

# **Moeda, inflação e financiamento do desenvolvimento no pensamento econômico brasileiro durante as décadas de 1950 e 1960**

Victor Leonardo de Araujo

## **Resumo:**

O artigo pretende revisitar o debate que envolveu monetaristas e estruturalistas durante as décadas de 1950 e 1960 e mostrar que pelo menos os principais expoentes da heterodoxia jamais defenderam qualquer tratamento leniente com a inflação, e tampouco defenderam as expansões monetárias como forma de engendrar expansão econômica – pelo contrário, eles compartilhavam da necessidade de encontrar formas alternativas de financiar o desenvolvimento brasileiro, propondo reformas na estrutura econômica que permitissem conciliar desenvolvimento com estabilidade de preços, sem a necessidade de recorrer às emissões monetárias. Neste sentido, estruturalistas e monetaristas convergiam em dois sentidos: (i) ambos procuravam formas “não-inflacionárias” de financiar o desenvolvimento econômico; e (ii) ambos rejeitavam o formato de financiamento do desenvolvimento baseado nas emissões monetárias – estas eram, para os monetaristas, a causa primeira e imediata da inflação, enquanto para os estruturalistas as emissões consistiam no mecanismo de transmissão entre os problemas estruturais e a inflação, sancionando esta última.

Palavras-chave: inflação, financiamento, desenvolvimento, monetaristas, estruturalistas.

## **Abstract:**

This paper aims to revisiting the debate between monetarists and structuralists economists during the 1950's and 1960's, and to show that at least the principal representants of the Brazilian heterodox economics never defended some condescending behavior with the inflation, nor defended monetary expansion to obtain economic development. On the contrary, for them there would be necessary to seek for alternative ways to finance the development, as structural reforms that allow to obtain simultaneously development with price stability. In this sense, monetarist and structuralist economists suggested: (i) to obtain “non-inflationary” ways to finance the economic development; and (ii) both rejected the development financed by monetary emissions.

Key-words: inflation, finance, development, monetarists, structuralists.

## **SESSÕES ORDINÁRIAS**

**Área: 1. Metodologia e História do Pensamento Econômico**  
**Sub-Área: 1.2. História do Pensamento Econômico**

# **Moeda, inflação e financiamento do desenvolvimento no pensamento econômico brasileiro durante as décadas de 1950 e 1960**

Victor Leonardo de Araujo<sup>1</sup>

## *1. Introdução*

Os problemas da inflação e do financiamento do desenvolvimento ocuparam boa parte do debate econômico brasileiro durante as décadas de 1950 e 1960. A constatação da necessidade de se promover uma política de desenvolvimento a partir da industrialização esbarrava no problema do financiamento como uma das principais restrições.<sup>2</sup> A aceleração da inflação, por sua vez, parecia ser uma espécie de efeito colateral do rápido crescimento ao qual a economia brasileira se submetera ao longo de todo aquele período.

Entre as interpretações propostas para o dilema envolvendo desenvolvimento e inflação, duas se notabilizaram através do debate que opôs monetaristas e estruturalistas. Os primeiros atribuíam a inflação ao excesso de moeda, normalmente associado ao financiamento do déficit público via emissão monetária, que, por sua vez, advinha das dificuldade em financiá-lo de outras formas<sup>3</sup>, e pela expansão de crédito ao setor privado. Austeridade fiscal e monetária, nesta tradição, seriam os remédios para garantir a estabilidade de preços. A segunda interpretação, da assim chamada tradição estruturalista brasileira, assumia ser a inflação causada por razões estruturais, tais como: a rigidez de preços para baixo, decorrente da estrutura produtiva oligopolizada em alguns setores-chave da economia; a existência de conflito distributivo, que consistiria na tentativa por parte dos diferentes agentes econômicos em aumentar sua participação na renda nacional; e a insuficiência de poupança que, num contexto de taxas de investimento aceleradas, resultaria num excesso de demanda e, através do mecanismo de poupança forçada, terminaria por gerar as poupanças necessárias através da compressão da renda real do trabalhador. Na tradição estruturalista, a expansão do crédito aparece não como causa, mas como o mecanismo de transmissão entre o problema estrutural e a inflação.

