

# A inflação brasileira em perspectiva histórica

Paulo Neuhaus \*

1. Introdução; 2. O comportamento monetário de longo prazo; 3. O arcabouço econômico e institucional da política monetária brasileira; 4. Principais implicações da experiência inflacionária brasileira.

## Resumo

O artigo apresenta um panorama histórico da inflação, desde a metade do século XIX até o presente, combinando a análise da evolução dos meios de pagamento, da renda real e do nível de preços com uma discussão dos traços mais marcantes do arcabouço econômico, político e institucional subjacente à evolução da política monetária. Focaliza, também, a interação cíclica e secular entre o crescimento do estoque de moeda e o desempenho da renda nominal e real, e assinala os efeitos ambíguos da indexação.

## 1. Introdução

A teoria e política monetária foram uma entre as diversas áreas às quais Harry Johnson dedicou seu intelecto verdadeiramente renascentista. Sua atitude de monetarista não-dogmático é refletida neste fragmento de seu artigo *The problem of inflation*:

"The Keynesian position is that the real economy is highly unstable and that monetary management has both little relevance to it, and little control over it; the monetarist position, on the contrary, is that the real economy is inherently fairly stable but can be destabilized by monetary develop-

\* Professor da Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas.

ments which therefore need to be controlled as far as possible by intelligent monetary policy. The monetarist position — in this very general sense, which leaves open all the important scientific questions about how monetary impulses affect the economy and how money should be managed — seems to me the only alternative consistent with the facts (as distinct from the myths) of historical experience. And though I do not wish at this particular point to go into the empirical evidence in detail, I should remark that I have arrived at this judgement, not by dogmatic conviction, but out of a growing dissatisfaction with the explanatory power of the theories and the empirical results of the policies of Keynesian economics in which I was instructed during my youth at the two major centers of the revolution” (Johnson, 1975) .

Julguei, portanto, apropriado incluir neste *festchrift* póstumo uma visão histórica da inflação brasileira, especialmente tendo em vista que o Prof. Johnson foi um dos primeiros orientadores de minhas pesquisas nesta área, na Universidade de Chicago.

Apesar do esforço sistemático de estabilização de preços nos últimos anos, a inflação continua a ser um problema prioritário no Brasil e talvez assim persista no futuro.

Entretanto, em perspectiva histórica, a inflação é um fenômeno já secularmente estabelecido no Brasil (se bem que o passado esteja entremeadado de alguns períodos de relativa estabilidade de preços e até mesmo deflação).

Neste artigo pretendemos, justamente, levantar um panorama histórico da inflação desde a metade do século XIX até os dias de hoje. No próximo item descreveremos sucintamente o perfil do estoque de moeda, da renda real e da taxa de inflação nesse intervalo. O quarto item analisa os traços mais marcantes do arcabouço econômico, político e institucional que condicionou a evolução histórica da política monetária. Finalmente, o quinto item examina os efeitos seculares e cíclicos do crescimento monetário sobre a renda real e os preços, bem como os efeitos da indexação abrangente introduzida após 1964.

## 2. O comportamento monetário de longo prazo

No período 1840-1976, o estoque de moeda ( $M_1$ ) cresceu à taxa média de 11,4% ao ano, que pode ser considerada bastante alta conforme os padrões internacionais.<sup>1</sup>

Em termos de fontes seculares de expansão, o crescimento dos meios de pagamento é quase que exclusivamente dominado pelo crescimento da base monetária (96%), sendo que a propensão do público a manter moeda manual e os encaixes dos bancos comerciais tiveram participação relativamente pequena e em sentidos opostos (respectivamente de 13 e 5%) (dados de Pelaez & Suzigan (1976) para o período 1869-1965).

Contador & Haddad (1975) estimaram a demanda de moeda de longo prazo (1861-1970) no Brasil, segundo a reformulação moderna da Teoria Quantitativa da Moeda, concluindo pela existência de uma demanda secular de moeda bastante estável, com elasticidades inflação e renda de longo prazo, respectivamente, de  $-0,895$  e  $1,001$ . Procuraram, ainda, explicar a taxa de inflação dentro de um modelo neocuantitativista, obtendo resultados que revelam eloqüentemente a influência do crescimento dos meios de pagamento sobre a taxa de inflação. Assim, usando a regra-de-bolso da teoria quantitativa, através da qual a inflação estimada resulta da diferença entre as taxas de crescimento dos meios de pagamento e do produto real, ter-se-ia esperado, conforme essas estimativas, uma inflação secular de 9,7% ao ano, que deve ser comparada com a inflação efetivamente observada, de 10% ao ano.

Como pano-de-fundo dos itens seguintes, a tabela 1 apresenta um perfil do crescimento dos meios de pagamento, da renda real e do nível de preços nos principais subperíodos considerados.

Particularmente no que se refere ao período de pós-guerra, o estoque de moeda ( $M_1$ ) aumentou à taxa de 28,7% ao ano no período 1947-76, enquanto o nível de preços cresceu à média de 23,2%. Este foi um período de crescimento econômico acelerado, da ordem de 6,6% anuais em termos reais. Não obstante, devido à elevação gradual do custo de manter moeda (em virtude da aceleração do processo inflacionário), a velocidade-renda da moeda (PIB/meios de pagamento) cresceu à média anual de 1,1%.

<sup>1</sup> Segundo Friedman & Schwartz (1963), no período 1867-1960 o crescimento anual médio de  $M_1$  nos Estados Unidos foi de 5,4%, enquanto no mesmo período a média brasileira foi de 9,0%, ou seja, quase o dobro da média secular americana.

Tabela 1

## Taxas médias de crescimento anual (%)

Período	Moeda	Renda real	Preços
1869 - 1888	1,6	3,0	- 1,9
1889 - 1913	6,1	4,1	4,6
1914 - 1920	10,8	3,4	8,5
1921 - 1939	7,8	4,6	1,7
1940 - 1945	21,8	3,3	13,2
1946 - 1949	7,9	7,2	10,7
1950 - 1964	29,9	6,1	24,6
1965 - 1976	32,5	7,7	25,0

Fontes: Renda e preços — 1869-1913 e 1946-1949: Contador & Haddad (1975); 1914-1945: Haddad (1975); 1950-1975: *Conjuntura Econômica*.

