

UMA ANÁLISE DE HISTÓRIA MONETÁRIA PARA A INFLAÇÃO BRASILEIRA*

Lujz Augusto Estrella Faria**

"O valor de um metal amarelo, originalmente escolhido para dinheiro porque estimulava a fantasia dos selvagens, é evidentemente algo inseguro e impróprio para servir de base ao nosso dinheiro e à estabilidade do nosso sistema industrial."

A Moeda
Dennis Robertson

1 - Introdução

O Brasil vem experimentando, desde o final dos anos 70, uma crise inflacionária *sui generis*. Há mais de 10 anos, convivemos com uma das maiores taxas de variação dos preços do Mundo, sem que isso tenha conduzido o País a uma hiperinflação e sem que o fato resulte de um caos econômico ou político. O fenômeno já ganhou o nome de "*superinflação*". Diferentemente das hiperinflações européias, vinculadas ao desastre das guerras ou, mais recentemente, à bancarrota do "socialismo real", a inflação brasileira está, como em outros casos latino-americanos, ligada a uma recessão prolongada e ao endividamento externo. A diferença especificamente brasileira é a persistência do fenômeno.

Alta inflação ou hiperinflação aconteceu no Primeiro e no ex-Segundo Mundos, **fora** da vigência da forma monetária que os regulacionistas chamaram "moeda-crédito".¹ O Leste Europeu, que estava fora do sistema monetário internacional hegemônico pelo dólar, vive a ruptura do padrão monetário e do sistema de preços do

* O presente texto é uma versão modificada de um trecho da dissertação de mestrado do autor intitulada **Um Ensaio sobre Regulação, Moeda e Inflação no Brasil**, apresentada em 1992, na UFRGS.

** Economista da FEE e Professor da UFRGS.

¹ Ver Aglietta (1986) e Lipietz (1983).

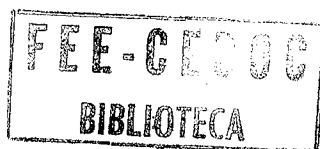
planejamento centralizado. No Oeste, o fenômeno foi anterior à vigência da nova forma monetária. A inflação mais recente na Europa Ocidental e na América do Norte teve como novidade ter sido contemporânea de uma crise recessiva, o que tornou obsoleto todo um arcabouço teórico até então dominante na macroeconomia do Modelo IS-LM tradicional. A inflação resultou de um comportamento dos agentes econômicos fora do previsto na teoria econômica e que tinha como condição permissiva a moeda-crédito. A reação às políticas de expansão da demanda tentadas para reverter a recessão deu-se pelo lado dos preços e não das quantidades.

Ao longo dos anos de alta inflação no Brasil, quatro Presidentes da República e mais de uma dezena de Ministros da Fazenda tentaram combater a alta de preços em experiências as mais variadas, sem sucesso. O presente texto busca, ao investigar as raízes históricas do fenômeno, lançar alguma luz sobre a natureza da instituição monetária no Brasil, examinando a hipótese de que é justamente essa natureza que faz, ao fim e ao cabo, nossa inflação ser o que é.

Inspirado na abordagem regulacionista, vou investigar a peculiar forma pela qual o Estado brasileiro adotou o novo padrão monetário internacional nascido no acordo de Bretton Woods e adaptou-o às necessidades do projeto nacional-desenvolvimentista. Num primeiro momento, que foi o período da democracia populista, de forma ainda rudimentar, para, posteriormente, já nos tempos da ditadura militar, dar-lhe a forma final, forjada pelas reformas monetária e financeira de 1965-67.

O ponto de partida, já exposto em outro lugar (FARIA, 1992), é o papel da moeda como operador da lei do valor, o princípio organizador do funcionamento da economia capitalista. A moeda confere a esta última estabilidade através da alocação dos fatores — capital e trabalho — dando coerência à relação entre produção, distribuição, consumo e investimento, por meio da regulação exercida pelo sistema de preços ancorado nas relações monetárias. Vou aqui apresentar como a forma institucional da moeda vem assumindo características diversas em cada um dos modos de regulação que se sucedem ao longo do tempo e em cada formação econômico-social concreta. Na próxima seção, será vista a evolução das formas da moeda, do metal ao papel, e examinado o mecanismo da oferta monetária. Na terceira seção, a gestão da moeda no modo de regulação monopolista, predominante no Pós-Guerra do Ocidente, será tratada através da explicitação do conceito "moeda-crédito" e de sua relação com a inflação dos países mais desenvolvidos. Na quarta seção, trato de apresentar a evolução da forma especificamente brasileira de moeda-crédito, que dá origem, por sua vez, a uma inflação também especificamente brasileira.²

² Há muita semelhança entre a inflação brasileira e a de outros países latino-americanos, semelhança, entretanto, que foge ao escopo deste trabalho.



2 - A evolução da moeda

A milenar mercadoria-dinheiro, de origem ritual, vai ceder lugar à moeda legal nas cidades jônicas da antiga Grécia, entre 640 e 630 a. C., conforme lembram Aglietta e Orléan (1990). Diferentemente do dinheiro-mercadoria, produzido privadamente e oficializado na medida em que servia como meio de pagamento e unidade de conta no recolhimento de tributos, no gasto público e na contabilidade governamental nos impérios das primeiras civilizações humanas, a moeda grega era produzida (cunhada) pelo Estado. O nome e a unidade eram criados por lei. Nessa situação, o Estado passou a arbitrar as transações entre os indivíduos e as classes sociais através da moeda.

A moeda foi investida, de um lado, da função reguladora — mais do que mera intermediária — e, de outro, da característica fiduciária, pois seu papel social dependeu, desde então, da autoridade do poder político emissor muito mais do que de seu valor intrínseco em metal.³ "Assim, observa-se até que ponto, desde a sua origem, a moedagem é uma relação social onde a soberania política desempenha um papel decisivo" (AGLIETTA, ORLÉAN, 1990, p.213).

2.1 - A moeda metálica

O desenvolvimento das relações comerciais, bastante intenso no mundo mediterrâneo clássico, transformou o metal em mercadoria. Essa realidade, como argumentam Aglietta e Orléan, introduziu uma tensão entre o valor mercantil do metal e o seu valor monetário instituído. A qualidade da cunhagem passou a ser tida como indicador da estabilidade política da cidade. O controle sobre o mercado do metal e do dinheiro estrangeiro impôs-se como necessidade ao poder estatal. Ao mesmo tempo, o Tesouro público, de função até então ritual, passou a ser considerado como a "garantia" da moeda oficial — um outro pilar da estabilidade econômica do governo da cidade.

"Essa preponderância da ordem política na gestão da moeda, que encontramos também em Roma, tinha por instrumento decisivo a capacidade da cidade em requisitar os metais preciosos detidos em mãos de particulares, pagando-lhes o preço que era por ela fixado soberanamente. (...) A reinjeção dos tesouros nos circuitos monetários provinha dos gastos suntuosos do Estado, assim como dos gastos militares" (AGLIETTA, ORLÉAN, 1990, p.215).

³ A pesquisa numismática, como lembram Aglietta e Orléan (1990), tem encontrado diferença entre o valor do metal e o valor legal da moeda desde aquelas peças da Antigüidade.

O período medieval assistiu a uma grande contração das relações mercantis na Europa. Quando a atividade comercial teve um renascimento durante o século XIII, em boa medida estimulada pela contraditória relação entre cristãos e islâmicos — o ódio e a violência a passo com a assimilação social e cultural —, a circulação monetária retomou impulso. Com uma diferença: dessa feita, foram os homens envolvidos nessas novas relações econômicas que passaram a criar moeda. Banqueiros e comerciantes começaram a emitir moeda fiduciária — letras de câmbio principalmente —, supostamente lastreada em um estoque de mercadoria-dinheiro. A moeda passou a ser privada. Mesmo os Tesouros dos Estados foram, eventualmente, entregues à guarda de instituições privadas, como aconteceu aos Tesouros francês e inglês, confiados aos freis combatentes da Ordem do Templo, aquele por Filipe Augusto e este ao tempo de Henrique III. Como outras ordens religiosas da época, os Templários tinham um importante papel na guarda e na garantia da circulação de valores, principalmente por ocasião das Cruzadas (PERNOUD, 1974).

A circulação de moeda passou a ser dependente da confiança na assinatura do emissor privado. A relação social deixou de ser garantida pelo poder público e passou a basear-se na credibilidade dos agentes privados. Foi então que se materializou a "possibilidade formal da crise" de que falou Marx. A relação deixou de ter a certeza da lei. Nas palavras de Aglietta e Orléan (1990, p.218-219):

"É por isso que a crise mercantil se concentra nas finanças privadas, num desregramento dos suportes que as dívidas se conferem mutuamente. Uma crise nas relações mercantis é sempre uma colocação em dúvida geral, ou no mínimo ampla, de uma cadeia de assinaturas, pela desconfiança em relação àquelas, cuja qualidade tinha sido até então considerada indestrutível. É a forma que o contágio da violência assume, quando se põe em dúvida recíproca o discurso privado, não permitindo mais a distinção entre os créditos reais e os créditos duvidosos".

