. Wagley, O. G. Bulhões, S. J. Stein e C. Smith, 35–55. Nashville: Vanderbilt University Press.
- Bulhões, Octávio G. 1951. "Política de crédito e Banco Central". *Correio da Manhã (Economia e Finanças)*, 15 de junho de 1951.
- Bulhões, O. G. 1956. "Previsão econômica e investimentos". *Revista Brasileira de Economia* 10(3):5–25.
- Bulhões, Octávio G. 1958a. "Lucro monopolista e lucro social". *Carta Mensal* 4 (1):17-25.
- Bulhões, Octávio G. 1958b. "Mercado e planificação". *Revista Brasileira de Economia* 12 (2):29–65.
- Bulhões, Octávio G. 1960. *Economia e Política Econômica*. Rio de Janeiro: Agir.
- Bulhões, Octávio G. 1962. "Debates sobre a reforma bancária". *Revista do Conselho Nacional de Economia* XI (4): 379–384.
- Bulhões, Octávio G. 1963. "Política Monetária – II". *O Jornal* (1º caderno), 6 de fevereiro de 1963.
- Bulhões, Octávio G. (1963) 1964. "Banco Central, política tributária e orçamento". Em *Anais da VII Reunião de Técnicos dos Bancos Centrais do Continente Americano - Tomo I*, editado por Banco do Brasil S.A. e Superintendência da Moeda e do Crédito, 147–151. Rio de Janeiro: Banco do Brasil S.A. e Superintendência da Moeda e do Crédito.
- Bulhões, Octávio G. 1965a. "Integração da Economia Nacional". *Revista de Finanças Públicas* 25 (242):2-4.
- Bulhões, Octávio G. 1965b. "Exposição de motivos ao Presidente da República (nº 910)". *Diário do Congresso Nacional*, 6 de novembro de 1965, 9337–9339.
- Bulhões, Octávio G. 1965c. "O sistema tributário nacional". *Revista de Finanças Públicas* 25 (241):2–22.

- Bulhões, Octávio G. 1966a. "Una nueva experiencia: contención voluntaria de los precios". *CEMLA: Boletín Mensual* 12 (3):97–98.
- Bulhões, Octávio G. 1966b. "Aspectos do combate à inflação". *Revista de Finanças Públicas* 26 (244):2-3.
- Bulhões, Octávio G. 1967. "A economia da universidade ao governo". *Revista Brasileira de Economia* 21 (3):37–69.
- Bulhões, Octávio G. 1969a. *Dois conceitos de lucro*. Rio de Janeiro: Editora APEC.
- Bulhões, Octávio G. 1969b. "A política tributária: finalidades econômicas e financeiras". *Revista de Direito Público* 2 (7):35–52.
- Bulhões, Octávio G. 1973a. "Aspectos da reforma tributária". *Revista de Direito Administrativo* 113:1–6.
- Bulhões, Octávio G. 1973b. *Política monetária brasileira*. Brasília: IPEAC.
- Bulhões, Octávio G. 2000. *Considerações sobre reforma tributária*. 2ª Ed. Rio de Janeiro: Fundação Octávio Gouvêa de Bulhões.
- Bulhões, Octávio G. (1989) 2019. Octávio Gouvêa de Bulhões. *Coleção História Contada do Banco Central do Brasil*, v. 1. Brasília: Banco Central do Brasil.
- Caliendo, Paulo. 2009. *Direito tributário e análise econômica do Direito: uma visão crítica*. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Campos, Roberto O. e Mário H. Simonsen. 1974. "A imaginação reformista." Em *A nova economia brasileira*, 119–150. Rio de Janeiro: José Olympio.
- Campos, Roberto O. 1994. *A lanterna na popa: memórias*. Rio de Janeiro: Topbooks.
- Carvalho Filho, José J. 1973. "Análise dos instrumentos da política cafeeira do Brasil-1961/1971". *Estudos Econômicos (São Paulo)* 3 (2):31–84.
- Chachel, Julian M. 1990. "Bulhões e seus escritos". *Revista Brasileira de Economia* 44 (4):493–496.
- Colander, David. 2005. "From Muddling Through to the Economics of Control: Views of Applied Policy from J. N. Keynes to Abba Lerner". *History of Political Economy* 37 (1):277–291.
- Conselho Nacional de Economia (CNE). 1962. *Exposição Geral da Situação Econômica do Brasil: 1961*. Rio de Janeiro: Conselho Nacional de Economia.
- Curado, Marcelo. 2020. "Octávio Gouvêa de Bulhões e a Revista Brasileira de Economia". *Revista Brasileira de Economia* 74 (3): 255–276.
- Dunkman, William E. 1933. *Qualitative credit control*. Nova York: Columbia University Press.
- Faria, Ivan G., Victor Cruz e Silva, e Marco Cavalieri. 2020. "Eugênio Gudin e as influências internacionais na defesa de sua agenda econômica liberal: o hiperemprego e o livre-comércio." *Análise Econômica* 38(77):33–56.
- Faro, Clóvis de. 1990. "Octávio Gouvêa de Bulhões e a Revista Brasileira de Economia". *Revista Brasileira de Economia* 44 (4):489-491.
- Godoy, José E. P. 2006. "O papel da tributação nas teorias de desenvolvimento e inflação de Roberto Campos e Octávio Bulhões - Pré 1964". Dissertação de Mestrado, PUC/SP.
- Goldenweiser, Emanuel A. 15 jun. 1940. *Carta de Emanuel A. Goldenweiser para Arno Konder*. Rio de Janeiro: Acervo Eugênio Gudin (CPDOC/FGV).
- Gudin, Eugênio. 1941. "Parecer do Dr. Eugênio Gudin Filho". Em *Orientação e controle em economia*, de Octávio G. Bulhões, 97–101. Rio de Janeiro: Bodeschi.
- Gudin, Eugênio. 1947. "Bibliografia: Octávio Gouvêa de Bulhões, Orientação e Controle da Economia". *Revista Brasileira de Economia* 1(2):117–122.
- Gudin, Eugênio. (1945) 2010. "Rumos de política econômica". Em *A controvérsia do planejamento na economia brasileira*, 3ª ed., de Eugênio Gudin e Roberto Simonsen, 51–126. Brasília: IPEA.
- Haberler, Gottfried. 1946. "Carta de Gottfried Haberler para Octávio Bulhões". Em *O Banco Central no Brasil*, de Octávio G. Bulhões, 62–63. Rio de Janeiro: Ministério da Fazenda.