Moeda — 1869-1971: Peláez & Suzigan (1976); 1972-1975: *Boletim do Banco Central do Brasil*.

O intervalo de pós-guerra pode ser subdividido em dois períodos básicos:

- a) 1947-64, de aceleração inflacionária, chegando às proximidades da inflação galopante em 1964;
- b) 1965-76, de redução gradualista do processo inflacionário (embora se notem sinais inquietantes de reaceleração da inflação desde 1974).

Tabela 2

## A inflação no pós-guerra, 1947-76

Período	Taxas de crescimento (%)		
	M <sub>1</sub>	P	Produto real
1947 - 1964	26,1	22,8	6,0
1965 - 1976	32,5	25,0	7,7
1947 - 1976	28,7	23,2	6,6

Fonte: M<sub>1</sub> — *Boletim do Banco Central do Brasil*.

Produto real (PIB) — Fundação Getúlio Vargas — IBRE.

Preços (deflator implícito do PIB) — Fundação Getúlio Vargas — IBRE.

### 3. O arcabouço econômico e institucional da política monetária brasileira

Não obstante a existência de uma paridade legal fixa entre o ouro e o mil-réis, decretada em 1846, a adesão ao padrão-ouro durante o Império foi inteiramente fictícia. Para todos os efeitos, vigorava um regime de taxas de câmbio flexíveis, livremente determinadas pelo mercado, que possuía a virtude de facilitar o ajustamento da economia às flutuações conjunturais da receita de exportação.

Dada a concentração da pauta de exportações em um número reduzido de produtos primários, e tendo em vista a importância do setor exportador no âmbito da parcela monetizada da economia, a não-adesão do Brasil ao padrão-ouro no século XIX nos poupou, sem dúvida, enormes custos sociais de ajustamento.

Em termos de instituições monetárias, o Império caracterizou-se por uma ambivalência de atitudes que ora favoreciam o monopólio governamental da emissão (quer através do Tesouro ou do Banco do Brasil), ora se inclinavam pela emissão descentralizada pelos bancos comerciais (imitando, neste aspecto, a experiência norte-americana).<sup>2</sup>

No seu apagar das luzes, o Império legou à República uma legislação que estabelecia a emissão bancária descentralizada, nos moldes americanos (a chamada Lei Ouro Preto). De certa forma, saía vitoriosa a corrente “papelista”, que advogava a criação de uma fonte mais “generosa” de aumento dos meios de pagamento, contrastando com a política monetária até então vigente, que vinha sendo extremamente frugal. Assim, no período 1869-88, o crescimento médio anual de  $M_1$  foi de 1,6% ao ano (computado a partir dos dados de Peláez & Suzigan (1976)). Mesmo com o crescimento modesto da renda real, exercia-se, inegavelmente, uma pressão deflacionária sobre a economia (as estimativas de Contador & Haddad (1975) indicam um crescimento médio anual de 3,0% do produto real e uma queda anual média de 1,9% do nível de preços neste período).

Por trás da opção pelo crescimento mais generoso dos meios de pagamento, via emissão bancária, estava a consciência da necessidade de “lubrificar” o processo de transição entre a escravidão e o trabalho assalariado bem como o de gerar certa euforia “desenvolvimentista” (onde a política

<sup>2</sup> O pano-de-fundo ideológico desta ambivalência de políticas era o debate incessante entre “metalistas” e “papelistas” (partidários, respectivamente, da emissão metálica com lastro-ouro e da emissão bancária), e o sempre precário equilíbrio da correlação de forças entre estes grupos.

monetária levemente inflacionária caberia manter um nível elevado de demanda global), que propiciasse o crescimento do incipiente setor urbano-industrial.

A fase inicial da República se associa, assim, ao chamado “encilhamento”, que nada mais é do que um breve episódio inflacionário e de forte especulação na Bolsa, decorrente da emissão liberal de moeda pelos bancos comerciais, e que traumatizou o público, acostumado à política monetária austera e à relativa estabilidade de preços.

A experiência pode ser resumida na tabela 3:

Tabela 3  
Taxas de crescimento (%)

Período	$M_1$	Preços	Renda real
1889	6,8	1,08	3,7
1890	99,2	27,83	0,5
1891	50,6	84,94	-3,0
1892	11,2	28,15	-2,1
1889 - 1892	26,1	28,3	-2,6

Fonte:  $M_1$  — Peláez & Suzigan (1976).

Preços e renda real — Contador & Haddad (1975).

Por outro lado, conforme observam Stanley Stein (1975) e Albert Fishlow (1972), está superada a concepção anedótica do “encilhamento” como simples fenômeno especulativo passageiro, já que o episódio deixou um saldo duradouro em termos do aumento da formação de capital e estímulo à capacidade empresarial.

Como reação pendular da opinião pública aoencilhamento e à política econômica tumultuada dos primeiros anos da República, realizou-se no período 1898-1906 um programa *ortodoxo* de estabilização econômica sob o comando dos Ministros da Fazenda Joaquim Murinho e Leopoldo Bulhões.

A austeridade da política *ortodoxa* teve, sem dúvida, conseqüências adversas, como a falência do Banco da República e a crise econômica de 1900. Entretanto, afastada a abordagem maniqueísta deste período, delineia-se um quadro mais avançado da estratégia Murinho/Bulhões, que

se configura como a conjugação de etapas de tratamento de choque e de gradualismo na estabilização, deixando um saldo não desprezível de realizações, dentre as quais o reescalonamento de dívida externa, a reforma tarifária de 1900, o aumento da eficiência da arrecadação e das despesas fiscais, a reorganização do Banco do Brasil em 1905 e inúmeras obras de infra-estrutura, como o saneamento e a reurbanização do Rio de Janeiro e o desenvolvimento dos transportes e comunicações.