O retorno à centralização política que acompanhou o surgimento do mercantilismo conduziu ao restabelecimento do controle estatal da moeda. Entretanto, como abordarei mais adiante, a emissão privada através das instituições bancárias permaneceu existindo. O estatuto da moeda estatal, diferentemente de seu similar antigo, mantém um caráter fiduciário. O curso legal da moeda está condicionado pela autoridade política do governo e pela credibilidade de sua situação econômica. Dessa forma, a senhoriação praticada ou mesmo a manipulação desmedida do valor da moeda encontraram limites na necessidade de preservar a imagem e a credibilidade econômica do Estado. A boa administração do Tesouro público passou a ser vista pela sociedade como alicerce da moeda nacional.

Nesse período que vai até o século XVIII, em razão do incipiente desenvolvimento das relações mercantis dentro das nações e, como decorrência, do peso mais que proporcional das relações internacionais nos circuitos monetários e financeiros, o grau de liberdade da política monetária governamental era reduzido. Manipulando as relações de câmbio e as pesadas posições de débito e crédito, os grandes comerciantes ditavam as necessidades a serem atendidas pela oferta monetária estatal, que era submetida "às turbulências da vida financeira privada" (AGLIETTA, ORLÉAN, 1990, p.226).

A partir do século XVIII, a generalização da forma de trabalho assalariado vai dar grande impulso à mercantilização das relações econômicas intranacionais. O uso da moeda no dia-a-dia de uma parcela cada vez maior da população vai consolidá-la como instituição nacional por excelência, reguladora da circulação interna da produção, de sua distribuição social. Citando outra vez Aglietta e Orléan (1990, p.236),

"A moeda tende a se tornar um meio de pagamento uniforme em mãos dos assalariados intercambiáveis, que gastam o seu poder de compra num ponto qualquer do mercado nacional. Naturalmente esse processo é uma tendência que levou vários séculos para se impor na sociedade. Mas ele determina, em compensação, um efeito decisivo da relação salarial sobre a organização da relação monetária. **A relação salarial tende a provocar a unificação das funções monetárias no espaço nacional**, isto é, a constituição de um sistema monetário nacional".

A exigência de um volume cada vez maior de moeda para dar conta das necessidades da circulação mercantil conduziu à generalização do uso do papel como sucedâneo do metal. Cada vez mais, a moeda afasta-se de qualquer semelhança com as outras mercadorias para, finalmente, deixar de ser uma delas⁴ à época da I Guerra Mundial.

2.2 - A moeda-papel

O desenvolvimento da circulação monetária privada durante o mercantilismo submeteu os valores das moedas nacionais à posição credora ou devedora da comunidade de comerciantes. O acúmulo de débitos de venezianos na forma de letras de câmbio emitidas contra os banqueiros florentinos para financiar o armamento das frotas comerciais conduzia à desvalorização daquelas cambiais, elevando a taxa de câmbio de florins sobre ducados. Quando a armada comercial retornava do Oriente, era sobre os venezianos que eram sacadas letras por parte dos outros centros comerciais da Europa que compravam mercadorias de Veneza. A taxa cambial movimentava-se em sentido inverso, revalorizando o ducado.

Esse movimento do comércio era, por sua vez, dependente das guerras marítimas e da feroz concorrência entre as nações colonialistas européias. No mesmo sentido do exemplo citado por Aglietta e Orléan, Celso Furtado (1959) ilustra esse tipo de situação com a desvalorização da moeda portuguesa em função da queda do preço do açúcar, que resultou da entrada no mercado da produção antilhana, após 1640. A desvalorização

⁴ No sentido de que não tem mais valor intrínseco dado pelo tempo de trabalho socialmente necessário à sua produção. Caso contrário, teria o valor criado pelo trabalho do operário gráfico, infinitamente menor do que o valor de face.

cambial é realizada para garantir a manutenção da oferta monetária nos níveis exigidos pelas necessidades internas de circulação de mercadorias dentro do Império Lusitano.

A predominância de peças monetárias metálicas na circulação interna dos estados impunha uma grande rigidez, contraditória com a abundante circulação de moeda privada desmaterializada. A impossibilidade de um desvio muito grande entre o valor do metal e o valor da moeda implicou que as crises mais profundas fossem resolvidas pela mudança na unidade de conta. Na medida em que as relações mercantis foram se generalizando, impulsionadas fortemente pelo desenvolvimento da relação de assalariamento que mercantilizou a esfera do consumo das famílias dos trabalhadores, a regulação da oferta monetária não pôde mais depender unicamente de uma medida tão drástica como a mudança do padrão.

Numa perspectiva histórica, a desmaterialização do dinheiro impôs-se como necessidade do desenvolvimento das relações mercantis, generalizada pelo modo de produção capitalista.⁵ Através de um processo secular em que as moedas metálicas foram sendo paulatinamente substituídas por signos monetários desmaterializados, o dinheiro foi se reencontrar com sua origem simbólica. Da vigência do princípio do lastro até a eliminação do padrão-ouro após 1914 e culminando com a inconvertibilidade do dólar em 1971, tratou-se da realização de uma tendência inscrita na natureza das relações capitalistas:⁶ **a fixação do valor da moeda como forma reguladora das relações sociais mercantis.**

O capitalismo desenvolvido repete a cidade grega. O valor da moeda é uma forma de arbitragem social. Liberta de sua prisão metálica, a relação monetária é o lugar para onde flui, de forma "civilizada" como diria Sir Dennis Robertson (1960), o conflito pela distribuição do produto social. Quando a prosperidade cede lugar à depressão, a oscilação do valor da moeda passa a cumprir uma função de absorver o impacto da crise e distribuir seus efeitos mais suavemente ao longo do tempo. Para que isso ocorresse, como será desenvolvido mais adiante, o padrão de política monetária, isto é, a forma pela qual a autoridade estatal regulamenta e busca disciplinar a oferta monetária, precisou ser modificado.

O longo processo de reintrodução da natureza puramente simbólica da moeda sofreu o ritmo lento de uma transformação social profunda. Processo este que repôs, no lugar de uma mercadoria cujo valor era aceito pela norma social que atribui valor a todo o produto do trabalho humano, apenas um signo da relação de soberania. Como os padrões da sociabilidade mercantil foram se impondo capilarmente, adotados pelos grupos que criavam as relações sociais novas e paulatinamente englobando a sociedade em seu conjunto, a mercadoria-dinheiro, a moeda privada e a moeda oficial custaram

⁵ Ver Aglietta e Orléan (1990).

⁶ A descoberta do ouro californiano e do da Austrália e a decorrente mudança do valor dessa mercadoria, levantada por Mandel (1982) como causa do fim do padrão-ouro, foram unicamente uma contingência de superfície. Seu papel foi o de precipitar uma tendência mais profunda e de longo prazo, que necessariamente tinha de se afirmar.

a fundir-se numa única moeda nacional. A instituição monetária nacional não prescindiu do fato de, num primeiro estágio de sua evolução, guardar características das outras duas — o valor intrínseco do metal e a fidedignidade do emissor. A confiança na moeda oficial era garantida, para além da paridade com o ouro, suporte do sistema de preços, pela convertibilidade.

O padrão-ouro implicava uma estreita margem de manobra para as políticas monetária e, principalmente, fiscal. Desamarrada dessa rigidez, a moeda-papel dá o suporte institucional ao novo padrão de política econômica, que tem como grande teórico John Maynard Keynes.

2.3 - A oferta de moeda

Quero chamar atenção aqui para o fato de que o desenvolvimento da emissão privada criou, do ponto de vista da oferta monetária, uma nova característica decisiva: parte dessa oferta, cuja proporção variou ao longo do tempo, depende de decisões tomadas particularmente. Essa proporção, que foi grande no mercantilismo, reduziu-se por um bom período de tempo, quando as relações mercantis se generalizaram e a maior parte da moeda passou a circular na forma de moeda em poder do público, e voltou a crescer da segunda revolução industrial para cá.

O crescimento ou a redução dessa massa de meios de pagamento foi sempre motivado, de um lado, pelas necessidades da circulação mercantil e, de outro, pelas necessidades ditadas politicamente pela condução dos negócios de Estado. A menor participação dos bancos e dos agentes privados no volume monetário total coloca as razões de Estado na preponderância da condução da oferta monetária. Certamente, a vigência dessa situação, quando da formulação pelos clássicos e pelos neoclássicos das bases da ciência econômica, é responsável pela teoria da exogeneidade da oferta de moeda,⁷ que contesto aqui.