O debate que opôs monetaristas e estruturalistas durante as décadas de 1950 e 1960 possui alguns desdobramentos notáveis. O primeiro deles diz respeito à crítica dos estruturalistas aos remédios contracionistas sugeridos pela tradição monetarista. Contração fiscal e monetária, argumentavam os estruturalistas, não seriam capazes de combater as causas estruturais da inflação brasileira, tendo como

---

<sup>1</sup> Professor Adjunto da Faculdade de Economia da Universidade Federal Fluminense. E-mail: victor\_araujo@terra.com.br

<sup>2</sup> A outra era a restrição externa.

<sup>3</sup> Praticamente inexistia o mercado de títulos públicos. A alternativa, que seria o financiamento do déficit via aumento das receitas tributárias, esbarrava no esgotamento do sistema tributário brasileiro e às dificuldades, de natureza política, em reformar-se o sistema tributária de forma adequada.

efeito colateral a retração do crescimento econômico e do retardamento do processo de desenvolvimento. Outro desdobramento é particularmente associado ao mecanismo da poupança forçada. A inflação, apesar de indesejada, teria exercido um papel funcional ao desenvolvimento econômico brasileiro, ao permitir elevar a poupança agregada e compatibilizá-la com os altos níveis de investimento. Tais desdobramentos levaram a heterodoxia brasileira a ser acusada de ser leniente com a inflação, ou até mesmo a defender a inflação alta como forma de proporcionar desenvolvimento econômico.

Gudin (1965: 77), por exemplo, acusava Celso Furtado, um dos mais expoentes economistas da tradição estruturalista brasileira, de “desconhecer o mecanismo das interferências da inflação no processo de desenvolvimento” ao priorizar o desenvolvimento econômico em vez do combate à inflação. Criticando a CEPAL (Comissão Econômica para a América Latina e Caribe), notável centro de difusão da teoria estruturalista, Gudín foi enfático ao sugerir que o referido órgão era tolerante com a inflação: “O caso da CEPAL com os países latino-americanos assemelha-se ao de uma governanta de crianças que não tem autoridade para discipliná-las ou repreendê-las. [...] Toma então o partido de encontrar álibis para desculpar todas as suas faltas” (Gudin, 1965: 69).

As acusações contra os economistas estruturalistas voltaram à tona recentemente. Franco (2005), em artigo carregado de ironias a respeito do desenvolvimentismo, refere-se à “condescendência para com os efeitos negativos da inflação” (p. 260) por parte dos estruturalistas, devido à proposição presente nas formulações destes economistas segundo a qual existiria uma suposta relação funcional positiva entre inflação e desenvolvimento. Este autor chegou a criar o termo “inflacionismo” para referir-se ao modelo de desenvolvimento proposto pelos economistas desta tradição, cujo dinamismo dependia, segundo ele, da inflação (p. 262). Sicsú (2007: 98), a despeito de sua forte crítica com relação aos remédios monetaristas de combate à inflação, também acusa a tradição estruturalista de ser condescendente com a inflação. Bastos (2008) associa expansionismo e inflação de preços à heterodoxia, como contraponto ao contracionismo creditício e fiscal característico da ortodoxia econômica.

Este trabalho tem por objetivo revisitar o debate que envolve as duas tradições durante as décadas de 1950 e 1960 e mostrar que pelo menos os principais expoentes da heterodoxia jamais defenderam qualquer tratamento leniente com a inflação, e tampouco defenderam as expansões monetárias como forma de engendrar expansão econômica – pelo contrário, eles compartilhavam da necessidade de encontrar formas alternativas de financiar o desenvolvimento brasileiro, propondo reformas na estrutura econômica que permitissem conciliar desenvolvimento com estabilidade de preços, sem a necessidade de recorrer às emissões monetárias. Neste sentido, estruturalistas e monetaristas

convergiavam em dois sentidos: (i) ambos procuravam formas “não-inflacionárias” de financiar o desenvolvimento econômico; e (ii) ambos rejeitavam o formato de financiamento do desenvolvimento baseado nas emissões monetárias – estas eram, para os monetaristas, a causa primeira e imediata da inflação, enquanto para os estruturalistas as emissões consistiam no mecanismo de transmissão entre os problemas estruturais e a inflação, sancionando esta última. Evidentemente, não se pretende, neste trabalho, realçar as convergências entre estruturalistas e monetaristas, mas tão-somente esclarecer que os primeiros não prescreviam as emissões monetárias e nem a inflação como forma de promover o desenvolvimento econômico, como acusavam os economistas da tradição monetarista.