O revezamento, no poder, entre “ortodoxos” (ou “metalistas”) e “desenvolvimentistas” (ou “papelistas”) tem, como pano-de-fundo, o debate entre as correntes econômicas deflacionistas, favoráveis ao retorno à paridade cambial arcaica de 1846, e os grupos que propunham a estabilização a uma taxa mais “realista”. *Grosso modo*, a corrente deflacionista era recrutada entre os grupos urbanos de classe média (profissionais liberais, funcionários públicos, operariado incipiente etc.), cujos salários se ajustavam com certa defasagem ao processo inflacionário, e em cuja “cesta de bens” consumidos tinham destaque os artigos importados. Por conseguinte, esse grupo encarava a deflação e a revalorização cambial como uma recompensa (ao menos transitória) à erosão de seu poder aquisitivo desde o encilhamento. Todavia, os adeptos da estabilização cambial provinham, essencialmente, das fileiras exportadoras e do empresariado industrial incipiente, aos quais a deflação e a revalorização cambial seriam lesivas (pelo menos durante a transição para um novo equilíbrio de preços e taxa de câmbio).

A problemática da estabilização cambial ligava-se diretamente ao movimento que propunha a intervenção governamental em apoio ao setor cafeeiro. Assim, a criação da Caixa de Conversão (que configura a primeira experiência de adesão às chamadas “regras do padrão-ouro”), em dezembro de 1906, é subsequente à assinatura do Convênio de Taubaté, firmado em fevereiro do mesmo ano pelos governadores dos três principais estados produtores de café: São Paulo, Minas Gerais e Rio de Janeiro. Argumentava-se que as práticas monopolísticas a serem implantadas pelo convênio,<sup>3</sup> bem como o influxo de empréstimos estrangeiros que viriam financiar a sua execução, originariam uma pressão tendente à revalorização cambial, o que iria neutralizar parte dos benefícios percebidos pelos cafeicultores por meio do programa de valorização do café. Daí a preocupação de conjugar o esquema cafeeiro com um mecanismo de sustentação da taxa cambial.

<sup>3</sup> O esquema de valorização do café procurava uma aproximação da “tarifa ótima”, embora talvez — como o burguês de Molière — *sans le savoir*.

Na prática, a adesão do Brasil ao padrão-ouro foi parcial, na medida em que apenas a emissão da Caixa de Conversão, realizada mediante o depósito de ouro ou divisas, era livremente conversível à taxa de 15 *pence* por mil-réis; a seu lado, existia ainda apreciável massa de moeda fiduciária inconversível, de emissão do Tesouro. O mecanismo cambial dependia efetivamente de um influxo contínuo de reservas estrangeiras. Assim, não deve causar surpresa o fato de a experiência de adesão ao padrão-ouro ter ruído fragorosamente com o desencadeamento da I Guerra Mundial, quando a crise do comércio exterior e a virtual paralisação do influxo de capitais estrangeiros levaram ao fechamento da Caixa de Conversão, em 1914, e ao retorno às “execradas” emissões de moeda inconversível pelo Tesouro. Esta seria, igualmente, a sorte da segunda experiência de adesão ao padrão-ouro com a Caixa de Estabilização a partir de 1926 e que soçobrou com a Grande Depressão de 1929/30.

Na década de 20, a política monetária brasileira foi fortemente influenciada pela doutrina do “crédito legítimo”, que teve, inclusive, reflexos na criação episódica de um banco central no período 1923-6.

De modo simplificado, a doutrina do crédito legítimo invoca a necessidade de se vincular a expansão dos meios de pagamento ao fornecimento de crédito às atividades produtivas legítimas. Depreende-se daí a necessidade da criação de um mecanismo monetário flexível, de preferência um banco central que articule a expansão monetária às necessidades da produção e não às necessidades de financiamento do déficit do Tesouro, como era até então usual no Brasil. Os partidários da doutrina recorriam a seu favor ao exemplo da criação do Federal Reserve System nos Estados Unidos, em 1914, e do Banco Central da Alemanha, que procuravam acomodar a circulação monetária às necessidades dos negócios, e propunham a imediata criação de um banco central no Brasil.

A doutrina do crédito legítimo (*real bills doctrine*) acha-se atualmente em descrédito, mas, conforme indica a análise de Friedman & Schwartz (1963), seus partidários naquela época não distinguiram com clareza os conceitos de base monetária e meios de pagamento. De fato, em um sistema monetário de reservas bancárias fracionárias, o comportamento do público, alterando os parâmetros do multiplicador monetário (basicamente as razões encaixe/depósitos e papel-moeda em poder do público/meios de pagamento), pode provocar alterações indesejáveis no volume de meios de pagamento, se a base monetária for fixa. O papel de um banco central seria, então, o de fornecer certa elasticidade à base monetária precisamente para evitar a elasticidade no total de meios de

pagamento (este argumento ignora a existência de crescimento econômico, na presença do qual o banco central deve também expandir os meios de pagamento numa proporção tal que, conhecida a elasticidade-renda da demanda de moeda, se mantenha a estabilidade de preços). Entretanto, segundo Friedman & Schwartz, a reivindicação de que o banco central deveria ter um comportamento pró-cíclico da oferta monetária, acomodando-a passivamente às necessidades dos negócios, era claramente falaciosa.