A grande mobilização de recursos demandada para dar suporte financeiro aos investimentos da segunda revolução industrial desloca o predomínio da oferta monetária para as mãos dos bancos privados, da mesma forma como o fizeram os empreendimentos de navegação comercial no mercantilismo. Esse processo, descrito por Hilferding (1973, p.252-253) quando da formulação do conceito de **capital financeiro**, conduz a que "(...) recaia cada vez mais sobre os bancos a disposição do capital investido na indústria". Entretanto, fixado no conceito de dinheiro-mercadoria de Marx, Hilferding não pôde tirar todas as conclusões de sua constatação e ficou preso à tentativa de enquadrar a moeda bancária no conceito de "capital fictício", que define como uma

⁷ É bom lembrar a exceção que representa o pensamento de Marx mencionado no item 2.1. do Capítulo II, que via a quantidade de moeda como sendo determinada pelas necessidades da circulação mercantil e do sistema de preços.

"mercadoria *sui generis*". O resultado mais importante desse processo para o que estou examinando é que a oferta monetária passa a ser completamente condicionada pelas necessidades de circulação decorrentes do desejo de gastar, de investir, pelo movimento dos negócios, enfim.

A oferta monetária vai ser melhor compreendida na direção que foi apontada por Marx no Capítulo III do Livro I de *O Capital* tanto pelos pós-keynesianos como pelos regulacionistas. Para aqueles, indo adiante na análise da moeda e do crédito iniciada por Keynes, o estudo das inovações tecnológicas no sistema financeiro vai levá-los à conclusão de que a oferta monetária é endógena.⁸ A idéia central foi assim resumida por Minsky (1986, p.226):

"A moeda, as atividades bancária e financeira não podem ser entendidas a não ser que sejam levadas em consideração a evolução financeira e a inovação: a moeda, em verdade, é uma variável endogenamente determinada — a oferta é reativa à demanda e não algo mecanicamente controlado pela Reserva Federal.

"Modificações na quantidade de moeda provêm da interação entre unidades econômicas que querem gastar mais do que sua renda e bancos que proporcionam esse gasto. O essencial do gasto excedente à renda (financiamento de déficit) numa economia capitalista é feito por empresas para financiar investimento e aquisição de ativos de capital, assim como, é evidente, o financiamento de déficits das famílias e governos".

Como argumentarei mais adiante, esse "gastar mais que a renda" é uma forma de aumentar a renda nominal para "alavancar" o acesso às mercadorias, para ampliar seja a produção, seja o consumo, apenas.

Os regulacionistas, por seu turno, desenvolveram uma teoria da oferta monetária a partir do conceito de **moeda-crédito**, que desenvolverei na próxima seção. Da mesma forma que os pós-keynesianos, concluíram que a moeda é endógena. Lipietz (1983) apresenta uma crítica da teoria do multiplicador como argumento de sua posição. Diz que a quantidade de moeda é vista tradicionalmente como sendo determinada pelo Banco Central ao estabelecer a base monetária, que, por efeito do multiplicador, resultará na massa de moeda. Nessa visão, a base causaria a oferta. Contrariando, argumenta:

"Na realidade a causalidade é exatamente inversa: uma vez emitidos os signos monetários por ocasião do empréstimo, e quando eles refluem para um banco, este preocupa-se em fornecer ao depositante moeda do banco central se ele assim o quiser" (LIPIETZ, 1983, p.151).

⁸ Essa trajetória do pensamento pós-keynesiano foi apresentada de forma precisa tanto por Silva (1987) como por Mollo (1987).

Ou seja, os créditos criam a moeda, pois a concessão de crédito desdobra-se em criação de novos depósitos.

Em resumo, a oferta monetária, como já percebera Marx, é determinada pelas necessidades dos negócios. Quando a moeda oficial responde pela maior parte dos haveres líquidos existentes, é possível uma certa discriminação do Estado sobre a oferta. Claro que dentro de limites que não prejudiquem a circulação. Quando é o contrário, como no mercantilismo ou nos dias atuais, o Estado é encarregado de unicamente garantir a fidedignidade do sistema monetário. Para tanto, resta-lhe como espaço de política econômica tentar influenciar a demanda por moeda com vistas a impedir que uma oferta especulativa acabe por inviabilizar as funções da relação monetária. É precisamente a situação vivida pelo Brasil desde o começo da década de 80, no limiar da hiperinflação, como abordarei na seção 4, adiante.

3 - A relação monetária na regulação monopolista

A produção teórica da abordagem da regulação teve como mais importante resultado a interpretação do que seus autores chamaram **fordismo**. O fordismo é um estágio do desenvolvimento capitalista que, nos países da OCDE, tem início no Pós II Guerra Mundial e é caracterizado pela articulação de um regime de acumulação dita **intensiva** com o modo de regulação **monopolista**. Acumulação intensiva quer dizer um padrão de desenvolvimento econômico em que o consumo de massa é associado a uma estrutura produtiva que funda o crescimento da economia na elevação da produtividade, a qual é decorrente de um progresso técnico realizado pela intensificação do uso do fator capital e pela exploração de todas as possibilidades da organização taylorista do trabalho.

A regulação monopolista, por seu lado, é a combinação de um conjunto de formas institucionais levando o nome da modalidade de concorrência dominante, mas que tem suas bases na relação salarial fordista — onde o crescimento dos salários reais a passo com a produtividade viabiliza o consumo de massa — e na regulação da relação mercantil através da moeda-crédito. Somado a isso, um padrão de políticas públicas — que conforma o *Welfare State* e o dirigismo econômico — e um regime internacional — regulado por um conjunto de instituições supranacionais, como FMI e GATT, e por uma hierarquia das nações cristalizada na divisão Norte-Sul — englobam as cinco formas institucionais que compõem o modo de regulação dominante.

A crise do regime de acumulação e a incapacidade de o modo de regulação sustentar uma retomada "automática", uma vez que as formas institucionais também passam por um período crítico, marcam a fase atual do desenvolvimento dos principais países que formam o topo da estrutura econômica mundial, inaugurada na década de 70. O regime de acumulação esgotou-se com a descontinuidade do ritmo de crescimento da produtividade, o "círculo virtuoso" como chamou Lipietz. A forma de organização do trabalho (linha de montagem e gerência taylorista) e o padrão tecnológico (automóvel, petróleo e aço), que vinham sustentando o crescimento da produtividade e da acumu-

lação desde os anos 40, tiveram seu ciclo encerrado. Frente a essa realidade — ainda sem sinais inequívocos de solução, em que pese aos novos métodos de gestão e às novas tecnologias em desenvolvimento já permitirem que se fale em uma terceira revolução industrial —, as formas reguladoras tornam-se disfuncionais, produzindo inflação, déficit público, desorganização dos mercados de trabalho, fracasso de estratégias empresariais e rupturas na ordem internacional.

A evolução da forma institucional da moeda, brevemente abordada na seção anterior, produziu como resultado o padrão monetário do fordismo, de seu modo de regulação monopolista, a **moeda-crédito**. Vou apresentar nos próximos itens a interpretação dos regulacionistas sobre esse fenômeno, principalmente a partir de Aglietta e Lipietz.

3.1 - O sistema de crédito e o Banco Central

A instituição monetária estabelecida pelos países signatários do acordo de Bretton Woods consolidou o padrão endógeno de oferta monetária que vinha se delineando na evolução dessa forma institucional. O suprimento dessa oferta é realizado pela emissão do Banco Central ou pelo crédito fornecido pelos bancos comerciais e de investimento. Esse padrão, como já foi referido acima, aparentemente cria valor do nada, ao antecipar recursos monetários que só corresponderão a um valor real quando a produção financiada tiver acontecido e sido trocada no mercado, num momento posterior. Nas palavras de Aglietta (1986, p.292-293):

"O empréstimo de capital, determinado pela natureza fundamental da produção capitalista, que é produção de mais-valia, e que é suscetível de ser adiantado, pode surgir da **criação *ex nihilo* de dinheiro bancário**. (...) a criação de dinheiro bancário não é emprego de um capital monetário previamente reunido, a partir de depósitos de poupança. Essa criação é ***ex nihilo*** porque não pressupõe a existência de uma base monetária. Diferentemente do papel-moeda em circulação, o dinheiro bancário não é diretamente um representante do equivalente geral, e sim signo de crédito que terá de demonstrar seu caráter monetário".

Quando chama o papel moeda de "representante do equivalente geral", Aglietta está fazendo referência ao conteúdo simbólico da moeda desmaterializada. Como já disse, esse símbolo não significa mais uma coisa (o ouro), mas uma relação social (o valor), garantida pela soberania do Estado.

