

A moeda, o crédito e o financiamento da produção

FLÁVIO AZEVEDO MARQUES DE SAES

MOEDA E CÂMBIO são temas que estiveram presentes na história econômica do Brasil desde a constituição do Estado Nacional. As crises monetárias e cambiais vêm acompanhando a vida econômica brasileira praticamente desde a Independência e têm exigido constante reflexão por parte dos responsáveis pela política econômica. Podemos lembrar alguns autores que publicaram obras sobre temas monetários desde meados do século XIX: Souza Franco, Amaro Cavalcanti, J. Wileman, Vieira Souto, Pandiá Calógeras, Inglês de Souza, Pires do Rio, Antonio Carlos Ribeiro de Andrada, Ramalho Ortigão, entre outros. Embora freqüentemente fundada nas teorias monetárias contemporâneas, essa ampla produção respondia essencialmente às questões propostas pela política monetária e cambial. Não se tratava, portanto, de uma reflexão sistemática sobre teorias e políticas monetárias, talvez como reflexo da ausência de cursos superiores de Economia no Brasil. Somente havia cadeiras de Economia Política nas escolas de Direito e de Engenharia, mas com uma orientação teórica mais geral.

Em 1931, por decreto de Getúlio Vargas, foi autorizada a criação de cursos superiores de Economia e Finanças que concediam o diploma de bacharel em Ciências Econômicas. Outro decreto de Vargas, de 1945, equiparou o *status* dos cursos de Economia ao de outros cursos universitários (como Medicina, Engenharia e Direito), cabendo ainda lembrar que em 1951 foi regulamentada a profissão de economista no Brasil. Portanto, parece razoável admitir que nos anos 30 e 40 se registrou tendência ao estudo sistemático de Economia em instituições de ensino superior, ao mesmo tempo em que a profissão de economista ganhava algum reconhecimento social.

Com a consolidação dos cursos de Economia, a produção de trabalhos sobre temas econômicos se acentuou. Se até então prevalecia a publicação de manuais de Economia para as faculdades de Direito e de Engenharia (geralmente inspirados em obras estrangeiras do século XIX) e de outras de caráter polêmico sobre a política econômica, agora começava a haver uma produção mais específica para os cursos de Economia, indo além dos manuais gerais de Economia Política. Do mesmo modo, apareceram as primeiras revistas de Economia com caráter mais acadêmico: em São Paulo, no ano de 1939, a *Revista de Ciências Econômicas*, publicada pela Ordem dos Economistas de São Paulo, e em 1947, a *Revista Brasileira de Economia* da Fundação Getúlio Vargas do Rio de Janeiro. Desse modo,

entendemos que já nos anos 40 foi possível observar a emergência de uma atividade intelectual de natureza substancialmente distinta daquela anterior a 1930. Embora não pudesse ainda ser comparada à dos maiores centros internacionais do pensamento econômico, demonstrava esforço e preocupação quanto ao caráter da disciplina enquanto ciência, e também no sentido de maior atualização diante das contribuições dos principais economistas estrangeiros.

A produção dos anos 50 e 60 parece, pois, delineada nos quadros intelectuais dados pelo avanço das faculdades de Economia, sem ignorar, no entanto, que os embates de política econômica continuavam a atrair inúmeras contribuições de “economistas práticos”, nem sempre vinculados a essas faculdades.

No final dos anos 60 um novo evento veio alterar a natureza das contribuições ao pensamento econômico brasileiro: o estabelecimento dos cursos de pós-graduação em Economia, em particular dos cursos de mestrado da Fundação Getúlio Vargas (RJ) e do Instituto de Pesquisas Econômicas da Faculdade de Ciências Econômicas e Administrativas da Universidade de São Paulo. Na década de 70 os cursos de mestrado disseminaram-se por outros centros universitários brasileiros, tendo sido criados também os cursos de doutorado no país. Como resultado, houve a multiplicação do número de trabalhos acadêmicos de Economia e, sem dúvida, uma mudança em sua natureza a partir das exigências formais implícitas nesses cursos. O intercâmbio com o exterior intensificou-se por meio da presença de professores estrangeiros nessas instituições, e também pelo crescente número de brasileiros que passaram a fazer cursos de mestrado e doutorado fora do Brasil. Novas revistas de Economia foram criadas, concentrando a produção de caráter mais formal, com crescente sofisticação técnica, ao passo que as questões polêmicas buscavam outras formas de divulgação (principalmente por meio de livros e coletâneas, mas também em periódicos dirigidos a um público maior, como as revistas de atualidades ou de negócios, ou mesmo a imprensa diária). Em suma, o debate econômico alcançou a opinião pública, embora o fizesse sem o rigor e a sofisticação das publicações acadêmicas.