Uma vez exposto isto, convém explicitar o que **não** é o objetivo deste trabalho. De fato, não se pretende aqui refutar ou confirmar qualquer dos diagnósticos para a inflação – nem os de natureza monetarista, tampouco os heterodoxos que assumem a validade da hipótese de poupança forçada. Este trabalho pretende tão-somente revisitar o debate e mostrar como aquelas duas teorias foram representadas no pensamento econômico brasileiro, mostrando, sobretudo, que a parte mais significativa do pensamento heterodoxo brasileiro não era condescendente com a inflação nem defendia as emissões monetárias como forma de financiamento do desenvolvimento.

Este trabalho está dividido em 4 seções, além da presente introdução. A seção 2 fará uma breve discussão teórica acerca da visão monetarista, bem como mostrará como tal pensamento se manifestou nos principais representantes desta visão no Brasil. A seção 3 irá mostrar como a tradição heterodoxa brasileira trata aquelas categorias. A seção 4 fará as considerações finais.

## *2. Moeda e inflação na tradição monetarista brasileira*

Os mais notórios representantes do pensamento monetarista no Brasil foram Eugênio Gudin<sup>4</sup>, Octavio Bulhões.<sup>5</sup> Em comum nestes autores, as incansáveis críticas (mais contundentes no caso de Gudin) à condução das políticas monetária e fiscal expansionistas, que estariam associadas à persistente alta de preços. Estes autores assumiam as premissas segundo as quais a inflação é um fenômeno estritamente monetário que ocorre sempre que a taxa de crescimento da oferta de moeda for superior à taxa de crescimento do produto. Especialmente no caso brasileiro, a expansão monetária seria

---

<sup>4</sup> Que, segundo Bielschowsky (1988: 40) foi “o mais importante economista conservador brasileiro do período”.

<sup>5</sup> Bielschowsky (1988) classifica Gudin e Bulhões como pertencentes à corrente neoliberal, identificando nestes autores 3 aspectos em comum: (i) defendiam a redução da intervenção estatal na economia; (b) defendiam políticas de equilíbrio monetário e financeiro, “evitando a discussão dos seus efeitos sobre o nível de renda e emprego” (p. 38); e (c) não propunham e freqüentemente eram contrários a medidas industrializantes. As duas primeiras características são, sem dúvida, marcadamente identificadas com a velha tradição neoclássica. Já a terceira, que se justificaria a partir de uma suposta vocação para a atividade agrícola, caracteriza de forma mais explícita uma orientação liberal por parte destes autores. A identificação com o monetarismo nestes autores se dá pela explicitação das suas proposições aplicadas à economia brasileira.

resultante da incapacidade do Governo financiar o déficit público via endividamento: dada a inexistência de um mercado para dívida pública, recorria-se corriqueiramente à emissão monetária. Também era fonte de expansão monetária a política de crédito ao setor privado. Quaisquer que fosse o canal que servisse à expansão dos meios de pagamento, o resultado seria o surgimento de excesso de demanda e a conseqüente alta dos preços:

[O excesso de] dinheiro, que eu saiba, não fica voando no ar; já espiei com o binóculo e não vi nota alguma de 1000 cruzeiros esvoaçando. Todas caem no bolso de alguém ou então na caixa de algum banco, que as multiplica. E as pessoas que as recebem não as guardam escondidas no baú; mesmo quando economizam o dinheiro, as economias vão ser aplicadas na construção de uma casa, de uma instalação, de uma indústria. VÃO SER GASTAS. De uma forma ou de outra, portanto, o dinheiro emitido vai provocar uma PROCURA ADICIONAL DE MERCADORIAS. É ISSO QUE FAZ SUBIR OS PREÇOS. (Gudin, 1965: 19-20, grifos no original)

As maiores fontes de emissões, para Gudin, eram o déficit orçamentário e a expansão de crédito para além do possível. O possível, de acordo com Gudin (1956), é dado pelo limite da utilização dos fatores de produção. Nitidamente, Gudin aceitava para a economia brasileira a hipótese do pleno emprego, o que tornava “vã e estúpida” (Gudin, 1956: 79) qualquer tentativa de sobre-utilizar os fatores de produção, pois isto somente geraria pressões inflacionárias. Sendo a inflação causada por um excesso de utilização da capacidade produtiva, esclarece ele, o combate à inflação não deve necessariamente conduzir ao desemprego ou à sub-utilização dos fatores: isto seria um “despautério” (p. 79), bastando apenas não permitir que a economia ultrapassasse o limite de utilização dos fatores. Para isto, seria necessário combater o déficit público e a expansão do crédito para além daqueles limites.