Segundo Aglietta, Lipietz lembra que o crédito não é ele mesmo moeda, mas um **tipo de uso** da moeda. Do conjunto da massa de haveres monetários, o crédito é um uso da moeda depósitos bancários. No entanto é o crédito que cria moeda e não o contrário, pois:

"(...) dado que um banco empresta a moeda que tem ou que pensa poder conseguir (não importa de que forma), essa moeda é imediatamente depositada nesse banco pelo tomador, ou é gasta por ele e aparece como depósito

de seu fornecedor. Em todo o caso, cada novo crédito aumenta a massa de depósitos do conjunto dos bancos e, portanto, a massa do que os bancos podem emprestar, salvo é claro se os depositantes exigirem retirar seu dinheiro de forma líquida, quer dizer, em cédulas do Banco Central. Portanto, todos os créditos criam moeda: é a regra 'os créditos fazem os depósitos' (LIPIETZ, 1983, p.150-151).

O sistema está estruturado de forma que o Banco Central, emissor da moeda com poder liberatório, isto é, da moeda capaz de confirmar o valor das mercadorias na troca por seu valor equivalente, portanto, operadora da restrição monetária, funciona como retaguarda dos bancos de primeira linha. Emitindo créditos à produção, os bancos estão antecipando a validação dos valores ainda em processo. Através da operação de redesconto, os bancos transformam os créditos por eles emitidos em moeda do Banco Central.

Entretanto, em relação à renda monetária distribuída antecipadamente aos agentes engajados na produção que foi financiada, é possível que o valor trabalho socialmente necessário que foi gasto na atividade econômica objeto do financiamento seja diferente. Em outras palavras, pode ser que a emissão de crédito não seja bem fundada (VROEY, 1984). Nesse caso, o valor do retorno do investimento, o preço que vai alcançar o valor em processo quando de sua realização no mercado, pode ser insuficiente para o pagamento do empréstimo. Solução, o redesconto de liquidez. Acudido pelo Banco Central, o banco de primeira linha pode rolar⁹ a dívida do seu cliente, diferindo a realização das perdas no tempo, através da emissão de novos créditos.

A política monetária reduz-se, então, ao julgamento de quanto dos créditos emitidos será garantido pelo Banco Central. Lipietz chamou isso de "divisor monetário"¹⁰. Essa razão dá a dimensão do que Brunhoff (1978) chamou de "pseudovalidação social". Assumindo a forma monetária, os rendimentos funcionam como se já houvessem passado pelo salto mortal da mercadoria. Quem os receber somente saberá seu real valor quando for novamente trocá-los por mercadorias.

3.2 - A moeda-crédito e o valor

A forma que assume a relação monetária no fordismo cria uma nova situação para o vínculo entre moeda e valor. Em outro lugar (FARIA, 1988, 1992), apresentei a distinção entre valor e valor em processo e uma definição do valor da moeda. A

⁹ É interessante que, como o uso dessa expressão se generalizou tanto no Brasil, assim como a prática de permanente suprimento de liquidez pelo sistema financeiro, não é mais necessário pô-la entre aspas.

¹⁰ O conhecido multiplicador, responsável pela oferta monetária segundo os monetaristas mais quantitativistas, deveria ser tomado pelo que realmente é: a razão entre a massa monetária disponível e a base "controlada" pelo Banco Central, mas condizente com as necessidades dos negócios, determinada, ao fim e ao cabo, pelo dividendo da razão. É só ver como se calcula!

combinação das duas permite compreender em que ambiente se formam os preços e os rendimentos das economias contemporâneas. Na medida em que o valor da moeda não tem mais um referencial transparente, como a cotação do metal na vigência do padrão-ouro, seu conhecimento por parte dos agentes econômicos só é possível *a posteriori*. Tendo recebido uma soma monetária como resultado da venda de uma mercadoria de minha propriedade, só posso conhecer o valor dessa moeda ao utilizá-la como poder de compra, retornando à circulação. Antes disso, só posso ter indícios desse valor acompanhando a evolução dos índices de preços.¹¹

É claro que, em situações em que o valor da moeda não varie muito, a previsibilidade ou a probabilidade de um julgamento correto sobre o valor presente do dinheiro é relativamente alta. Da dimensão dessa probabilidade depende a estabilidade do sistema monetário e, por decorrência, do sistema de preços.

A endogeneidade da oferta monetária vai tornar disponíveis os rendimentos correspondentes ao valor do produto enquanto em elaboração. O crédito bancário será emitido em função do julgamento sobre o valor do valor em processo quando for ao mercado. Da definição do valor da moeda como equivalente trabalho,¹² tem-se que a fixação do seu valor depende desse julgamento. Quando houver coincidência entre a quantidade de meios de pagamento adiantada na forma de rendimentos e o tempo de trabalho socialmente necessário do produto, o valor da moeda permanecerá estável. Ora, como esses dois processos ocorrem com relativa autonomia, é sempre possível um "descolamento" entre rendimentos e valor. Uma vez que a prática do Banco Central é garantir a solvência do sistema, as perdas decorrentes da não-correspondência entre as duas magnitudes (o excesso de rendimento em relação ao valor) podem ser diferidas no tempo com novos créditos, que aumentam o volume de rendimentos disponível, repondo o problema. É por isso que a inflação é permanente. Essa situação, como diz Aglietta, (1986, p.308),

"(...) constitui a possibilidade formal da inflação. Com efeito, garantido o pagamento das dívidas bancárias, quando o pagamento efetivo por desintegração do dinheiro bancário e por extinção das dívidas não se produz, o Banco Central efetua uma **pseudovalidação social dos trabalhos privados**".

Essa é a resposta à pergunta-título do livro de Lipietz (1979): **Crise e Inflação, Por quê?**

¹¹ Mesmo numa economia completamente indexada, o valor da moeda só pode ser conhecido *a posteriori*. Para antecipá-lo, só "adivinhandando" o índice que resultará do período corrente. Essa incerteza atormenta todos os detentores de ativos financeiros no Brasil há já alguns anos.

¹² Ver Faria (1992).

3.3 - A restrição monetária e a inflação

O novo conteúdo da relação monetária do fordismo realizou uma modificação da sua restrição. Em lugar de ocorrer por ocasião do salto mortal da mercadoria, $M \rightarrow D$, foi deslocada para outro e posterior momento, $D \rightarrow M$. Como os rendimentos crescem a taxas que, em geral, são maiores que as taxas de crescimento do produto, as mercadorias são realizadas pela troca, mesmo na crise. A restrição monetária vai operar no momento do gasto do rendimento obtido com a venda. Então, seu valor pode não ser suficiente para comandar a mesma quantidade de trabalho socialmente necessário, representada pelas mercadorias que se pretende adquirir. Como diz Lipietz (1983, p.158):

"Nesse caso, se as relações de superfície não correspondem mais ao sistema de valores, quando tentarem comprar mercadorias com os rendimentos obtidos com a venda precedente, vão se aperceber, então, que a mesma soma de dinheiro compra menos mercadorias: **é a inflação que regula a contradição**. É a mesma coisa para os trabalhadores: não é mais seu salário nominal que varia largamente com a taxa de desemprego; o problema é deslocado para o poder de compra real, na transformação $D \rightarrow M$, que é, portanto, o lugar onde a contradição se exprime".

Adotando um procedimento de formalização para o estudo da trajetória das variáveis determinantes da formação dos rendimentos, por um lado, e do valor e do valor em processo, de outro, posso estabelecer uma explicação da inflação. Essas variáveis são salários e lucros, no caso dos rendimentos, e a produtividade, no caso do valor. Aglietta (1986), CEPREMAP (1977), Boyer e Mistral (1983) e Lipietz (1983), estudando esse comportamento para as economias líderes do fordismo, chegaram à conclusão de que a taxa de crescimento dos rendimentos foi maior que a taxa de crescimento do valor em todo o Pós II Guerra, tendo essa diferença se acentuado a partir da primeira metade dos anos 70, com a eclosão da crise do fordismo.

Isso ocorreu porque, de um lado, a taxa de salário (s_t) é função da variação anterior do nível de preços em geral, acrescida de ganhos de produtividade. Tende, portanto, a ser, no mínimo, igual à taxa de crescimento do valor. Já em relação aos lucros, diante de um comportamento anticíclico do *markup*, o resultado foi a fixação de valores para a taxa de lucro efetiva (r_t) diferentes de r^*_t , que seria o valor da taxa de lucro "transformada".¹³

O resultado foi o estabelecimento da seguinte desigualdade:

$$VA_t = L_t < VA_t = s_t L_t + r_t K_t.$$

¹³ Ver Faria (1991, 1992), onde o assunto está melhor desenvolvido.

Esse resultado implicou necessariamente uma mudança do valor da moeda definido como seu equivalente trabalho (FARIA, 1993), e que assumiu a seguinte situação:

$$ETM_t = \frac{s_t L_t + r_t K_t}{L_t} > ETM_{t-1},$$

onde ETM_t é o valor da moeda dado pelo seu equivalente em trabalho; s e r são a taxa de salário e a taxa de lucro; L e K são as quantidades de trabalho e capital empregadas; e L o trabalho abstrato socialmente necessário. VA e VA são o valor adicionado em valor e em preços (transformado) respectivamente; o subscrito t é indicador de período.