A produção brasileira sobre moeda, crédito e financiamento está marcada pelas tendências mais gerais acima delineadas. Para definir temas e problemas centrais nessa literatura procuramos levantar a produção sob a forma de livros publicados no Brasil e de artigos nas principais revistas de Economia (*Revista Brasileira de Economia, Estudos Econômicos, Pesquisa e Planejamento Econômico e Revista de Economia Política*). Evidentemente, não pretendemos ter identificado tudo o que se publicou sobre esse tema. Nos limites deste artigo, as referências serão apenas a algumas obras e artigos considerados de especial importância. Perdemos que eventuais omissões sejam debitadas à volumosa produção, principalmente àquela posterior a 1970. Na seqüência do artigo, classificamos essa produção em três grandes tópicos: história monetária e bancária; teoria monetária; financiamento da produção (bancos e crédito).

História monetária e bancária do Brasil

Foram poucos os trabalhos nos quais autores pretenderam apresentar uma visão geral da história monetária brasileira desde a Independência, fato explicável pela dimensão da tarefa e pela dificuldade na obtenção de dados e informações compatíveis com o tema.

Dorival Teixeira Vieira elaborou sua *Evolução do sistema monetário brasileiro* ainda nos anos 40, publicando-a pela primeira vez em 1947 na *Revista de Administração* (editada pelo Instituto de Administração da Universidade de São Paulo), com reedições em 1962 e 1981. Trata-se de uma cuidadosa reconstituição dos mecanismos monetários brasileiros desde 1808 até 1940; a sua preocupação subjacente foi com a profunda instabilidade do sistema monetário brasileiro, sujeito a inúmeras mudanças ao longo do período estudado. O autor orientou seu estudo no sentido de mostrar as relações entre o sistema produtivo brasileiro e o sistema monetário. Entre suas conclusões ressaltam: a influência dos padrões monetários internacionais na definição do sistema monetário brasileiro; a crescente desmaterialização da moeda, com o correspondente aumento das notas em circulação; a instabilidade do sistema monetário brasileiro, como reflexo das bruscas oscilações da economia exportadora. A solução para essa instabilidade estaria, não na adoção de um ou outro sistema monetário, mas na organização de uma economia mais complexa, com o florescimento de uma indústria “real” (em oposição a uma artificial), ao lado de uma agricultura “polimorfa”; estes seriam os alicerces de um sistema monetário solidamente organizado (Vieira, 1962: 337).

Posteriormente, surgiu uma segunda obra sobre o tema – que segue, em linhas gerais, o modelo da *História monetária dos Estados Unidos* de Friedman e Schwartz – intitulada *História monetária do Brasil*, de Carlos M. Peláez e Wilson Suzigan, publicada pela primeira vez em 1976, e que tinha como preocupação central a adequação da oferta monetária à expansão da economia. Sua base de dados é bastante ampla, o que permite fazer uma avaliação da política monetária a cada período considerado. Entre suas principais conclusões incluem-se as seguintes: o crescimento econômico brasileiro entre 1860 e 1960 foi extremamente dinâmico, mas numa conjuntura de inflação crônica; o processo inflacionário, a longo prazo, resultou da deficiência da política de financiamento do orçamento, implicando déficits crônicos cobertos por emissão de dinheiro.

Uma terceira *História monetária do Brasil* foi elaborada por Paulo Neuhaus (1975), mostrando-se entretanto menos ambiciosa em sua amplitude cronológica (1900-1945) e na abrangência de suas conclusões. Em tese de doutorado defendida na Universidade de Chicago, o autor, também inspirado na obra de Milton Friedman, não expôs conclusões gerais para o período, apesar de ter recuperado os mecanismos monetários e os esquemas institucionais a eles vinculados.

Cabe registrar ainda uma obra que procurou reconstituir a história financeira do Brasil e não se deve a um autor brasileiro: trata-se de Raymond W. Goldsmith, bastante conhecido por suas pesquisas a respeito do desenvolvimento financeiro em vários países. Em *Brasil 1850-1984: desenvolvimento financeiro sob um século de inflação* (1986), Goldsmith aplicou seu método de análise do desenvolvimento financeiro ao Brasil, ressaltando que os períodos de inflação acentuada teriam limitado a expansão financeira (avaliada a partir dos indicadores financeiros típicos da análise de Goldsmith).

Mais numerosos foram os estudos – livros, dissertações de mestrado e teses de doutorado – sobre os bancos no Brasil, embora não haja qualquer história bancária brasileira de grande amplitude. Têm prevalecido estudos de caráter regional ou sobre instituições específicas, já que abarcar, com um mínimo de rigor empírico, o conjunto do sistema bancário brasileiro seria tarefa difícil de ser concluída por apenas uma pessoa. As datas de publicação indicam, em sua grande maioria, que se trata de pesquisas originadas nos cursos de pós-graduação em História e em Economia (na área de História Econômica) (1).