No Brasil, a campanha pela criação do banco central ganhou alento com a atuação de Homero Batista, presidente do Banco do Brasil durante 1914-8 e Ministro da Fazenda durante 1919-22. A seu ver, era preciso melhorar o controle monetário eliminando a interferência errática do Tesouro nesta área e transferindo a direção da política monetária para um banco central a ser criado através da reorganização do Banco do Brasil. Batista fundamentava-se em três ordens de consideração:

a) somente um banco central independente poderia regular a moeda e o crédito de acordo com as necessidades dos negócios; o Tesouro cumpria mal esta função, pois tinha múltiplas funções e seu critério principal de política monetária era o de financiar o déficit governamental, sendo, além disso, vulnerável a pressões políticas;

b) uma discussão bizantina enfatizava a qualidade e não a quantidade da emissão monetária; a moeda emitida pelo Tesouro seria artificial, pois circulava apenas por *fiat* legal, enquanto as emissões do banco central seriam lastreadas em riquezas reais tais como ouro, divisas e duplicatas oriundas de transações legítimas. Implicitamente, pois, um dado volume de emissão do banco central seria menos inflacionário do que a equivalente emissão do Tesouro, segundo este raciocínio;

c) somente um banco central poderia lançar as bases para o almejado retorno ao padrão-ouro; além disso, a maioria dos países civilizados já estava usando moeda emitida pelo banco central, e não pelo Tesouro.

A campanha pela criação de um banco central foi ainda reforçada pela propaganda favorável desenvolvida pela Liga das Nações (por exemplo, durante a Conferência Internacional de Bruxelas em 1920, e na Conferência Econômica Internacional de Gênova em 1922), bem como pela atuação concreta de seus peritos em vários países europeus.

O primeiro passo em direção ao estabelecimento de um banco central foi a criação da Carteira de Redescontos do Banco do Brasil, em novembro de 1920, munida do poder de emissão para o desconto de títulos decorrentes de transações comerciais legítimas. Entretanto, sua capacidade emissora estava sujeita a um teto máximo, fixado inicialmente em 100 mil contos. A Carteira teve atuação destacada no combate à recessão de 1920-1 (reflexo de um movimento cíclico idêntico ao que afligia a economia mundial), e no financiamento do terceiro programa de valorização do café (1921-4). Todavia, o movimento pela criação de um banco central não iria esmorecer, encontrando seu principal porta-voz na figura de Arthur Bernardes, que levantou a necessidade de uma autoridade monetária central como um dos pontos-chave de sua campanha presidencial.

Logrando eleger-se em 1922, Bernardes promoveu efetivamente a transformação do Banco do Brasil em banco central de porte semelhante ao do Banco Central Alemão, isto é, emitindo segundo a doutrina do crédito legítimo, com 1/3 do lastro em ouro e 2/3 em títulos comerciais. Infelizmente, a duração do experimento foi curta, de 1923 a 1926, já que o Presidente Washington Luís, disposto a retificar as funções do banco central (isto é, a criar um órgão que promovesse a plena e livre conversibilidade da circulação em ouro a uma taxa de câmbio fixa), decidiu suspender logo no início de seu Governo as atribuições de banco central conferidas ao Banco do Brasil no Governo anterior.

Washington Luís encarava essa medida como temporária, passando a se preocupar em ultimar as providências para a restauração de um banco central ortodoxo, já em 1928. A depressão mundial bloqueou-lhe o caminho, embora ainda em 1930 Washington Luís confiasse que seu sucessor eleito, Júlio Prestes, se apressaria a reabrir um banco central autêntico. Entretanto, o desdobramento da Grande Depressão e a Revolução de 1930 sepultariam até 1945 a idéia de uma autoridade monetária central, somente retomada com a criação da Sumoc (Superintendência da Moeda e do Crédito) após a adesão do Brasil ao sistema financeiro internacional de Bretton Woods; o banco central, propriamente dito, somente iria ser criado em 1965.

Encerrado o episódio fugaz do banco central em 1926, a preocupação do Governo voltou-se novamente para o retorno da economia ao padrão-ouro, encarado como condição *sine qua non* para um desenvolvimento econômico harmonioso e para a expansão das relações econômicas internacionais do País.

A Caixa de Estabilização, que em linhas gerais reproduzia a experiência da Caixa de Conversão de 1906-14, foi o órgão encarregado de assegurar a nova paridade, decretada segundo os cálculos do Governo, atendendo aos princípios da paridade do poder de compra. É interessante observar que o Presidente Washington Luís se inspirou, em grande parte, no programa de estabilização da França (país visitado por ele pouco antes de sua posse), bem como nas idéias econômicas de Gustav Cassel, perito em problemas monetários e cambiais de grande renome, na época, o ardoroso opositor da deflação como instrumento de retorno à estabilidade cambial.

A segunda adesão do Brasil ao padrão-ouro não teve melhor sorte do que a anterior, interrompida que foi pela Grande Depressão. É lícito afirmar que esse momento marca um rompimento radical com as políticas econômicas típicas da Primeira República e o início de uma atuação acen-tuadamente intervencionista do Estado na economia.

Um fato significativo e, ao que sabemos, pouco divulgado é o de que a recessão brasileira se antecipou ao colapso mundial de outubro de 1930, tendo começado essencialmente por volta de setembro de 1928, em virtude da iniciativa do Governo de empreender uma política defla-cionista.<sup>4</sup>

Essa constatação não elimina, obviamente, a importância do abalo sofrido pela economia com os acontecimentos mundiais de outubro de 1929, que se traduziu em profunda crise do setor exportador, a partir do qual a Depressão se alastrou ao resto da economia.

A experiência brasileira durante a Depressão tem recebido bastante atenção na literatura, especialmente após a publicação da obra de Celso Furtado (1956) que assinalou a originalidade da experiência brasileira no que se refere à recuperação relativamente precoce da crise, bem como à extensão proporcionalmente menor do desemprego e da contração da renda no Brasil em comparação com as principais nações industrializadas.

Segundo Furtado, a *performance* da economia brasileira deveu-se basicamente à política fiscal expansionista, inconscientemente keynesiana, adotada no financiamento da destruição de estoques de café pela criação de moeda. Essa colocação pioneira de Furtado, levantada quando as estimativas numéricas sobre a evolução econômica do Brasil ainda eram

<sup>4</sup> Esta política foi conduzida sob a liderança do Banco do Brasil e estava ligada à decisão governamental de apressar a reabertura de um banco central ortodoxo.

bastante incipientes, tem suscitado acalorados debates, que ainda se encontram em aberto.