Tais conclusões também aparecem na obra de Octavio Bulhões. Este autor concordava, por exemplo, com a política econômica ortodoxa dos anos iniciais do governo Dutra. Um trabalho de 1947 (Bulhões & Kingston, 1947) indicava que entre as principais fontes de pressão inflacionária existentes até então, quais fossem: os saldos do Balanço de Pagamentos, a expansão de crédito do Banco do Brasil e os déficits do Tesouro financiados por expansão dos meios de pagamento, as duas primeiras estariam sob controle. O trabalho alertava para os riscos inflacionários envolvidos em uma política de expansão creditícia: “[...] se a par do acréscimo de meios de pagamento, para fazer face aos encargos do Tesouro, expandirmos os depósitos, por meio do aumento de empréstimos aos produtores, acabaremos renovando a inflação” (Bulhões & Kingston, 1947: 22). Diagnóstico semelhante é feito mais de uma década depois: Costa & Bulhões (1958) observaram que as despesas totais do Governo cresciam mais rapidamente que o produto nacional bruto entre 1952 e 1956 sem que as receitas

tributárias do governo crescessem na mesma proporção, de modo que a diferença era coberta por emissões monetárias. “Isso vem demonstrar que a expansão inflacionária que se vem realizando no país, principalmente a partir de 1956, tem como causa preponderante o déficit orçamentário” (Costa & Bulhões, 1958: 39). Mas foi em um trabalho teórico de 1960 que Bulhões evidencia o seu referencial teórico:

Se a quantidade da produção cresce e os meios de pagamento deixam de acompanhar o acréscimo da quantidade produzida, os preços tendem a cair. [...] Quando os meios de pagamento acompanham o acréscimo das quantidades produzidas, há uma tendência para o aumento do nível da renda ‘nominal’ e, conseqüentemente, certa manutenção dos preços. (Bulhões, 1960: 30)<sup>6</sup>

Dado que a expansão dos meios de pagamento era a forma corriqueira de financiar o déficit público, a tradição monetarista brasileira também se ateu à formatação do sistema financeiro brasileiro.<sup>7</sup> Para Gudin, por exemplo,<sup>8</sup> se, por um lado, uma política de crédito expansionista conduz ao aumento generalizado dos preços, por outro a inflação tende a provocar distorções no mercado de financiamento de longo prazo, tanto do lado da oferta quanto da demanda. Segundo Gudin (1965), a oferta de crédito em um ambiente inflacionário se torna mais escassa, porque tende a reduzir os ganhos reais do prestador: “[...] ninguém quer emprestar para receber pagamento em dinheiro futuro, desvalorizado” (Gudin, 1965: 35). Por outro lado, a demanda por crédito, em especial o de financiamento de longo prazo também se reduz, porque a inflação reduz a previsibilidade quanto aos retornos reais do empreendimento: “Os investimentos a longo prazo não são atrativos: a) porque todos os orçamentos estouram e ninguém pode prever o custo final do empreendimento; b) porque ninguém sabe se vai prosseguir a inflação, nem a que ritmo” (Gudin, 1965: 37-8).

Comentando sobre o projeto de reforma bancária que tramitava no Congresso Nacional desde o final dos anos 1940, que previa a criação de novos bancos voltados para segmentos específicos,<sup>9</sup> Gudin (1950) foi enfático: é um projeto “de vasta expansão de crédito para todos esses setores indicados nas denominações dos bancos. [...] É preciso não esquecer que isso é sinônimo de aumento de empréstimos bancários e portanto de depósitos e portanto de meios de pagamento” (p. 6). Gudin entendia que tais

---

<sup>6</sup> Ainda que o autor esteja explicitamente referindo-se à deflação, é evidente que se pode depreender suas conclusões sobre inflação: esta ocorrerá sempre que os meios de pagamento forem expandidos a uma taxa superior à do crescimento do produto – ou seja, são os resultados monetaristas.