Os limitados aspectos financeiros do período colonial foram objeto de dois estudos: Pinto de Aguiar (1960) e Maria Bárbara Levy (1979). Ana Maria Ribeiro de Andrade (1987) tratou da polêmica entre metalistas e papelistas nas décadas de 1860 e 1870, situando-a no contexto monetário e financeiro do Segundo Império brasileiro. Moeda e bancos entre 1850 e 1870 foi o tema da tese de André Vilela (1999). Aspectos quantitativos do comportamento dos principais bancos brasileiros na Primeira República foram levantados por Gail Triner (EE, 1991; RBE, 1996). Os sistemas bancários de províncias e estados foram objeto de algumas pesquisas: Minas Gerais, por Fernando Nogueira da Costa (1978); Rio Grande do Sul, por Eugênio Lagemann (1985); Santa Catarina, por Sérgio Schmitz (1992); São Paulo, por Flávio Saes (1986). Estes estudos, em geral, procuraram reconstituir os aspectos históricos do sistema bancário regional, inserindo este nas características da economia local.

Instituições específicas também foram estudadas: a Casa Bancária Mauá, MacGregor & Cia., por Carlos Gabriel Guimarães (1997); o Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo Sul, por Pedro Dutra Fonseca (1988); o Banespa, por Fernando Nogueira da Costa (1988); o Banco Português do Brasil e o Banco Boa Vista, por Teresa Cristina de Novaes Marques (1998). Cabe lembrar ainda a história do Banco do Brasil, de Afonso Arinos de Melo Franco (1947) e de Cláudio Pacheco (1973). Outros aspectos do sistema financeiro também foram abordados: Maria Bárbara Levy (1977) reconstituiu a História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro; Eulália M.L. Lobo (1978) situou o setor financeiro na evolução econômica do Rio de Janeiro.

Estes estudos sobre a história monetária e bancária brasileira, que certamente representam apenas uma parte de tudo o que se produziu, sugerem, de modo geral, que se privilegiou a pesquisa empírica tendo em vista a dispersão das informações básicas. Assim, cada pesquisa tendeu a preocupar-se com temas e problemas peculiares, não havendo, portanto, questões centrais típicas da história bancária brasileira até o momento. Talvez a reunião dessa experiência de pesquisa já permita, hoje, a elaboração de uma história monetária e bancária mais abrangente, que possa incorporar as diversas questões levantadas nas experiências estudadas.

Teoria monetária

Uma primeira aproximação para se definir o conhecimento sobre teoria monetária no Brasil pode ser alcançada por meio de consulta aos manuais de Economia monetária que começaram a ser produzidos em função do estabelecimento dos cursos superiores de Economia. Estes manuais condensam, provavelmente, as vertentes teóricas cujo conhecimento se consolidara em cada momento, talvez deixando de lado a fronteira desse campo de conhecimento .

Neste sentido, convém notar que, já nos anos 30, a teoria monetária passara a ser objeto de preocupação específica no Brasil (ao lado das velhas questões de política monetária). Em 1932 Luiz Nogueira de Paula publicou sua tese de cátedra *Normas de política monetária*, defendida na Faculdade de Direito da Universidade do Rio de Janeiro. O foco do trabalho era a questão do valor da moeda e do nível de preços. Além de referir-se aos clássicos do século XIX – Marshall, Cassel, Aftalion, Nogaró, Fisher – fez referência aos trabalhos de Keynes da década de 20. Em 1937 a Editora Pongetti, do Rio de Janeiro, editou, em sua Biblioteca de Economia Política Racional (dirigida pelo professor Nogueira de Paula), o livro *Teorias antigas e modernas sobre a moeda, o crédito e o ciclo*, de Luís Roque Gondra, professor da Universidade de Buenos Aires. Nessa obra, além dos economistas do século XIX, eram tratadas as teorias monetárias de Keynes (do *Tratado sobre a moeda*), Sraffa (em sua crítica a Hayek), Wicksell, Robertson, além de vários economistas italianos (como Loria, Pantaleoni e Bresciani-Turroni). Em suma, já nos anos 30 podemos observar indícios de uma preocupação teórica mais específica com a questão monetária.

Talvez o primeiro manual brasileiro sobre moeda tenha sido o clássico *Princípios de Economia Monetária*, de Eugênio Gudín. Sua primeira edição data de 1943, época em que Gudín era professor da Faculdade de Ciências Econômicas e Administrativas do Rio de Janeiro (depois agregada à Universidade do Brasil). A esta edição, que constava de um único volume, seguiram-se várias outras, acrescidas de um segundo volume a partir de 1952. Tratava-se, sem dúvida, de uma vasta revisão dos temas referentes a moeda e crédito, incorporando algumas contribuições recentes à época de sua publicação.