Sem desconsiderar o impacto expansionista dos gastos governamentais ligados à política cafeeira, parece haver certo consenso de que a interpretação originalmente levantada merece ser qualificada em diferentes pontos, que destacaremos a seguir:<sup>5</sup>

1. Somente uma parcela das compras e destruições maciças de estoques de café pelo Governo foi financiada pela criação de moeda, sendo o restante financiado por impostos de exportação. Embora isto reduza um pouco a força do argumento original de Furtado sobre a política fiscal como instrumento da recuperação, o efeito líquido terá sido, entretanto, expansionista. Além disso, observou-se que:

a) sob as hipóteses usuais do teorema do orçamento equilibrado, deduz-se que um aumento das despesas governamentais financiado pelo aumento de impostos é, apesar disso, expansionista, embora o seja menos do que na alternativa de financiamento via criação de moeda;

b) dada a relativa inelasticidade da demanda externa por café, grande parte da incidência do imposto de exportação terá sido transferida para os consumidores estrangeiros.

2. Já em 1930, o estado de São Paulo conseguiu obter um empréstimo de 20 milhões de libras, que ajudou a suavizar a crise do setor exportador, sendo este o único empréstimo externo concedido pela praça de Londres no ano crítico de 1930. Todavia, um imposto de 5 *shillings* por saca de café foi decretado para financiar o empréstimo, reduzindo seu efeito expansionista sobre o setor cafeeiro.

3. O Programa de Reajustamento Econômico, mediante o qual o Governo federal socializou 50% das dívidas dos fazendeiros com os bancos comerciais, em 1934, constituiu uma importante medida anticíclica; embora o volume total de desembolsos tenha sido julgado relativamente pequeno por Villela & Suzigan, quando comparado com o tamanho médio do produto agrícola total (estimado em 1939), o impacto regional e setorial do programa não deve ser desprezado, considerando-se que 82,52%

<sup>5</sup> As principais qualificações ou extensões do argumento de Furtado sobre a experiência do Brasil durante a Depressão foram possibilitadas pelos trabalhos de Werner Baer, Albert Fishlow, Claudio Haddad, Carlos Peláez, Simão Silber, Annibal Villela e Wilson Suzigan, bem como por nossa obra: Neuhaus (1975).

das indenizações pagas até 1942 dirigiam-se aos principais estados responsáveis pela produção agropecuária (São Paulo, Rio Grande do Sul, Pernambuco e Minas Gerais) e que 86,18% das indenizações canalizavam-se para as atividades mais importantes (café, cana-de-açúcar e pecuária).

4. A política fiscal do Governo Vargas, embora inicialmente de porte ortodoxo, passou a apresentar fortes déficits orçamentários após 1930 em virtude da redução das receitas aduaneiras e de eventos exógenos como os gastos com a Revolução Constitucionalista de 1932 e as secas nordestinas do mesmo ano.

5. Um grau razoável de flexibilidade de preços e salários ajudou a amortecer o impacto da depressão, observando-se, por exemplo, níveis de desemprego considerados modestos em relação aos países industrializados. A forte desvalorização cambial também colaborou no processo de ajustamento, suavizando a queda da renda do setor exportador e estimulando a demanda por bens substitutos de importações.

6. O aumento das exportações não-tradicionais, como a do algodão (especialmente após 1933), teria aliviado bastante o setor exportador a braços com a crise cafeeira. Efetivamente, a participação relativa do café e do algodão no valor das exportações se alterou, respectivamente, de 71,7 e 2,1% em 1925-9 para 47,1 e 18,6% em 1935-9 (Peláez, 1971).

7. Parece razoável atribuir parte da precedência dos pontos de inflexão do ciclo brasileiro, tanto na queda como na recuperação, ao comportamento dos meios de pagamento, quando comparados com outras economias, como a dos Estados Unidos. De fato, tanto a contração como a expansão monetária começaram no Brasil antes que nos Estados Unidos. Observando que as estimativas recentes de Haddad permitem assinalar a recuperação do produto industrial a partir de 1931 e do produto total a partir de 1932, é interessante constatar que a economia americana também experimentou uma fraca recuperação no início de 1931, mas que foi logo superada pelo reinício da crise bancária e da contração monetária após março deste mesmo ano. Segundo Friedman & Schwartz, "talvez se esses sinais preliminares de recuperação (em 1931) tivessem sido seguidos de vigorosa expansão dos meios de pagamento, eles poderiam ter-se convertido numa recuperação auto-sustentada". (Friedman & Schwartz, 1963).

Tabela 4

A depressão mundial no Brasil e nos Estados Unidos — 1929-34 --  
taxas de crescimento (em percentagens)

Anos	Brasil			Estados Unidos		
	Moeda	PIB Real	Preços	Moeda	PIB Real	Preços
1929	- 5,7	1,1	- 3,6	0,1	6,0	0,3
1930	-14,7	-2,1	-12,4	- 5,3	- 8,9	- 3,8
1931	16,1	-3,3	-10,9	-11,7	- 5,9	-10,3
1932	18,2	4,3	1,5	- 6,9	-14,6	- 8,7
1933	- 3,3	8,9	- 2,0	- 3,0	- 2,9	- 1,4
1934	14,7	9,2	6,3	15,1	8,9	7,2

Fonte: Neuhaus, Paulo. *História monetária do Brasil, 1900-1945*.

Rio de Janeiro, IBMEC, 1975, tabela 14.

A nosso ver, a importância da política monetária como fator de recuperação da economia brasileira na década de 30 foi subestimada, em parte, em face da ausência, até data recente, de dados confiáveis sobre renda nacional e preços, e em parte em virtude da aceitação, pela maior parte da literatura, de modelos macroeconômicos que relegam a um plano inferior o papel da política monetária.

Apesar da ausência de coordenação do controle monetário no período anterior à criação da Sumoc, em 1945, o Banco do Brasil foi assumindo, a partir da década de 30, crescentes poderes que o levaram a atuar na área da política monetária e creditícia, bem como a servir de incipiente banco de desenvolvimento em apoio aos programas governamentais de fomento à industrialização e à agropecuária.