<sup>7</sup> Aparentemente, esta foi uma discussão específica do monetarismo brasileiro. De fato, o monetarismo não assume grande importância na formatação do sistema financeiro – não faz parte da agenda da visão convencional qualquer discussão sobre a configuração do sistema financeiro, exceto no que diz respeito à sua liberalização, cuja apologia faz parte dos trabalhos de Gurley & Shaw (1955), Shaw (1973) e McKinnon (1973).

<sup>8</sup> Gudin não se refere explicitamente a financiamento, mas sim ao crédito de longo prazo para financiar investimentos. Ver Gudin (1965: 35).

<sup>9</sup> Eram os seguintes: Banco Hipotecário, Banco de Crédito Rural, Banco de Crédito Industrial, Banco de Importação e Exportação, Banco de Investimentos e Banco de Resseguros.

instituições seriam formatadas para funcionar como bancos comerciais, capazes de criar moeda. Para ele, somente o *fiat-money* era inflacionário. Evidentemente, fosse outra a formatação daquelas instituições, não haveria porquê imaginar que a reforma bancária em curso teria algum viés inflacionista. Por exemplo, o BNDE, criado em 1952, cujos recursos eram oriundos do recolhimento de um adicional cobrado sobre o imposto de renda, não era considerado inflacionário para Gudin:

As obras feitas com dinheiro tirado dos impostos (reais ou camuflados) e recolhido ao Banco de Desenvolvimento Econômico, ou executados com o produto da venda de obrigações do Tesouro ou apólices, ou com as disponibilidades orçamentárias reais ou, no setor privado, com o produto da poupança e dos lucros não distribuídos, não são inflacionários, porque o dinheiro sai por um lado, mas entra pelo outro” (Gudin, 1956: 81)

Em suma, para Gudin, a inflação era resultado da expansão monetária que financiava o déficit público e pela expansão de crédito para o setor privado, o que forçava a economia a funcionar para além da plena utilização dos fatores de produção.

### *3. Alternativas à visão monetarista: estruturalismo e a tradição heterodoxa brasileira*

No pensamento econômico latino-americano, a principal crítica ao pensamento monetarista foi formulada no âmbito da CEPAL (Comissão Econômica para a América Latina e Caribe), através das formulações estruturalistas. A escola estruturalista foi fundada por Raúl Prebisch e tinha como temática central a identificação dos fatores estruturais responsáveis pela condição de subdesenvolvimento observada nas economias latino-americanas, bem como a superação daquela condição. Tais economias enfrentariam restrições de duas naturezas:

- a) Externa, representadas pela tendência estrutural a déficits no Balanço de Pagamentos, decorrentes do alto coeficiente de importações das economias subdesenvolvidas *vis-à-vis* uma pauta de exportações representada essencialmente por produtos primários de preços declinantes no mercado internacional e demanda pouco elástica ao crescimento da renda dos países centrais; e
- b) Internas, como a concentração de renda e a insuficiência de poupança.

A condição necessária para a superação do quadro de subdesenvolvimento seria o crescimento da renda *per capita* a taxas bastante aceleradas, acima da média mundial, de modo a proporcionar o chamado *catch-up*, ou a convergência da renda *per capita* para os padrões das economias desenvolvidas.

Um dos pontos de divergência entre os economistas estruturalistas e os monetaristas residia na forma de abordar o problema da inflação. Para os primeiros, a inflação seria causada por fatores

estruturais, não necessariamente monetários, e portanto não poderia ser combatida com os métodos contracionistas sugeridos pelos monetaristas, porque tais métodos, além de não combaterem as verdadeiras causas da inflação, têm natureza recessiva e relegam a economia à condição de estagnação econômica, o que retardaria o seu processo de desenvolvimento. Não se trata, aqui, de uma preferência pelo crescimento em detrimento do controle inflacionário, mas simplesmente da constatação segundo a qual as políticas contracionistas, embora eficazes na obtenção da estabilidade dos preços, não atacam as verdadeiras causas da inflação, e por isso não são a forma adequada de solucionar o problema.