Sua estrutura elucidava a forma pela qual a teoria monetária era vista na época. Após apresentar, no Livro I, os conceitos gerais e uma breve história da moeda, Gudín tratou, no Livro II, da Teoria dos Bancos, com especial atenção para o multiplicador bancário (que corresponderia aproximadamente ao estudo da oferta monetária, embora não houvesse essa ênfase conceitual). O Livro III discutia as Teorias das Variações do Valor da Moeda, a partir da Teoria Quantitativa, introduzindo aí, marginalmente, o conceito de demanda de moeda. Os Livros IV e V tratavam, respectivamente dos “Câmbios Internacionais” e dos “Bancos Centrais”, concluindo assim o primeiro volume da obra em sua primeira edição. Essa estrutura se mantém até edição de 1968, apenas com a supressão do Livro IV referente aos “Câmbios Internacionais”. O segundo volume dos *Princípios* de Gudín abrangia a discussão de vários aspectos de política econômica, indo bem além da própria política monetária: padrão-ouro, taxa de juros, poupança e investimento, estabilização, ciclos, teoria do emprego, política fiscal são alguns dos tópicos abordados.

Paralelamente, surgiram dois outros manuais de Economia monetária bem menos ambiciosos que o de Gudín: o de Luiz de Souza Gomes (1947) e o de Coriolano Martins (1945). Gomes, funcionário federal da área fazendária, centrava seu texto na teoria quantitativa da moeda, agregando algumas contribuições de Marshall e de Keynes. Já o texto de Martins, cuja primeira edição tinha como título *Elementos de Economia Bancária*, limitava-se a uma descrição do sistema monetário, bancário, de crédito e dos bancos centrais.

Somente pudemos registrar o surgimento de outro manual de Economia monetária produzido no Brasil em 1967: *A moeda*, de Paul Hugon (professor de Economia nos cursos de Ciências Sociais e de Economia, da Universidade de São Paulo). Nesta obra já há uma especificação mais clara das noções de oferta e demanda monetária, aquela vista principalmente sob a ótica institucional e esta tomando como ponto de partida a teoria quantitativa (incluindo a versão de Cambridge) e incorporando as noções de Keynes sobre os motivos para a demanda de moeda. No entanto, pode-se dizer que, até então, o referencial fundamental era a teoria quantitativa da moeda. Como se sabe, enquanto prevaleceu a ótica da antiga teoria quantitativa da moeda, as próprias noções de demanda e oferta de moeda não tinham maior significado: sendo a moeda utilizada apenas como meio de troca (e não como reserva de valor), e admitida constante a velocidade de sua circulação, o efeito das variações da quantidade de moeda (definida exogenamente) incidia sobre o nível de preços. Mas, com a *Teoria Geral* de Keynes, a moeda passa a ser demandada como reserva de valor – a preferência pela liquidez –, colocando novos problemas para a teoria monetária. É a partir daí, que a demanda de moeda passa a constituir um dos temas centrais da teoria monetária.

Nos anos 70 a publicação de outros manuais permitiu registrar a consolidação dessas novas concepções no conhecimento típico de teoria monetária no Bra-

sil. Data de 1978 o livro *Economia Monetária*, de Carlos M. Peláez e Wilson Suzigan. Nessa obra observa-se, por um lado, o reconhecimento dos vários motivos para a demanda de moeda (além de seu uso como meio de troca), incorporando-se novas teorias, como aquelas identificadas com o chamado neoquantitativismo. Mais abrangente é o manual de J.C. Lopes e J.P. Rossetti, *Moeda e Bancos: uma introdução* (1980), que teve várias edições desde então (as mais recentes sob o título de *Economia Monetária*). Aqui são expostas diversas teorias da demanda de moeda: uma versão clássica, a versão keynesiana (incluída a contribuição de Tobin), o modelo de Baumol e o neoquantitativismo de Friedman. A oferta monetária é vista sob a ótica do multiplicador de meios de pagamentos, para, em seguida, ser tratada a interação entre o setor real e o monetário, partindo do quantitativismo e confrontando o modelo clássico e o keynesiano. Tem-se, assim, um quadro aproximado das diversas vertentes da teoria monetária que eram usuais no ensino e na pesquisa econômica no Brasil nos anos 80.

Dois manuais recentes revelam a incorporação de novos temas e conceitos aos estudos monetários. Hillbrecht (1999), por exemplo, introduziu a discussão dos mercados financeiros (utilizando a noção de fundos emprestáveis) e da intermediação financeira (com base no conceito de custo de transação articulado às noções de informação assimétrica, seleção adversa, risco moral). No que diz respeito à oferta monetária, concentrou-se ainda na discussão do multiplicador de meios de pagamentos; com relação à demanda, retomou a teoria quantitativa da moeda, a equação de Cambridge, o conceito de preferência pela liquidez, as teorias de Baumol, Tobin e Friedman, utilizando os esquemas de IS-LM para a análise do equilíbrio. Já Nogueira da Costa (1999), numa abordagem por ele mesmo denominada de pluralista, trouxe ao debate outros temas, como o da estabilidade ou instabilidade da demanda por dinheiro e o da endogeneidade ou exogeneidade da oferta de moeda. Com relação à teoria financeira, sua preocupação central foi com a instabilidade financeira e seu impacto no “lado real” da Economia, revelando a importância das contribuições pós-keynesianas para o entendimento das questões monetárias e financeiras.