As contradições do desenvolvimento da acumulação intensiva sob a regulação monopolista, particularmente a forma institucional da moeda, a moeda-crédito, são "resolvidas" através da inflação. Uma vez que a corrosão dos rendimentos nominais pela elevação do nível de preços é um processo gradualista, assim como a desvalorização dos ativos, a manifestação da crise assume, nesse estágio da evolução do capitalismo (modo de desenvolvimento, como já foi definido), uma forma de manifestação diferente. Contrastando com a deflação, as falências e o desemprego em massa da Grande Depressão, por exemplo, a inflação e a intervenção do Estado amenizam os efeitos sociais da crise via seguro-desemprego, refinanciamento de empresas não competitivas, preservação de margens de lucro, etc.

4 - A moeda no Brasil

O desenvolvimento do modo de produção especificamente capitalista no Brasil, com a generalização do assalariamento apenas no último quartel do século XIX e a industrialização só tomando um impulso mais vigoroso após 1930, trouxe peculiaridades à formação das relações monetárias e financeiras de nossa economia. Durante a época colonial e o Império, a oferta de moeda era gerada pela conversão de parcela das receitas com exportação que circulava internamente como rendimentos a elas direta ou indiretamente relacionados. A determinação do valor da moeda, dada pela paridade cambial, era decorrente do volume de divisas *vis-à-vis* às necessidades dadas pela demanda por moeda para transações, conforme mostrou Celso Furtado (1959).

A formação de uma economia industrial, com centro dinâmico interno, vai mudar a determinação do valor da moeda e seu próprio padrão institucional. A oferta monetária, conduzida pelo Estado através do Banco do Brasil, duplê de Banco Central e banco de crédito e posteriormente coadjuvado por um sistema financeiro predominantemente estatal, responde às necessidades de propiciar liquidez às transações e, o que é decisivo, antecipar recursos para o financiamento dos projetos de investimento levados adiante diretamente pelo Estado ou por ele apoiados. Uma segunda função, importante a partir do final da II Guerra e intensificada por ocasião do Plano de Metas, é a de converter em moeda nacional capitais que aportavam ao

País, seja como empréstimos (Volta Redonda), seja como investimento direto (indústria automobilística).¹⁴

Essa estrutura pouco desenvolvida reduzia o sistema financeiro à função de emissão monetária por antecipação em relação à produção que aconteceria no futuro. Um mecanismo de realocação de poupança via difusão de posições de débito e crédito das unidades do sistema econômico, sejam famílias, empresas ou o próprio Estado, não existia.¹⁵ Suas limitações vão se fazer sentir agudamente na crise dos anos 60. Os estrangulamentos da estrutura produtiva que o diagnóstico estruturalista apontou, como em Rangel (1978), não encontravam um mecanismo de superação, pela inexistência de um sistema financeiro capaz de realocar o excedente entre os diversos ramos da economia. A reforma financeira que teve início em 1965 buscou dotar o capitalismo brasileiro das inovações presentes nos mercados do Primeiro Mundo, tendo em vista exatamente suprir essa deficiência. Entretanto, a estrutura então criada, diante das circunstâncias apontadas mais adiante, produziu uma tendência à especulação incontrolável e, como resultado, a ameaça constante da hiperinflação de meados dos anos 80 em diante.

4.1 - O desenvolvimento do sistema financeiro brasileiro

A forma de regulação monetária e financeira vigente no Brasil até a segunda metade da década de 60 produziu um processo inflacionário permanente, com taxas médias anuais significativamente maiores do que as da grande maioria dos países capitalistas industrializados. A antecipação de valores monetários que se distribuem no sistema econômico como rendimentos antes da realização do valor, cujo significado teórico foi discutido na seção anterior, se dava a um ritmo permanentemente superior à taxa de crescimento do valor. Um "sopro inflacionário" de tipo latino-americano. A exacerbação desse processo, no entanto, acabou por comprometer a estabilidade da relação monetária. Uma estrutura tributária arcaica, onde predominavam os impostos indiretos, forçava o Estado a abusar do expediente da emissão para financiar seu gasto, primeiramente de investimento, mas chegando até ao gasto corrente. O descolamento entre o ritmo de crescimento da massa de rendimentos e o do valor assume uma posição crítica no princípio dos anos 60. A aceleração inflacionária decorrente comprometeu a já precária estrutura financeira do País, ao corroer o valor real dos créditos, inviabilizando a captação.

¹⁴ Uma descrição mais detalhada desse processo está em CEPAL (1979).

¹⁵ O único mecanismo presente de maior significação, e mesmo assim pouco desenvolvido, era o que possibilitava a aplicação na atividade primária voltada à exportação de recursos acumulados pelo capital comercial ligado ao setor externo, muitas vezes, inclusive, sem a intermediação de instituições bancárias (FURTADO, 1959).

A reforma de 1965 buscou resolver o problema da captação ao instituir a correção monetária, protegendo os créditos da inflação. Ao mesmo tempo, a concentração que se processou com a formação dos grandes conglomerados tinha em vistas especializar diferentes setores dos grandes trustes financeiros no crédito ao capital de giro pelos bancos comerciais, ao consumo pelas financeiras e ao investimento pelos bancos de desenvolvimento.

A indexação dos ativos financeiros produziu o fenômeno que Conceição Tavares (1983) chamou, com felicidade, de "esquizofrenia do dinheiro". A economia brasileira passou a conviver com duas moedas. A moeda *stricto sensu*, o M1, servindo como unidade de conta e meio de pagamento, enquanto uma outra moeda, "financeira", cumpria a terceira função monetária, que é a de reserva de valor. Essa moeda que Conceição chamou de "moeda financeira" é formada pelas diversas modalidades de aplicações no mercado de títulos e valores, onde predominam os títulos públicos, como veremos mais adiante. Conforme a autora,

"Esta 'esquizofrenia' do dinheiro foi a forma histórica, especificamente brasileira, de resolver o problema da 'unidade das funções do dinheiro' em situação inflacionária crônica. Estas funções em geral só se 'separam' na crise quando se desfaz a unidade (...) entre as órbitas produtivas e a circulação financeira do capital" (TAVARES, 1983, p.134).

É justamente a conjuntura da segunda metade dos anos 70 que vai produzir essa dissociação da unidade entre as duas órbitas, a da valorização do capital produtivo e a da valorização do capital-dinheiro. É nesse momento, também, que a postergação da "cobrança violenta da unidade do processo de troca", função da crise na concepção de Marx, se traduz na aceleração da inflação, em aprofundamento da esquizofrenia do dinheiro, pois a desvalorização do capital que não é mais socialmente necessário nunca se realiza, protegido que está pelo mecanismo da indexação e pela especulação por este estimulada. Voltarei a esse ponto mais adiante.

Quanto às funções propriamente financeiras definidas pela reforma, a nova estrutura dos conglomerados foi capaz de bem desenvolver as duas primeiras, a dos bancos comerciais e a das financeiras. O financiamento de longo prazo, no entanto, precisou ser totalmente assumido pelo Estado, através do sistema público de bancos de desenvolvimento — liderado pelo BNDES, do sistema financeiro da habitação dirigido pelo BNH e, após sua extinção, pela Caixa Econômica Federal (único segmento a contar com alguma participação do setor privado) — e do sistema de crédito rural do Banco do Brasil. Em larga medida, esses sistemas de financiamento de longo prazo estavam sustentados por fundos públicos formados por repasses do Tesouro ou contribuições para-fiscais, como FGTS, FINOR, FINAME, FINSOCIAL, etc.

A criação do Banco Central, por seu lado, teve o intuito de instituir uma estrutura mais moderna de política monetária e de financiamento do gasto público, supostamente não inflacionária, por estar sustentada por títulos de longo prazo. A possibilidade de financiamento via emissão foi, no entanto, preservada como válvula de escape, através da movimentação da conta do Tesouro no Banco do Brasil, que só recentemente deixou de poder agir como autoridade monetária.

Aparentemente, o Brasil adentra a década de 70 com um sistema financeiro renovado, um instrumento contemporâneo de política monetária — com a peculiaridade da indexação financeira, saudada, à época, pelo "papa" monetarista Milton Friedman como criatividade a ser copiada pelo Primeiro Mundo.¹⁶ Dispunha o País, pois, de uma forma institucional de regulação monetário-financeira capaz de dar suporte ao desenvolvimento econômico. Entretanto, bastou o estreitamento da fronteira de acumulação do capital privado na segunda metade dos anos 70 para as instituições monetárias e financeiras se tornarem um amplificador de dimensões inimaginadas da crise na esfera da produção, inviabilizando qualquer mecanismo de retomada do ciclo de crescimento.