De acordo com Pereira (2006) não há, dentro da corrente estruturalista, uma linha de pensamento homogênea no que diz respeito à explicação do fenômeno inflacionário. Alguns dos autores identificados com esta escola, contudo, “propuseram visões teóricas desse fenômeno, que muito se aproximavam das proposições de inflação de demanda, defendidas por economistas ortodoxos” (p. 12).<sup>10</sup> Outros, contudo, buscaram interpretações baseadas na chamada teoria da distribuição de Cambridge,<sup>11</sup> explicando a inflação como um mecanismo gerador de poupança forçada dos trabalhadores.<sup>12</sup> Basicamente, tal mecanismo pressupõe a existência de um mecanismo distributivo que, dado o grau de utilização da capacidade produtiva, se ajusta como resposta aos excessos ou insuficiência de demanda. Na existência de um excesso de demanda, desencadear-se-ia um processo inflacionário que reduziria a renda real dos trabalhadores, reduzindo também o seu consumo e gerando a poupança “forçada” compatível com o nível de investimentos. Em outras palavras,

Essa inflação de demanda, ao gerar mudança na distribuição, transferiria renda de uma classe que poupa menos (ou nada) [ou seja, os trabalhadores] para a classe que mais poupa [os capitalistas], permitindo o aumento da poupança por meio da chamada ‘poupança forçada dos trabalhadores’. Ao diminuir o salário real, a inflação reduziria o consumo dos trabalhadores e

---

<sup>10</sup> Seria uma inflação causada por insuficiência de oferta, o que dá no mesmo. Magalhães (1968) resume as seguintes causas estruturais para a inflação, conforme a teoria cepalina: (i) estagnação da oferta de alimentos decorrente da estrutura fundiária que impede que a agricultura responda ao aumento da demanda resultante do desenvolvimento; (ii) insuficiência de importações; (iii) baixa taxa de formação de capital; e (iv) rigidez do sistema fiscal: quando a receita fiscal cai “o governo é obrigado a emitir com o fim de obter os recursos necessários ao atendimento da despesa pública” (Magalhães, 1968: 2214)

<sup>11</sup> A teoria de distribuição de Cambridge surge como resposta às deficiências do modelo de crescimento de Harrod (Harrod, 1948). Este, por sua vez, tem um resultado bastante peculiar, qual seja, a inexistência de qualquer garantia de que a taxa de crescimento efetivo da economia será aquela compatível com o crescimento equilibrado; e, uma vez obtida a taxa de crescimento equilibrado, não há qualquer garantia que a economia, uma vez desviada da posição de equilíbrio, voltará a ela – pelo contrário, a economia se afasta cada vez mais, cumulativamente. A abordagem Pós-Keynesiana procurou solucionar os problemas deste modelo através da reformulação de alguns dos pressupostos, incluindo variáveis que captam o grau de utilização da capacidade instalada e a distribuição de renda da economia. No modelo de Cambridge, a distribuição de renda é a variável de ajuste. Já no assim chamado modelo de Oxford, a distribuição de renda é dada, e o grau de utilização da capacidade instalada é a variável de ajuste do modelo – aumentos ou diminuições na taxa de crescimento levariam a aumentos ou diminuições no grau de utilização da capacidade.

<sup>12</sup> Para maiores detalhes sobre as concepções heterodoxas sobre inflação, inclusive aquelas teorias que não recorrem necessariamente à hipótese de poupança forçada, ver Bastos (2001).



Antes de prosseguirmos com a apresentação das influências da hipótese de poupança forçada sobre a tradição estruturalista brasileira, convém fazer alguns esclarecimentos a respeito de uma confusão teórica bastante comum no pensamento econômico brasileiro do período que estamos considerando. Trata-se, na verdade, da forma com a qual a hipótese da poupança forçada foi assimilada pelos economistas desta tradição. É comum, entre estes economistas, associar o problema de insuficiência de poupança – que, de acordo com a teoria de distribuição de Cambridge, conduziria a processos inflacionários – com algum tipo de deficiência da estrutura financeira vigente – que, do ponto de vista teórico, somente poderia causar interrupção do crescimento, mas não o desencadeamento de processos inflacionários. Na verdade, os problemas de insuficiência de poupança e insuficiência financeira<sup>14</sup> são problemas distintos. A insuficiência de poupança (uma vez aceita a hipótese da poupança forçada) não provoca interrupção do crescimento econômico: a economia continua crescendo, porém com inflação – a poupança, antes insuficiente, é supostamente obtida via redução forçada do consumo dos trabalhadores. Já o problema da insuficiência financeira não deveria gerar inflação: se o volume de poupança for adequado a um alto nível de investimentos, então um sistema financeiro insuficiente impediria que os recursos dos poupadores fossem direcionados aos investidores – a economia não cresceria nem haveria pressões inflacionárias. Por outro lado, se o volume de poupança for inferior ao nível previsto de investimentos, então um sistema financeiro insuficiente continuaria impedindo o crescimento. Só haverá inflação nesta economia se os investimentos superarem a poupança – mas, neste caso, a inflação é causada pela insuficiência de poupança, e não pela insuficiência financeira.<sup>15</sup>