Entendemos que os manuais até aqui referidos indicam as principais vertentes teóricas que exerceram, a cada época, maior influência na pesquisa sobre problemas monetários no Brasil. No entanto, a pesquisa acadêmica apareceu com maior frequência a partir de 1970, principalmente em artigos de revistas e, em grande medida, como reflexo da disseminação dos cursos de pós-graduação. Embora com alguma simplificação, podemos classificar as principais contribuições em torno dos temas da oferta e da demanda de moeda (2).

O estudo da oferta de moeda tinha como um de seus pontos de partida a noção de multiplicador de meios de pagamento. Os estudos empíricos, com crescente uso de recursos econométricos, centraram-se na definição da relevância da

política monetária (ação do governo ou do Banco Central) e dos parâmetros de comportamento do público sobre a oferta monetária. As particularidades do sistema monetário brasileiro – em especial o papel do Banco do Brasil – exigiam complexas adaptações dos modelos usuais de oferta monetária, cabendo aos estudos econométricos avaliar a adequação dos diferentes modelos e, em especial, definir o impacto da política das autoridades monetárias sobre a oferta de moeda.

Com o acirramento do processo inflacionário e as inovações financeiras, a própria definição de moeda passou a ser questionada, uma vez que alguns ativos financeiros adquiriram liquidez quase absoluta. A polêmica a respeito de qual o conceito adequado de moeda também deu origem a estudos teóricos e a estimativas de modelos econométricos. A. C. Pastore foi um dos primeiros a investigar, nessa ótica, a oferta monetária no Brasil (3).

Na década de 90, outras questões monetárias passaram a ser incorporadas ao debate relativo à oferta de moeda, também com implicações sobre a política monetária. O principal deles foi o da endogeneidade ou exogeneidade da moeda (ou da oferta de moeda), debate em grande parte travado dentro da perspectiva pós-keynesiana. Trata-se, em última análise, de entender se a oferta de moeda pode ser considerada como uma variável exógena (determinada, a rigor, pelo Banco Central, admitindo-se parâmetros comportamentais do público como estáveis), ou se o funcionamento do sistema financeiro seria capaz de transformar a oferta de moeda numa variável endógena ao sistema, e sobre a qual a política monetária teria reduzida (ou nula) eficácia. Por vezes, a visão extrema foi definida como a teoria “horizontalista” da oferta monetária, em que o “horizontal” descrevia a forma da função que relaciona quantidade de moeda (no eixo horizontal) com taxa de juros (no eixo vertical). Este debate sobre o caráter endógeno ou exógeno da oferta de moeda teve abrigo principalmente nas páginas da *Revista de Economia Política* (4).

Quanto à demanda de moeda, A.C. Lemgruber (RBE, 1976) situou um artigo de A.C. Pastore (RBE, 1969) como pioneiro do que se poderia chamar de “econometria monetária” no Brasil. Tratava-se de estimar a demanda de moeda como função da renda real e do custo de oportunidade de reter moeda (taxa de juros ou taxa de inflação esperada). Abriu-se, assim, uma linha de pesquisa que envolveu outros economistas. Num balanço dos estudos empíricos sobre demanda de moeda no Brasil, F.H. Barbosa (PPE, 1978) especificava as principais questões aí levantadas, em especial: determinantes da demanda de moeda (renda e/ou riqueza, taxa de juros, taxa de inflação esperada); conceito de moeda relevante ($M1$, $M2$ ou $M3$); estabilidade da função demanda de moeda no curto e no longo prazos; homogeneidade da função em relação ao nível de preços (5).

Além da oferta e demanda de moeda, outros temas foram também estudados. A relação entre moeda e a renda real foi um deles; contribuições sobre o tema foram apresentadas por C. Rocha (RBE, 1992); J.P. Andrade e J.R. Faria (RBE, 1994).

Estudos teóricos mais gerais fizeram parte igualmente das preocupações dos economistas brasileiros, principalmente daquelas que poderíamos caracterizar como abordagens heterodoxas. As revistas de Economia registram contribuições sobre o pensamento monetário de Marx, de Keynes e dos pós-keynesianos em diversos artigos publicados principalmente nos anos 90 (6).

Esta breve revisão permitiu identificar as principais questões e as vertentes teóricas que inspiraram a análise dos problemas monetários no Brasil. Insistimos em dizer que se trata de uma visão parcial a qual certamente omitiu vários economistas que também trataram desses temas.

Crédito e financiamento da produção

O problema do desenvolvimento econômico ganhou importância entre os economistas após a Segunda Guerra Mundial. Reconhecendo o investimento como variável-chave na definição da taxa de crescimento econômico, colocava-se de imediato a questão dos recursos necessários à sua efetivação. Esta questão levou, de um lado, à discussão da insuficiência da poupança nos países subdesenvolvidos e à noção de círculo vicioso da pobreza. Mas, do outro lado, muitos argumentavam que, embora reduzida, a poupança existia e o bloqueio se encontrava na inexistência de meios adequados de financiamento do investimento. Portanto, pode-se dizer que a principal referência nos estudos sobre financiamento no Brasil a partir de 1950 foi a adequação dos instrumentos financeiros existentes às necessidades de financiamento da economia brasileira.