Para conseguir compreender essa situação, é preciso dar conta de duas condições que vieram se somar a essa institucionalidade da forma monetária brasileira. A primeira é o lugar ocupado pelo Estado no processo de acumulação de capital; e a segunda, em larga medida decorrente da primeira, é a sobrevivência de um processo de endividamento público — num primeiro momento junto ao Exterior e, depois, também interno — que criou um conjunto de restrições e condicionamentos, os quais acabaram por destruir a capacidade de o Estado fazer política econômica. É o que passo a examinar a seguir.

4.2 - Estado e financiamento

A estrutura de financiamento da economia brasileira é formada a partir do Estado. Isso vai além da tarefa tradicional dos estados industrializados no Hemisfério Norte, onde a participação das autoridades monetárias na gestão financeira se dá fundamentalmente no fornecimento da liquidez e, apenas de forma acessória, na oferta de crédito. De qualquer maneira, o ponto central não é a propriedade pública ou privada dos bancos. Como bem lembrou Francisco de Oliveira (1977), o traço marcante no Brasil é a origem dos fundos reunidos via sistema financeiro estatal, e também nos bancos privados, que servem de contrapartida ao investimento. Oliveira discorda de Conceição Tavares (1976), que via a formação de um capital financeiro no Brasil, nos moldes do que foi proposto por Hilferding. Há uma diferença importante: na Europa e nos Estados Unidos, o capital financeiro formou-se através da reunião em mãos das grandes corporações — concentradas e centralizadas — de fundos acumulados privadamente. No caso brasileiro, ressalta Oliveira que o que ocorreu após a reforma de 1965 "segue as pistas da sugestão de Ignácio Rangel" (1978, p.94). Rangel, em **A Inflação Brasileira**, não via possibilidade de o capital privado ser capaz de levar adiante a tarefa, apontando a necessidade de o Estado formar o capital financeiro através de fundos públicos. Um ensaio disso já fora feito na Presidência Goulart, quando inspirou o lançamento das primeiras LTNs. Nas palavras de Oliveira (1977, p.94),

¹⁶ Episódio lembrado por Tavares (1983) e hoje certamente de má memória para seu autor, depois que a indexação mostrou sua face mais perversa, a de mecanismo alimentador de uma especulação desenfreada.

"Ao invés de uma acumulação financeira privada, o Tesouro Nacional funciona como capital financeiro geral, como pressuposto do lucro privado. Essa inovação não pode sequer ser menosprezada, se se quer entender profundamente o caráter real da economia brasileira de hoje, as imbricações Estado-empresas numa etapa monopolista".

O resultado desse processo é a espetacular alteração da estrutura dos haveres financeiros no País, que, como pode ser visto na Tabela 1, assumiu contornos de Primeiro Mundo, com a predominância de haveres não monetários. Isto é, apenas aparentemente não monetários, pois, como será visto, por seu grau de liquidez, quase todos os haveres funcionam como moeda (FARIA, 1988, 1988a).

Dessa forma, além de seu papel na oferta de crédito diretamente, pelo predomínio dos bancos estatais na mesma (ver Tabela 2), o papel financeiro do Estado vai bem mais além. Ser o "pressuposto do lucro privado" significa dizer que o financiamento, mesmo o realizado por um banco privado, que dá partida à acumulação de capital e, portanto, à geração do lucro, só é possível a partir do Estado. Isso ocorre pela posição dos títulos públicos na estrutura do sistema, pois a formação dos fundos que são mobilizados para o crédito é feita pela metamorfose do capital-dinheiro em títulos públicos, ou, o que tem sido predominante, pela criação *ex nihilo* de fundos financeiros formados por títulos públicos.

Tabela 1

Composição dos haveres financeiros, em percentual do total,
no Brasil — 1967-1993

ANOS	MI	DÍVIDA FEDERAL (1)	POUPANÇA E DEPÓSITOS A PRAZO	OUTROS (2)	TOTAL % PIB
1967	73,8	11,4	3,7	11,2	-
1971	50,2	14,7	10,4	17,6	23,6
1975	40,0	18,0	24,7	20,5	28,0
1980	34,8	14,0	39,6	10,8	23,2
1981	25,7	23,3	41,5	9,5	23,5
1984	13,7	26,4	50,6	9,1	25,5
1986	29,4	23,3	40,3	7,0	29,8
1989	7,6	50,5	31,4	9,5	26,9
1991	12,6	24,2	40,1	22,8	24,0
1993 (3)	4,7	21,7	53,1	20,5	22,2

FONTE: BACEN.

(1) Inclui valores à ordem do BACEN. (2) Inclui dívidas de estados e municípios e FAF em 1991. (3) Valores até outubro.

Tabela 2

Composição do crédito no Brasil — 1980-1992

ANOS	DESTINO DO CRÉDITO		ORIGEM DO CRÉDITO AO SETOR PRIVADO	
	Ao Setor Público	Ao Setor Privado	Bancos Públicos	Bancos Privados
1980	17,5	82,5	55,1	44,9
1981	21,7	78,3	53,7	46,3
1983	28,2	71,8	52,1	47,9
1984	25,8	74,2	45,5	54,5
1987	28,6	71,4	58,4	41,7
1988	31,0	69,0	55,9	44,3
1989	25,3	74,7	53,0	47,1
1992	26,1	73,9

FONTE: BACEN.

E não é apenas em relação ao crédito que o capital-dinheiro se transforma em títulos públicos. Como a função reserva de valor é cumprida pelos haveres financeiros indexados; formados diretamente por títulos públicos, ou indiretamente lastreados nestes, todo o circuito do capital passa pela metamorfose em títulos públicos sempre que este for permanecer por mais do que um dia na forma dinheiro. Se se chamar de *D* a esses depósitos, o circuito do capital no Brasil passaria à seguinte forma:

$$D \rightarrow D \rightarrow M \rightarrow D' \rightarrow D'$$

Um ponto importante a frisar aqui é que o que é decisivo e determinante são as relações estabelecidas, muito mais do que a magnitude do fenômeno. Não fosse assim, seria impossível compreender por que a massa de haveres financeiros relativamente pequena do Brasil é capaz de impulsionar um processo especulativo que envolve completamente a economia nacional. O total de haveres financeiros como proporção do PIB aparece na Tabela 3, comparando o Brasil com outros países, onde se vê que, nos países mais desenvolvidos, aquela proporção era mais do que o dobro da brasileira em 1988.

Antes de apontar um problema, o exemplo japonês talvez indique justamente o contrário, que há insuficiência de intermediação financeira no Brasil, pois a abundância de haveres financeiros no país asiático é alavanca de uma taxa de investi-

mento das mais persistentemente altas do mundo capitalista. De qualquer forma, mesmo a redução drástica do volume de moeda financeira promovido pelo Plano Collor I — o total ainda se encontrava em 15,4% em agosto de 1991 (outros 4,9% ainda retidos no BACEN) — não foi capaz de eliminar a alimentação financeira da inflação. Isso só reforça o argumento de que é o *modus operandi*, e não o volume das transações financeiras e monetárias, que produz a tendência inflacionária brasileira.

Tabela 3

Haveres financeiros como proporção do PIB
em alguns países selecionados — 1988

PAÍSES	PARTICIPAÇÃO % no PIB
Brasil	29,8
Uruguai	36,3
África do Sul	52,1
Iugoslávia	50,3
Portugal	98,7
Espanha	65,3
Alemanha	64,9
EUA	66,3
Japão	177,4
Coréia do Sul	44,6

FONTE: BIRD.
BACEN (Brasil).

A compreensão da crise na relação entre Estado e sistema financeiro, que se havia estruturado na forma aqui descrita, vai possibilitar o desvendamento do processo inflacionário brasileiro. A origem da crise remonta a meados da década de 70. Suas razões vão ser encontradas na forma pela qual o Estado reagiu ao esgotamento da fronteira de acumulação de capital, que se dá a partir de 1974. Num estudo sobre vários países da América Latina, Tanzi (1990) apresenta uma periodização de seus ciclos de investimento, cujos dados para o Brasil aparecem na Tabela 4.

Tabela 4

Formação bruta de capital fixo (FBKF) como proporção do PIB no Brasil — 1970-87

PERÍODOS	FBKF EM % DO PIB	
	Privada	Pública
1970-74	18,4	5,6
1975-81	14,4	10,2
1982-87	11,1	6,7

FONTE: TANZI, Vito (1990). Política fiscal e reestruturação econômica na América Latina. *Revista Brasileira de Economia*, v.44, n.3, jul./set.