A Carteira de Redesconto do Banco do Brasil (Cared) foi reaberta em 1930 e suas operações de redesconto (de títulos comerciais privados e de papéis oriundos de financiamento da aquisição de estoques de café pelo DNC) passaram a ser importante fonte de variação da base monetária.

Outro instrumento importante de política monetária na década de 30 foi a Caixa de Mobilização Bancária (Camob), criada junto ao Banco do Brasil em 1932. Os bancos comerciais puderam, então, repassar à Camob os ativos cuja liquidação ficou comprometida pelos eventos da Depressão, recompondo, assim, sua posição de liquidez. A Camob passou

a ser, juntamente com a Cared, responsável por parte substancial da expansão da base monetária, dado que ela dispunha do poder de requisitar do Tesouro as emissões necessárias às suas operações.

Já no período do Estado Novo, quando se tornara iminente a possibilidade de uma conflagração mundial e quando o Governo demonstrava um redobrado interesse em fortalecer a industrialização e os investimentos em infra-estrutura e recursos naturais (inclusive por questões de defesa nacional), a atuação do Banco do Brasil foi fortalecida pela criação da Carteira de Crédito Agrícola e Industrial (Craei) em 1938.

A política monetária no período 1930-45 foi eminentemente pró-cíclica, inspirada na doutrina do “crédito legítimo” e endossando, assim, a falácia de que as emissões destinadas a financiar “atividades produtivas” não teriam efeito inflacionário.

O financiamento das despesas de guerra via criação de moeda e a adoção de medidas inócuas para conter os efeitos da inflação (lastro-ouro para emissão de moeda, controles de preços etc.) fizeram com que a taxa de inflação voltasse a superar consistentemente, a partir de 1941, a marca dos 10%, depois de um longo período (desde meados da década de 20) de relativa estabilidade de preços ou mesmo deflação.<sup>6</sup>

A preocupação com o recrudescimento da inflação e a falta, até então, de uma instituição que coordenasse a política monetária motivaram a criação da Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc) em 1945.

O Brasil havia acabado de associar-se aos recém-criados Fundo Monetário Internacional e Banco Mundial e, dentro do espírito dessa afiliação, esperava-se que a Sumoc pudesse preparar, num futuro próximo, as bases para a criação de um Banco Central.

Dentre as principais funções atribuídas à Sumoc, destacavam-se: a) decidir sobre a necessidade de emissões de moeda e requisitá-las ao Tesouro; b) servir como depositário das reservas legais dos bancos comerciais; c) regular as taxas de juros bancários e de desconto; d) operar no mercado aberto com títulos do Governo; e) supervisionar os empréstimos da Carteira de Redescontos e da Camob aos bancos comerciais; f) regular a indústria bancária em geral.

Infelizmente, apesar de estar munida, pelo menos teoricamente, de um leque de atribuições que lhe permitiriam funcionar como verdadeira

<sup>6</sup> Salvo menção contrária, as referências à taxa de inflação anteriores a 1947 baseiam-se no deflator do PIB estimado por Haddad (1974).

autoridade monetária, a Sumoc foi apenas um dos diferentes vetores que influenciavam o resultado final da política monetária.

Sua ligação “incestuosa” com o Banco do Brasil (a quem cabia executar as diretrizes emanadas da Sumoc), freqüentemente desvirtuava a condução da política monetária. Assim, por exemplo, o Banco do Brasil, ao invés de esterilizar as reservas nele depositadas pelos demais bancos comerciais, à ordem da Sumoc, simplesmente tratava essas reservas da mesma forma que os depósitos comuns do público, utilizando os recursos assim obtidos para expandir, rotineiramente, suas operações ativas.

Dessa forma, ao invés de serem poderosos instrumentos de política monetária, os depósitos compulsórios passavam a ser apenas uma ficção contábil. O seu único efeito econômico era o de remanejar a composição dos empréstimos ao público concedidos pelo Banco do Brasil e pelos demais bancos comerciais, ampliando relativamente aqueles e contraindo relativamente estes, mas deixando inalterado o total.

Além disso, apesar dos esforços piedosos da Sumoc para disciplinar o crescimento dos meios de pagamento nas décadas de 50 e 60, esta instituição acabava sendo levada de roldão na ânsia do Governo em implementar políticas econômicas desenvolvimentistas freqüentemente financiadas pela emissão de moeda.

Na verdade, desde 1942 o Governo havia pretendido colocar um dique contra o processo inflacionário proibindo solenemente as emissões de moeda para financiar o déficit do Tesouro (o único canal “legítimo” de expansão monetária, dentro do espírito falacioso da *real bills doctrine*, seriam as emissões da Camob e Cared destinadas ao “crédito produtivo”). Entretanto, na prática, este mecanismo foi ostensivamente ignorado pelo Tesouro até 1964, quando a legislação de 1942 foi revogada com a criação do Banco Central.

O tesouro, tipicamente, sobregirava em sua conta no Banco do Brasil, provocando, assim, emissões extraordinárias da Carteira de Redesconto, as quais eram legalizadas pelo Governo, periodicamente, através de legislação especial.

O clássico debate na literatura monetária entre *rules* (regras impessoais) e *authorities* (poder discricionário das autoridades monetárias) teve, na verdade, um desfecho peculiar no Brasil, no período anterior à criação do Banco Central em 1965: não só não existiam *rules* como também não existiam *authorities* (de fato, embora existissem de direito).

Assim, a política monetária era conduzida até 1965 como um navio à deriva, ao azar das tempestades ou ventos que sopravam, conforme o estado do déficit orçamentário federal.

A aceleração do processo inflacionário no período 1949-64 decorreu, essencialmente, da conjugação de uma política desenvolvimentista ambiciosa, que exacerbava as despesas governamentais, com a dificuldade de dinamizar, *pari passu*, a arrecadação fiscal, e a virtual inexistência de mecanismos não-inflacionários de financiamento do déficit orçamentário.