Maria da Conceição Tavares (1972), por exemplo, admitia que a rápida transformação da estrutura da economia brasileira a partir de 1930 havia criado necessidades de financiamento na economia urbano-industrial que não eram passíveis de ser atendidas pelos mecanismos financeiros existentes. Como resultado, houve um acirramento do processo inflacionário o qual, pelo menos numa primeira fase, teria permitido, via “poupança forçada” de alguns segmentos da sociedade, financiar o investimento de certos setores produtivos. Cumpre notar que, nessa perspectiva, a inadequação da estrutura financeira teria decorrido, não da falta de uma política financeira, mas da rapidez das transformações econômicas inerentes ao modelo histórico de desenvolvimento brasileiro (e também latino-americano).

Ignacio Rangel (REP, 1981), por sua vez, tinha uma visão peculiar da “questão financeira”. Entendia ele que a estruturação do sistema financeiro tornaria possível a superação de crises uma vez que os setores com capacidade ociosa, mas superavitários, poderiam transferir capitais para os setores com potencial de expansão, mas deficitários. Sua peculiar visão da crise na economia brasileira levou-o a atribuir um papel fundamental ao sistema financeiro, e até a afirmar que não havia a tão propalada escassez de recursos internos.

O problema da inadequação dos mecanismos financeiros também foi visto sob uma ótica diferente. Numa versão bastante simplificada, afirmava-se que a “Lei da Usura”, ao limitar os juros nominais a 12% ao ano numa época de inflação crescente, implicava pagamento de juros reais negativos, impedindo o aprofundamento financeiro. De certo modo, esse diagnóstico esteve presente no diagnóstico que foi elaborado pelo Ministério do Planejamento para o Plano Decenal (1966), embora também ali houvesse o reconhecimento de que parte das transações financeiras já havia escapado da restrição da lei da usura (por exemplo, as letras de câmbio que, mediante o deságio concedido ao tomador, poderiam produzir rendimento nominal acima dos 12% ao ano e, em muitos casos, rendimento real positivo). De qualquer modo, a supressão da lei da usura aparecia como um fator condicionante para a adequação do sistema financeiro às necessidades de financiamento da economia brasileira.

A reforma bancária de 1964 e a do mercado de capitais em 1965 procuraram responder a esses diagnósticos. A supressão da lei da usura e a instituição da correção monetária permitiriam remunerar as aplicações com juros reais positivos (estimulando a “poupança” ou, mais propriamente, viabilizando a mobilização da poupança financeira). A definição de segmentos especializados no sistema financeiro (bancos comerciais, bancos de investimento, financeiras, sociedades de crédito imobiliário, seguradoras, corretoras e distribuidoras, além do Banco Central e dos bancos de desenvolvimento) daria condições adequadas para atender às diferentes necessidades de financiamento (desde o crédito comercial de curto prazo até os financiamentos para infra-estrutura com longos prazos de maturação). É inegável que a correção monetária criou instrumentos financeiros que atraíram aplicadores, principalmente em direção a títulos do governo (como as ORTNS) e do sistema financeiro da habitação (como as cadernetas de poupança), que viabilizaram o financiamento do governo e de certos segmentos da construção civil. No entanto, a expectativa de adequado funcionamento daquele sistema segmentado logo se desfez com a progressiva “conglomerção financeira” concluída em 1988, com a permissão, pelo Banco Central, para a constituição de bancos “universais”.

Ao avaliar o resultado das reformas de 1964-65 e sua expressão no rápido desenvolvimento financeiro posterior a 1968, Maria da Conceição Tavares afirmava que:

“a órbita financeira está ganhando uma autonomia relativa, que põe em risco a manutenção de uma taxa de acumulação, sem haver contribuído até o momento, de forma decisiva, para um aumento da taxa global de poupança interna da Economia. Deste modo, parte dos argumentos apologeticos sobre o desenvolvimento do mercado de capitais e sua influência no aumento da taxa real de poupança-investimento, macroeconômica, não tem recebido apoio da experiência concreta” (Tavares, 1972: 233).

A contrapartida da reduzida eficácia do sistema financeiro (privado) para o financiamento da Economia (principalmente de longo prazo) era que instituições públicas, em especial o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico, acabavam exercendo o papel de financiadores do investimento.