Na tentativa de sustentar o crescimento econômico, o Estado duplicou seu esforço de investimento no período 1975-81, compensando a redução da formação de capital do setor privado. Essa política foi apoiada por um processo de endividamento público bastante intenso¹⁷ e que acabou por comprometer a autonomia do Estado em relação ao sistema financeiro. O processo tem alguns elementos significativos. Em primeiro lugar, houve um claro exagero no endividamento externo, que levou a um acúmulo desnecessário de reservas ainda na primeira metade da década de 70.¹⁸ Em segundo lugar, a reversão nas condições do crédito internacional após o segundo choque do petróleo, com uma brutal elevação das taxas de juros. Em terceiro, a socialização da dívida externa, através do mecanismo de conversão em dívida para com o BACEN. Em quarto lugar, e decorrente do anterior, a criação de dívida interna para financiar a aquisição de divisas necessárias aos pagamentos externos, compradas com títulos públicos.¹⁹ Combinado a isso, em quinto, o financiamento do déficit das empresas

¹⁷ A carga fiscal foi declinante na segunda metade dos anos 70, bem como as tarifas e os preços das empresas estatais, contidos em níveis abaixo da inflação. Assim, as opções de financiamento reduziam-se ao endividamento.

¹⁸ Ver a respeito Cruz (1983).

¹⁹ Esse processo está descrito em Bontempo (1988).

estatais endividadas, em larga medida sem necessidade técnica, usadas que foram como recurso para "fechar" o balanço de pagamentos. Em sexto lugar, os limites impostos ao Brasil para o refinanciamento da dívida externa, cujas condições contratuais se tornaram inviáveis de serem cumpridas desde 1979, implicaram aumento de seus custos na forma de *spreads*, comissões e taxas de risco. Em sétimo lugar, a perda de receitas operacionais do setor público, tanto pela redução da carga tributária desde meados da década de 70 como das tarifas e dos preços das empresas estatais, utilizadas como elemento da política antiinflacionária.

O resultado desse conjunto de fatores aparece na Tabela 5, que apresenta a evolução das dívidas públicas, tanto interna como externa, ao longo da década de 80. O crescimento do montante da dívida de 35,5% do PIB em 1982 para 50,5% em 1989 deveu-se, predominantemente, ao crescimento da dívida interna²⁰ e ao crescimento da responsabilidade da Administração Direta nessa dívida.

Tabela 5

Dívida líquida do setor público, como percentual do PIB,
no Brasil — 1982-92

ANOS	INTERNA	EXTERNA	ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA	ESTATAIS	TOTAL
1982	12,81	22,73	14,83	20,71	35,54
1983	17,14	29,50	21,61	25,03	46,64
1984	19,53	30,77	25,60	24,70	50,30
1985	21,10	29,22	25,40	24,92	50,32
1986	18,60	30,36	25,22	23,74	48,96
1987	19,33	32,40	27,54	24,19	51,73
1988	19,33	31,74	27,76	23,81	51,57
1989	22,18	28,36	31,57	18,97	50,54
1990	16,50	20,20	23,50	15,20	36,70
1991	12,40	21,40	17,90	16,00	33,90
1992	15,60	16,80	17,60	14,80	32,40

FONTE: BACEN.

²⁰ O grande crescimento da dívida externa dera-se na década anterior.

Já a Tabela 6 mostra claramente o caminho do estrangulamento financeiro do setor público, através da redução de suas receitas²¹ e do aumento de seus encargos financeiros. Sobre estes últimos, três questões a serem notadas. Primeiro, a redução dos serviços da dívida externa de 1985 em diante é resultado da inadimplência e não de qualquer solução ou renegociação favorável. Segundo, os juros internos são os nominais²², conceito das Contas Nacionais, sendo seu valor, em larga medida, coberto pela colocação de novos títulos, provocando o que popularmente se chama de "efeito bola de neve". Em terceiro lugar, a redução substancial dos juros da dívida interna em 1990 e 1991 é resultado apenas temporário do confisco de cruzados novos do Plano Collor I, pois já em 1992 os custos da dívida voltam a crescer. Da mesma forma, os pagamentos ao Exterior foram retomados nos dois últimos anos da série, como resultado do acordo com os bancos credores, que deve estabilizar os serviços da dívida naquele patamar de cerca de 2% do PIB.

Tabela 6

Carga tributária e custo das dívidas interna e externa,
como percentual do PIB, do Brasil — 1978-92

ANOS	CARGA TRIBUTÁRIA	JUROS DA DÍVIDA INTERNA	SERVIÇO DA DÍVIDA EXTERNA
1978	25,7	2,1	7,8
1979	24,8	2,1	8,8
1980	24,7	1,9	8,5
1981	24,7	2,3	10,2
1982	25,3	3,3	11,1
1983	25,1	4,2	6,8
1984	21,8	6,3	6,4
1985	22,5	11,1	5,6
1986	25,4	10,7	5,5
1987	23,3	9,9	3,6
1988	21,9	16,1	6,9
1989	21,9	22,4	3,9
1990	27,2	15,1	0,7
1991	24,3	3,6	1,2
1992	24,9	9,3	1,9

FONTE: IBGE.
BACEN.

²¹ O ano de 1990 foi atípico, por efeito da tributação sobre os haveres financeiros retidos temporariamente. Nenhuma solução mais duradoura para o problema da carga tributária foi até o momento adotada.

²² A utilização do conceito nominal é polêmica. No entanto, como o efeito que examino aqui é produzido pela massa de operações financeiras em torno dos títulos públicos, sua magnitude só pode ser compreendida sob a ótica nominal.

O desdobramento desse quadro conduziu a uma situação em que o Estado se encontra prisioneiro de sua incapacidade financeira, submetido à vontade dos seus credores, internos e externos, quase repetindo — resta saber se como farsa ou como tragédia — a situação dos monarcas absolutistas do Ancien Régime, submetidos aos desejos dos comerciantes e banqueiros em razão de suas dívidas. Numa economia moderna, uma situação dessas conduz à paralisia dos instrumentos de política econômica pela incapacidade de o Estado, em razão de sua dívida, poder arbitrar condicionantes aos rumos da economia nacional. Como concluiu Souza (1991, p.295):

"Numa situação como esta não apenas é impossível qualquer política monetária como, se praticada, produz efeito exatamente inverso ao desejado: a tentativa de elevar os juros reais, por exemplo, apenas provoca mais inflação e maior déficit público e leva ao aumento (e não redução) da liquidez da economia. Esta deve ser novamente enxugada com novas emissões de títulos e maiores atrativos em termos de rentabilidade, liquidez e garantias, fechando-se assim um círculo vicioso realmente infernal".

Passo a seguir a, rapidamente, apontar as peculiaridades da forma institucional da moeda que criou o tipo brasileiro de moeda-crédito, baseada em títulos públicos.

4.3 - A moeda-crédito brasileira

A moeda-crédito, emissão de meios de pagamento pelos bancos, é a forma pela qual se realiza a endogeneização da oferta monetária nas economias capitalistas contemporâneas, desde o Pós II Guerra, tendo sua estabilidade assegurada pelo modo de regulação monopolista. Essa forma é responsável pela perenidade da inflação, uma vez que sanciona movimentos reativos dos agentes econômicos na fixação de preços crescentes diante de qualquer perturbação no rumo dos negócios. O argumento que defendo é que a emissão crescente de liquidez ao sistema econômico, resultado do estrangulamento financeiro do setor público, não é apenas sancionadora dos aumentos de preços, mas impulsionadora dos mesmos. O mecanismo foi também descrito por Paulo Renato de Souza (1991, p.294-295) como

"(...) aceleração inflacionária através do efeito **indutor** da taxa de juros. À medida que todos os ativos financeiros passam a ser líquidos e a distinção entre poupança e dinheiro já não pode ser feita, a taxa de juros **nominal** dos títulos públicos (incluindo, portanto, a parcela que corresponde à correção monetária) torna-se o sinalizador por excelência da inflação presente e indutor da inflação futura".

Isto é, a moeda-crédito brasileira é condição **permissiva** e **indutora** da inflação, ao associar a liquidez à remuneração financeira.²³

²³ Esse ponto está desenvolvido em Faria (1991).

A predominância de títulos públicos no mercado financeiro, desde a sua formação, associada ao processo de estrangulamento econômico do Estado, que tem início no final dos anos 70, conduziu à vigência de taxas de juros elevadas na economia brasileira. As dificuldades do maior tomador do mercado forçaram as taxas para o alto. No Brasil, entretanto, essa presença de juros elevados tem efeito contrário ao previsível pelos manuais de macroeconomia, fundamentados na experiência dos países desenvolvidos, onde a elevação dos custos dos empréstimos acabou por funcionar como inibidora da emissão de moeda-crédito na década de 80, reduzindo as taxas de inflação. Como as regras do jogo vigentes no mercado financeiro nacional acabaram por transformar todos os ativos em líquidos, a capitalização dos juros elevados só faz crescer a massa de ativos monetários da economia, além de acelerar sua velocidade de circulação.