Outras fontes de pressão para o aumento de base monetária foram as operações governamentais no mercado cafeeiro, bem como a expansão do crédito bancário ao setor privado.

Quanto a este último item, as origens do processo remontam às idéias falaciosas da *real bills doctrine*, segundo as quais a expansão do crédito às atividades produtivas nunca é inflacionária. Além disso, dada a incipiência do mercado de capitais não-bancário, os bancos comerciais acabavam sendo praticamente a única fonte de financiamento às empresas. Criou-se, assim, um verdadeiro círculo vicioso: o aumento excessivo do crédito gerava a inflação; o crescimento do mercado acionário ficava inibido especialmente devido à política fiscal que estimulava as empresas ao endividamento e não à emissão de ações; o mercado de títulos de renda fixa era penalizado pela conjugação da inflação com a Lei da Usura. Não restavam, pois, alternativas para financiar as empresas exceto o crédito bancário, mas o seu abuso gerava inflação, que realimentava o círculo vicioso.

Na medida em que a persistência da inflação asfixiou o crescimento do sistema financeiro não-bancário, tornou-se também mais delicada a tarefa de promover uma política monetária de estabilização de preços a curto prazo, pois a redução abrupta da taxa de crescimento dos meios de pagamento e do crédito ao setor privado colocava em xeque a solvência do setor privado e afetava negativamente a oferta global. Daí surgiu a opção pelo combate gradualista à inflação após 1964.

Na década de 50 chegou-se a elaborar, em 1958, um Programa Nacional de Estabilização comandado pela equipe de Lucas Lopes, mas o seu abandono em 1959, em virtude da impopularidade das medidas profistas, assinalou a aceitação tácita pelo Governo da inflação galopante, que chegou à taxa anual de 144% no primeiro trimestre de 1964.<sup>7</sup>

<sup>7</sup> No período 1959-64 houve vários programas esporádicos de estabilização cuja sorte, entretanto, não foi melhor que a do Programa de Lucas Lopes.

A partir de 1964, o controle da inflação passou a ser uma das principais metas da política econômica. Adotada a opção gradualista, e identificada a inflação como fenômeno eminentemente monetário, procurou-se reduzir gradativamente a taxa de expansão dos meios de pagamento, particularmente atuando sobre o crescimento da base monetária, que é o principal instrumento de controle governamental sobre o estoque de moeda.

A primeira providência foi a de reduzir a pressão do déficit orçamentário como principal fonte, até então, de expansão da base. Além de subjugar o déficit por meio da manipulação da política fiscal, criaram-se mecanismos de financiamento não-inflacionário do déficit mediante a venda ao público de títulos governamentais indexados.

A promulgação, em 1965, da Reforma Bancária também foi elemento importante no pacote de medidas de estabilização. A Sumoc foi extinta com a criação do Banco Central e do Conselho Monetário Nacional, a quem caberia comandar, daí em diante, a política monetária. O Banco Central passou a programar a expansão anual dos meios de pagamento através do Orçamento Monetário, que visa compatibilizar o crescimento do estoque de moeda com as taxas esperadas de crescimento dos preços e do produto real. Além disso, ampliou-se o leque de instrumentos de política monetária mediante a implementação de operações de mercado aberto (*open market*) em títulos federais de curto prazo (LTN).

Por outro lado, foram criados, depois de 1964, inúmeros mecanismos para neutralizar ou reduzir as sérias distorções alocativas e distributivas provocadas pelo processo inflacionário. A Lei da Usura foi tacitamente revogada e a indexação (ou "correção monetária") passou a ser amplamente praticada numa gama de contratos tais como haveres e obrigações financeiras, cláusulas salariais, aluguéis, obrigações fiscais etc. Em termos cambiais, o princípio da indexação reflete-se na política de minidesvalorizações adotada após 1968, através da qual o câmbio passou a ser desvalorizado pela diferença entre a inflação doméstica e a inflação mundial.

Em termos de pressões sobre o crescimento da base monetária o déficit orçamentário perdeu o seu lugar de destaque depois de 1965, passando o crédito ao setor privado e (durante alguns anos) a acumulação de reservas cambiais a serem as principais fontes de aumento da base.

O esforço de contenção inflacionária desde 1964 tem sido inegável conforme a tabela 5.

Entretanto, o recrudescimento da inflação desde 1974 indica que o problema ainda é grave. Quaisquer que sejam as defasagens na atuação

Tabela 5  
Política monetária, 1965-1976

Anos	Taxa de crescimento	
	M <sub>1</sub>	Nível geral de preços (IPA)
1963	71,3	78,0
1964	84,5	87,8
1965	52,4	55,4
1966	27,2	38,8
1967	43,6	27,1
1968	35,8	27,8
1969	30,4	22,3
1970	27,3	19,8
1971	32,7	20,4
1972	38,0	17,0
1973	47,0	15,1
1974	33,0	28,7
1975	43,0	27,7
1976	37,0	46,3
1965-76	32,5	25,0

Fonte: M<sub>1</sub> — 1963-1969: Peláez & Suzigan (1976); 1970-1976: *Boletim do Banco Central do Brasil*.  
Nível geral de preços: IPA; Disponibilidade interna: *Conjuntura Econômica*.

da política monetária, e mesmo admitindo-se a justaposição ao processo inflacionário (essencialmente oriundo do lado da demanda) de eventuais pressões de custos (alta do preço do petróleo, elevação de tarifas, “acidentalidades” de preços domésticos etc.), não há como escapar à realidade de que, a médio prazo, a batalha contra a inflação terá de ser travada no âmbito de taxas mais moderadas de crescimento dos meios de pagamento, compatíveis com o crescimento secular do produto e com uma inflação secular socialmente aceitável (talvez da ordem de 10 a 15%).

#### 4. Principais implicações da experiência inflacionária brasileira

##### 4.1 Inflação e crescimento econômico

Conforme já assinalamos anteriormente, o trabalho de Contador & Haddad (1975) confirmou, em termos seculares, as previsões da Teoria Quantitativa da Moeda praticamente em seu enfoque mais ortodoxo. Assim, para

o período 1862-70, a inflação observada foi quase que exclusivamente explicada pela diferença entre as taxas de crescimento do estoque de moeda e do produto real.