Um indício de que as referidas reformas financeiras não haviam obtido o sucesso esperado na ampliação dos recursos e na adequação dos mecanismos para financiamento da economia esteve presente na produção acadêmica dos anos 70: um dos focos principais da análise de crédito, financiamento e sistema bancário no Brasil foi o processo de concentração bancária por meio de aquisições e fusões. Uma justificativa econômica para esse processo era a de que, por haver economias de escala na atividade bancária, a concentração permitiria operar com custos inferiores, logo praticar menores taxas de juro com impacto positivo sobre o investimento e o crescimento. Dada a dificuldade de definir e estimar economias de escala na atividade bancária, grande esforço foi despendido nessa tarefa, que deu margem a várias polêmicas: grande número de teses e artigos foi dedicado ao tema. Para aqueles que negaram a hipótese de economias de escala, era preciso encontrar outras justificativas para o processo de concentração: política deliberada do governo; tendência de o setor bancário acompanhar o processo de concentração do setor produtivo; efeito da regulamentação do governo (em especial quanto à taxa de juros) foram argumentos também utilizados no entendimento da concentração bancária. De qualquer modo, a concentração evidenciou que a reforma bancária e a do mercado de capitais não produziram resultados permanentes, e que ainda se via alguma inadequação na estrutura do sistema bancário às necessidades de financiamento da economia, uma vez que a concentração era entendida, por alguns, como uma resposta rumo à maior eficiência na intermediação financeira. Essa polêmica gerou inúmeras dissertações e teses e foi tratada também em diversos artigos (7).

Outro tema levantado com relação aos anos 70 foi o da crescente participação dos bancos estrangeiros no sistema financeiro nacional (em conexão com o aumento da dívida externa do país). Monica Baer, no seu livro *A Internacionalização financeira do Brasil* (1986) e N. Teixeira (EE, 1984) ressaltaram esse fato, real nos anos 70 mas tímido diante do espaço que se abriu aos bancos estrangeiros nos anos 90.

A década de 80 foi marcada pelo aprofundamento da chamada “ciranda financeira”: o crescimento da dívida pública com o pagamento de taxas de juros elevadas permitiu que o sistema financeiro se expandisse de forma aceleradíssima numa década marcada por vários anos de recessão. Ao mesmo tempo, as empresas produtivas passaram de devedoras a credoras, obtendo, muitas vezes, receitas financeiras superiores às suas receitas operacionais. Pode-se dizer que, na maior parte daquela década, o setor financeiro teve sua atividade destinada a viabilizar o

crescimento da dívida pública que foi, de resto, o alimento de sua expansão. Um dos mecanismos importantes para a deterioração das contas públicas foi a existência de duas taxas de juros – uma pré-fixada (nominal) e outra pós-fixada (real) – cuja diferença provocava o descasamento entre ativos e passivos, muitas vezes levando à absorção de prejuízos pelo governo, como mostrou A.M. Silva (1979). Desse modo, questionava-se na época se o sistema financeiro brasileiro teria, ao longo da segunda metade do século XX, preenchido as funções usualmente atribuídas às instituições financeiras.

Ao longo dos anos 90, o sistema financeiro do Brasil passou por profundas transformações: vários bancos públicos foram privatizados, os fundos estatais de financiamento tornaram-se mais limitados, crises financeiras levaram importantes instituições à insolvência e à sua transferência para bancos estrangeiros, os quais ganharam parcela expressiva do mercado financeiro brasileiro. A retomada do fluxo de recursos externos para a economia brasileira (quase totalmente interrompido pela crise da dívida externa nos anos 80) estimulou a diversificação das instituições e dos ativos financeiros, processo acentuado pelo crescente papel dos fundos de pensão como fontes de recursos. Ainda assim, o financiamento estatal, em especial por intermédio do BNDES, continuou a ter importante papel, por exemplo, no processo de privatização das empresas estatais. Estes processos foram objeto de inúmeras análises pontuais, mas parece faltar ainda uma visão de conjunto dessas transformações e de seu impacto sobre o desenvolvimento da economia brasileira nos próximos anos.

O tema crédito e financiamento foi também objeto de outro tipo de tratamento – ou seja, aquele que discute, no plano teórico ou ainda no caso brasileiro, a relação entre financiamento e crescimento (ou desenvolvimento) econômico, ou entre crescimento e mudanças no setor financeiro. Duas análises teóricas foram apresentadas por E. Torres Filho (REP, 1991) e por R. Studart (REP, 1993). O caso brasileiro foi estudado por C.F. Passos, *Estrutura financeira e desenvolvimento: o caso do Brasil* (1973); A.C. Sochaczewsky, *Financial and economic development of Brazil: 1952-1968* (1993); A.C. Porto Gonçalves (PPE, 1980). Igualmente importantes foram alguns estudos realizados anteriormente pelo IPEA como, por exemplo o de W. Suzigan, J.E. Pereira e R.G. Almeida, *Financiamento de projetos industriais no Brasil* (1972).