Essa possibilidade tem origem na incapacidade de o Banco Central controlar a liquidez da economia. A necessidade de oferecer vantagens adicionais sobre novos títulos, que eram emitidos para refinar a dívida, acabou por desfazer os mecanismos de controle do BACEN, reduzindo-o a uma posição passiva. Em um levantamento global da situação dos instrumentos de política monetária na década de 80, Brandão (1991) vai apontar a possibilidade, instituída em 1979 pela Circular nº 466, de os bancos comerciais movimentarem diretamente suas reservas junto ao Banco Central — sacando diretamente contra elas na mesa de compensação, na chamada "zeragem automática" —, como instrumento privilegiado de manipulação da liquidez da economia por parte desses bancos, que, inclusive, passaram a usar essa condição como trunfo em sua relação com as outras instituições financeiras.

Nessa situação, o redesconto de liquidez, mecanismo através do qual os bancos centrais têm algum grau de restrição sobre a moeda — ao operarem o que Lipietz (1983) chamou de "divisor monetário" —, torna-se supérfluo. Tendo acesso direto às reservas do BACEN, os bancos comerciais é que acabaram por se apropriar do poder de "redescotar" em relação às outras entidades do sistema que a eles acorrem em busca de liquidez. A autoridade monetária apenas assiste à verdadeira "troca de chumbo" entre as posições das instituições financeiras; chumbo, aliás, fornecido pelo próprio Tesouro Nacional, através de seus títulos.²⁴

Essa ciranda financeira é que, de sancionadora de movimentos altistas de preços pela injeção permanente de liquidez na economia, se transforma em mecanismo propagador e acelerador da inflação, ao sinalizar custos crescentes, margens dilatadas e remunerações desvalorizadas *vis-à-vis* às taxas de juros. Como as taxas tendem a permanecer elevadas e a crescer em termos nominais para garantir uma margem real, aceleram o descolamento entre a moeda oficial, o cruzeiro, e a "moeda que paga juros", os depósitos remunerados. Quanto maior essa distância, maior a velocidade de variação dos preços, fixados em cruzeiros, e maior a inflação, pois os agentes precisam maxi-

²⁴ Uma avaliação desse mecanismo encontra-se em Carvalho (1991). A chamada "zeragem automática" foi extinta na gestão da Ministra Zélia Cardoso de Mello, sem, no entanto, gerar maiores consequências, na medida em que a liquidez geral do sistema permaneceu muito alta.

mizar seus ingressos em cruzeiros para fazer frente à valorização dos depósitos remunerados. A espiral inflacionária brasileira só será quebrada definitivamente, para além das interrupções momentâneas causadas pelos planos que se basearam em intervenções no mecanismo de mercado, quando toda essa institucionalidade monetária que gera essa "regulação inflacionária" for substituída por um outro instrumento monetário que possa dar estabilidade ao sistema de preços. É uma das tantas reformas que a sociedade brasileira está a aguardar, mas isso já é uma outra história.

Bibliografia

- AGLIETTA, Michel (1986). **Regulación y Crisis del Capitalismo**. México: Siglo XXI.
- AGLIETTA, Michel, ORLÉAN, André (1990). **A violência da moeda**. São Paulo: Brasiliense.
- BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL. (1993). Brasília, v.19, n.12, dez.
- BONTEMPO, Hélio (1988). O "gargalo externo": reflexões sobre o diagnóstico e proposições. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v.16, n.13.
- BOYER, Robert, MISTRAL, Jaques (1983). **Accumulation, inflation, crises**. Paris: PUF.
- BRANDÃO, Carlos (1991). ABC da política monetária para execução de programas de ajustamento macroeconômicos. **Revista Brasileira de Economia**. Rio de Janeiro, v.45, n. espec., jan.
- BRUNHOFF, Suzanne de (1978). **A moeda em Marx**. Rio de Janeiro: Paz e Terra.
- CARVALHO, Carlos E. (1991). Liquidez dos haveres financeiros e zeragem automática de mercado: uma crítica às posições de Pastore. ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 19., Curitiba. **Anais...** Curitiba: ANPEC.
- CEPAL (1979). O desenvolvimento recente do sistema financeiro da América Latina. In: SERRA, José, org. **América Latina: ensaios de interpretação econômica**. Rio de Janeiro: Paz e Terra.
- CEPREMAP (1977). **Approches de l'inflation: l'exemple français**. Paris. (mimeo).
- CRUZ, Paulo D. (1983). Notas sobre o endividamento externo brasileiro no anos setenta. In: BELLUZZO, L., COUTINHO, R., org. **Desenvolvimento capitalista no Brasil: ensaios sobre a crise**. São Paulo: Brasiliense. v.2.
- ECONOMIC OUTLOOK (1991). Paris: OECD, v.49, jul.
- FARIA, Luiz A. E. (1988). **La inflación brasileña y el dinero crediticio**. Barcelona, (Congrés Internacional sobre la Teoria de la Regulació; 16-18 jun.)

- FARIA, Luiz A. E. (1988a). Moeda e inflação numa visão marxista contemporânea. ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 16., Belo Horizonte. **Anais....** Belo Horizonte: ANPEC.
- FARIA, Luiz A. E. (1991). Quem corre mais: notas sobre a moeda e a formação de preços no Brasil. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v.12, n.2.
- FARIA, Luiz A. E. (1993). Retomando um velho tema: moeda e valor no capitalismo. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v.13, n.2.
- FURTADO, Celso (1959). **Formação econômica do Brasil**. Rio de Janeiro: Fundo de Cultura Econômica.
- HILFERDING, Rudolf (1973). **El capital financeiro**. Madrid: Tecnos.
- IBGE (1993). **Contas Nacionais do Brasil**. Rio de Janeiro. (mimeo)
- LIPIETZ, Alain (1979). **Crise et inflation, pourquoi?.** Paris: Maspero.
- LIPIETZ, Alain (1983). **Le Monde enchanté, de la valeur à l'envol inflationniste**. Paris: La Découverte.
- MANDEL, Ernest (1982). **O capitalismo tardio**. São Paulo: Abril Cultural (Os economistas).
- MARX, Karl (1983). **O Capital**. São Paulo: Abril Cultural, v.1, t.1.
- MINSKY, H. P. (1986). **Stabilizing and unstable economy**. New Haven and London: Yale University.
- MOLLO, Maria de L. R. (1987). Moeda e taxa de juros em Keynes e Marx. ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 15., Salvador. **Anais...** Salvador: ANPEC.
- OLIVEIRA, Francisco de (1977). **A economia da dependência imperfeita**. São Paulo: Graal.
- PERNOUD, Régine (1974). **Os Templários**. Lisboa: Europa-América.
- PESQUISA NACIONAL POR AMOSTRAGEM DE DOMICÍLIOS (1989). Rio de Janeiro: IBGE.
- RANGEL, Ignácio (1978). **A inflação brasileira**. São Paulo: Brasiliense.
- RELATÓRIO ANUAL DO BANCO CENTRAL DO BRASIL (1982/89). Brasília. v.18-19.
- RELATÓRIO SOBRE O DESENVOLVIMENTO MUNDIAL. (1992). Washington: BIRD.
- ROBERTSON, Dennis (1960). **A moeda**. Rio de Janeiro: Zahar.
- SILVA, Luiz A. S. (1987). Política monetária: Chicago, Keynes e pós-keynesianos. ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 15., Salvador. **Anais...** Salvador: ANPEC.

- SILVA, Salomão L. (1991). Sistema financeiro, participação na renda, funções e disfunções. In: CASTRO, Antônio B., org. **Distribuição de renda no Brasil**. Rio de Janeiro: Paz e Terra.
- SOUZA, Paulo R. (1991). A reforma monetária brasileira de 1990: origens e limitações. **Revista Brasileira de Economia**. Rio de Janeiro, v.45, n. espec., jan.
- TANZI, Vito (1990). Política fiscal e reestruturação econômica na América Latina. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v.44; n.3, jul.-set.
- TAVARES, M. Conceição (1976). **Da substituição de importações ao capitalismo financeiro**. Rio de Janeiro: Zahar.
- TAVARES, M. Conceição (1983). O sistema financeiro brasileiro e o ciclo de expansão recente. In: BELLUZZO, L., COUTINHO, R., org. **Desenvolvimento capitalista no Brasil: ensaios sobre a crise**. São Paulo: Brasiliense, v.2.
- VROEY, Michel de (1984). Inflation: a non-monetarist monetary interpretation. **Cambridge Journal of Economic**, v.8.

Abstract

A historical approach of the evolution of the forms of money is used to study brazilian inflation. Changes in the monetary relation are in the root of price instability in Brazil. The text starts from the origins and evolution of money and the determinants of money offer considered as endogenous. In another part it presents credit money as the monetary form under monopolist regulation in fordist economies and how it is a permitting condition to inflation. In the last part an specifically brazilian form of credit money is presented: bank deposits founded on Federal Bonds. Those financial assets result from public indebtedness and give the base to inflation in Brazil.