Outros estudiosos da inflação brasileira concordam também com a covariância básica, em termos cíclicos e seculares, entre a renda monetária, o nível de preços e o estoque de moeda.<sup>8</sup>

Por outro lado, a experiência brasileira confirma também o postulado clássico da “neutralidade” da moeda a longo prazo, em relação ao produto real.

Conforme pode-se observar na tabela 6, o Brasil atravessou toda uma série de combinações de taxas altas e/ou baixas de crescimento do produto real, com taxas, baixas e/ou altas de expansão monetária.

Assim, houve períodos de inflação, com queda de renda real (1892-

Tabela 6

Taxas médias de crescimento anual (%)

Período	Moeda	Produto real	Preços
1862-1871	10,2	3,6	2,3
1872-1881	1,3	1,5	0,0
1882-1891	11,4	2,1	7,9
1892-1901	-1,8	-2,4	5,8
1902-1911	5,9	3,4	-2,7
1912-1921	9,4	4,1	3,8
1922-1931	5,5	3,9	2,3
1932-1941	9,6	5,1	4,2
1942-1951	18,5	5,5	12,5
1952-1961	24,5	7,0	18,3
1962-1964	54,0	3,2	54,8
1965-1966	37,3	3,8	38,5
1967-1976	31,6	8,4	22,3

Fontes: Moeda: 1862-1966: Peláez & Suzigan (1976); 1967-1975: *Boletim do Banco Central do Brasil*. Produto real: 1862-1901: Contador & Haddad (1975); 1942-1951: Contador & Haddad (1975); 1902-1941: Haddad (1974); 1952-1975: Fundação Getulio Vargas — IBRE. Preços: 1862-1911 e 1942-1951: Contador & Haddad (1975); 1912-1941: Haddad (1974); 1952-1975: *Conjuntura Econômica*.

\* Veja Peláez & Suzigan (1976, p. 370).

1901); de deflação, com expressivo aumento de renda real (1902-11); de rápido crescimento com relativa estabilidade de preços (1932-41); de rápido crescimento com aceleração inflacionária (1952-61); de estagnação com inflação galopante (1962-4); de crescimento econômico muito acelerado durante um programa de estabilização de preços (1967-74); e assim por diante.

#### 4.2 Efeitos de longo prazo da indexação

A introdução da indexação generalizada de contratos na década de 60, como forma de reduzir as distorções mais grosseiras provocadas pelo processo inflacionário, provavelmente debilitou o ânimo do Governo e do público para se engajarem num esforço decisivo visando alcançar a estabilidade de preços. Em outras palavras, patamares de 10 a 15% de inflação anual provavelmente seriam hoje em dia tomados pelo público como perfeitamente aceitáveis a longo prazo.

Sem elaborar a respeito dos conhecidos *trade-offs* de curto prazo que a batalha para chegar à estabilidade de preços envolveria (tomando como hipótese que o exercício consiste em reduzir a zero uma inflação que se tenha estabilizado ao redor de 10% a.a.), queremos apenas lembrar um ponto talvez óbvio: a indexação generalizada reduz mas não elimina completamente as distorções provocadas pela inflação.

Por um lado, mesmo que isto fosse desejável, é virtualmente impossível generalizar a indexação para a totalidade dos contratos. Por outro, a própria generalização da indexação introduz uma rigidez indesejável na estrutura de preços relativos, impedindo que eles se realinhem com a rapidez necessária para garantir a eficiência e a equidade na economia.

Além disso, a própria administração dos sistemas de indexação e de controle de preços gera uma parafernália de controles burocráticos perfeitamente dispensáveis. A escolha do índice apropriado de correção monetária e o seu cômputo passam também a adquirir conotações políticas e a absorver uma quantidade desproporcional de energia das autoridades econômicas e dos grupos sociais envolvidos nos respectivos contratos indexados.

Finalmente, é sabido que a psicologia inflacionária tem efeitos econômicos indesejáveis, como os de dificultar o cálculo econômico, encurtar o horizonte de planejamento dos poupadores e investidores, estimular investimentos especulativos de baixa produtividade marginal social, e inibir o fortalecimento do mercado acionário.

### **Abstract**

This paper presents an historical overview of Brazilian inflation, since the middle of XIX Century to present date. The analysis is based on the historical path of the money supply, real income and general price index, taking into consideration the political and institutional background under which the monetary policy was conceived. The paper also deals with the cyclical and secular trend relationship between the growth of the money stock and the real and nominal income, pointing out the ambiguous effect of the indexation.

### **Bibliografia**

Contador, Claudio & Haddad, Claudio. Produto real, moeda e preços: a experiência brasileira no período 1867-1970. *Revista Brasileira de Estatística*, jul./set. 1975.

Fishlow, Albert. Origins and consequences of import substitution in Brazil. In: Di Marco, Luis Eugenio, ed. *International economics and development*. New York, Academic Press, 1972.

Friedman, Milton & Schwartz, Anna J. *A monetary history of the United States, 1867-1960*. Princeton University Press, 1963.

Furtado, Celso. *Formação econômica do Brasil*. Rio de Janeiro, Fundo de Cultura, 1956.

Haddad, Claudio. Growth of Brazilian real output, 1900-1947. Tese de doutorado, Universidade de Chicago, 1974.

Neuhaus, Paulo. *História monetária do Brasil, 1900-1945*. Rio de Janeiro, IBMEC, 1975.

Peláez, Carlos M. Análise econômica do programa brasileiro de sustentação do café, 1900-1945. *Revista Brasileira de Economia*, out./dez. 1971.

——— & Suzigan, Wilson. *História monetária do Brasil*. Rio de Janeiro, IPEA/INPES, 1976.

Stein, Stanley J. *The Brazilian cotton manufacture: textile enterprise in an underdeveloped area, 1850-1950*. Cambridge, Harvard University Press, 1957.