Esta breve, e certamente incompleta, revisão da literatura econômica brasileira referente a moeda, crédito e financiamento da produção revela um significativo esforço dos economistas brasileiros no sentido de acompanhar a fronteira do conhecimento dessas áreas da ciência econômica, e também de refletir sobre as peculiaridades do caso brasileiro. Neste sucinto espaço não foi possível ressaltar as amplas divergências teóricas e interpretativas existentes nessa literatura, com implicações quanto à definição de políticas tanto na esfera monetária quanto na

questão do financiamento do desenvolvimento. De qualquer modo, esperamos que o leitor interessado pelo tema possa, a partir das indicações apresentadas no texto, construir a sua própria visão sobre as diversas vertentes teóricas e interpretativas, já que o caráter extremamente polêmico dessas questões não recomenda julgamento taxativo numa breve revisão da literatura.

Notas

- 1 Dada a limitação de espaço, não indicamos a referência completa de todos os livros, teses e artigos publicados em periódicos. Para situá-los no tempo, registramos, após o nome do autor, o ano de publicação e, no caso de periódicos, o nome da revista de forma abreviada: EE-*Estudos Econômicos*; PPE-*Pesquisa e Planejamento Econômico*; RBE-*Revista Brasileira de Economia*; REP-*Revista de Economia Política*.
- 2 Um tema que aparece com frequência em conexão com a oferta e demanda de moeda é o da inflação. Trata-se, quase sempre, de avaliar o impacto da política monetária (dados os pressupostos sobre oferta e demanda de moeda) sobre o nível de preços. Como o tema inflação será objeto de texto específico, não abordamos a questão no presente artigo.
- 3 A.C. Pastore (EE, 1973; PPE, 1976); A.C. Lemgruber (EE, 1978); C. Contador (PPE, 1978); A. Fraga Neto (REP, 1988); J.W. Rossi (RBE, 1991); M. Garcia (EE, 1995); R. Hillbrecht (REP, 1999) publicaram artigos sobre a oferta monetária.
- 4 Ver, por exemplo, L.A. Silva (REP, 1991); M. Lavoie REP (REP, 1992); F. Cardim de Carvalho (REP, 1993); F. Nogueira da Costa (REP, 1993); A.J. Meirelles (REP, 1995); M.L.R. Mollo (EE, 1997); M.C. Penido de Freitas (REP, 1999); A. Saad Filho (EE, 1999); T. Saracini (REP, 2000).
- 5 Além do artigo citado de A.C. Pastore, consultar: A.M. Silva (EE, 1973); E. Cardoso (PPE, 1981); J.W. Rossi (PPE, 1994, 1998); O. Tourinho (PPE, 1995); J. Oreiro (EE, 1999).
- 6 F. Cardim de Carvalho (REP, 1986; EE, 1991); M.E. Silva (EE, 1987); M.L.R. Mollo (EE, 1988, 1990; REP, 1990, 1991, 1993); R. Tolipan (REP, 1993); L. Paulani (REP, 1994); G.T. Lima (EE, 1996); C.M. Germer (EE, 1999).
- 7 Por exemplo, S.M. Vital (RBE, 1973); J. Sayad (PPE, 1976); M. Resende (RBE, 1992).

Referências bibliográficas

- BARBOSA, F.H. A demanda de moeda no Brasil: uma resenha da evidência empírica. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v.8, n. 1, abr. 1978.
- GOLDSMITH, R.W. *Brasil 1850-1984: desenvolvimento financeiro sob um século de inflação*. São Paulo, Harper & Row do Brasil, 1986.

GUDIN, E. *Princípios de Economia Monetária*, 1º v., 6ª ed. Rio de Janeiro, Agir, 1968.

_____. *Princípios de economia monetária*, 2º v., 4ª ed. Rio de Janeiro, Agir, 1968.

LEMGRUBER, A.C. Ensaio sobre moeda e inflação na RBE. *Revista Brasileira de Economia*, v. 31, n. 4, out./dez. 1977.

NEUHAUS, P. *História monetária do Brasil: 1900-1945*. Rio de Janeiro, IBMEC, 1975.

PELÁEZ, C.M. & Suzigan, W. *História monetária do Brasil*. Rio de Janeiro, IPEA/INPES, 1976.

SILVA, A.M. *Intermediação financeira no Brasil*. São Paulo, IPE-USP, 1979 [mimeo].

TAVARES, M.C. *Da substituição de importações ao capitalismo financeiro*. Rio de Janeiro, Zahar, 1972.

VIEIRA, D.T. *Evolução do sistema monetário brasileiro*. São Paulo, FCEA-USP, 1962.

RESUMO – O OBJETIVO do autor neste artigo foi mostrar as principais contribuições do pensamento econômico brasileiro da segunda metade do século XX para o estudo da moeda, do crédito e do financiamento da produção. Três temas gerais orientaram a exposição: história monetária e bancária; teoria monetária; crédito e financiamento.

ABSTRACT – THE AIM of the author in this paper was to show the most important contributions of Brazilian economic thought in the second half of the 20th century to the study of money, credit and finance. Three main themes were reviewed: monetary and banking history; monetary theory; credit and finance.

Flávio Azevedo Marques de Saes é professor-titular do Departamento de Economia da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.