- Heller, Walter W. 1966. *New Dimensions of Political Economy*. Cambridge: Harvard University Press.
- Lago, Pedro A. C. 1982. “A Sumoc como embrião do Banco Central: sua influência na condução da política econômica, 1945-1965.” Dissertação de Mestrado, PUC/RJ.
- Lerner, Abba. 1944. *The Economics of Control: Principles of Welfare Economics*. New York: Macmillan.
- Mellon, Helen J. 1941. *Credit Control: A Study of the Genesis of the Qualitative Approach to Credit Problems*. Washington: Council on Public Affairs.
- Ministério do Planejamento e Coordenação Econômica (MPCE). 1965. *Programa de Ação Econômica do Governo 1964-1966 (síntese)*, 2<sup>a</sup> ed. Rio de Janeiro: Documentos EPEA nº. 1.
- Oliveira, Fabrício A. 1978. “Um estudo da reforma tributária de 1966”. Dissertação de Mestrado, Unicamp.
- Prebisch, Raúl. 1949. “O desenvolvimento econômico da América Latina e seus principais problemas.” *Revista Brasileira de Economia* 3 (3):47–111.
- Reis, Geraldo A. 1995. “O anti-desenvolvimentismo de Bulhões”. Dissertação de Mestrado, Universidade de São Paulo.
- Robey, Ralph W. 1938. *Purchasing Power: An Introduction to Qualitative Credit Control Based on the Theories of Stephen A. Colwell*. New York: Prentice-Hall, Inc.
- Saretta, Fausto. 2001. “Octávio Gouvêa de Bulhões”. *Estudos Avançados* 15 (41):111–125.
- Schoueri, Luís E. e Guilherme Galdino. 2022. “Considerações sobre o Campo de Competência do IOF: Instrumento para a Atuação Extrafiscal da União”. *Revista de Direito Brasileiro* 30 (11):265–281.
- Schuler, Kurt e Mark Bernkopf. 2014. Who Was at Bretton Woods. *Center for Financial Stability*, Paper in Financial History, Nova York.
- Selgin, George A. 1989. “The analytical framework of the real-bills doctrine”. *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 145 (3):489–507.
- Seltzer, Lawrence H. 1946. “The Changed Environment of Monetary-Banking Policy”. *American Economic Review* 36 (2):65–79.
- Silva, Benedicto. 1967. *A reforma do Ministério da Fazenda e sua metodologia: relatório final*. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas.
- Simonsen, Mário H. (1989) 2019. “Mário Henrique Simonsen”. Em *Octávio Gouvêa de Bulhões. Coleção História Contada do Banco Central do Brasil*, v. 1, 211–220. Brasília: Banco Central do Brasil.
- Souza, Francisco J. 1966. “A Reforma Tributária Nacional”. *Revista do Serviço Público* 98 (4):27–56.
- Tinbergen, Jan. 1939. *Statistical Testing of Business Cycle Theories*. Gênova: League of Nations.
- Varsano, Ricardo. 1981. “O Sistema Tributário de 1967: Adequado ao Brasil de 80?” *Pesquisa e Planejamento Econômico* 11 (1):203–228.
- Viner, Jacob. 17 out. 1940. *Carta de Jacob Viner para Arno Konder*. Rio de Janeiro: Acervo Eugênio Gudin (CPDOC/FGV).

**DECLARAÇÃO DE DISPONIBILIDADE DE DADOS**

Os dados utilizados neste estudo estão disponíveis mediante solicitação ao autor. Dados adicionais e informações complementares também poderão ser fornecidos para fins de verificação ou replicação. A disponibilização está condicionada à inexistência de restrições de acesso público.

**AGRADECIMENTOS**

\*Agradeço ao CNPq pela bolsa de mestrado (130273/2021-0) que viabilizou esta pesquisa. Agradeço também ao professor Renato Leite Marcondes e aos dois pareceristas anônimos pelos comentários e sugestões, os quais aprimoraram o trabalho. Eventuais erros e imprecisões são de minha responsabilidade.

**CONTRIBUIÇÕES DE AUTORIA**

**MLF:** Conceitualização, Curadoria de dados, Análise formal, Aquisição de financiamento, Investigação, Metodologia, Administração de projetos, Recursos, Programas, Supervisão, Validação, Visualização, Escrita - rascunho original e Escrita - revisão e edição.

**CONFLITO DE INTERESSE**

Os autores declaram não terem quaisquer conflitos de interesse.

**EDITOR-CHEFE**

Dante Mendes Aldrighi  <https://orcid.org/0000-0003-2285-5694>

Professor - Department of Economics University of São Paulo (USP)

**EDITOR ASSOCIADO**

Rogério Arthmar  <https://orcid.org/0000-0001-7085-2645>