A confusão comum no pensamento estruturalista é tratar indistintamente os conceitos de insuficiência de poupança e insuficiência financeira. Por exemplo, como veremos adiante, vários

---

<sup>13</sup> A teoria da distribuição de Cambridge sofreu importantes críticas dentro do próprio pensamento heterodoxo – o que significa que também a hipótese da poupança forçada foi questionada. Embora este trabalho não assuma como válida esta hipótese, entende-se que não é pertinente discuti-la em detalhes neste espaço. Para este fim, ver Pereira (2006).

<sup>14</sup> Chamaremos assim o que seria simplesmente uma estrutura financeira inadequada.

<sup>15</sup> A literatura pós-keynesiana tem outra solução para os problemas de insuficiência de poupança e insuficiência financeira – são os conceitos de *finance* e *funding*. A introdução do Princípio da Demanda Efetiva (doravante PDE) em substituição à Lei de Say leva ao reordenamento da relação de causalidade entre poupança e investimento – de acordo com o PDE, o aumento no investimento, componente da demanda agregada conduz ao aumento da renda e, dada a propensão marginal a poupar, leva, através da ação do multiplicador da renda, ao aumento da poupança, de modo que investimento e poupança se igualam *ex-post*. Assim, não há qualquer restrição de poupança para o processo de expansão econômica. As restrições ao crescimento podem ocorrer pela insuficiência de mecanismos que permitam a consolidação dos passivos dos empresários investidores (o *funding*), o que, na literatura desenvolvimentista brasileira se traduz nos problemas da insuficiência de mecanismos de financiamento de longo prazo. Note que a aceitação da hipótese de poupança forçada não é compatível com

autores estruturalistas sugerem reformas do sistema financeiro para substituir a poupança forçada por poupança voluntária e assim combater a inflação – quando, coerentemente com o referencial teórico em que se baseiam, o correto seria sugerir reformas do sistema financeiro para impedir a interrupção do crescimento, e outros tipos de reformas para elevar a poupança e assim eliminar a inflação.

### 3.1 Influências no pensamento econômico brasileiro

Entre os autores da tradição heterodoxa brasileira que baseiam suas interpretações para a inflação brasileira a partir da insuficiência de poupança, os mais notáveis são Celso Furtado e Maria da Conceição Tavares. Outros autores de tradição heterodoxa também ofereceram interpretações para o processo inflacionário brasileiro a partir da hipótese da poupança forçada, sem, no entanto, oferecer grande robustez teórica, como é o caso de Carlos Lessa e João Paulo de Almeida Magalhães. A hipótese da poupança forçada também inspirou os diagnósticos elaborados pela Comissão Mista Brasil-Estados Unidos (CMBEU) e pelo Grupo Misto BNDE-CEPAL.<sup>16</sup> Entre as instituições que, oficialmente, defendiam tal ponto de vista, é possível citar – e isto não parece ser mera coincidência – o BNDE, em suas exposições anuais sobre o Reparelhamento Econômico.<sup>17</sup>

Apesar dos diferentes desdobramentos que tal interpretação assume na obra de cada um dos autores a interpretação converge para a conclusão segundo a qual é preciso elevar a poupança interna para que o desenvolvimento econômico prossiga sem pressões inflacionárias. As propostas para obter tal resultado variam, passando desde reformas no sistema financeiro para inibir o consumo de luxo, até reformas no sistema financeiro para estimular a poupança voluntária. Curiosamente, muitas das interpretações baseadas na hipótese da poupança forçada também assumem que sem as emissões monetárias o processo inflacionário não teria lugar – o que não possui qualquer correlação com os resultados derivados da equação de Cambridge.

Começemos, portanto, pelo mais notável dos economistas desta categoria, Celso Furtado. Parte significativa da obra deste autor é dedicada essencialmente a um esforço de caracterização do subdesenvolvimento a partir da coexistência de dois setores econômicos: um moderno, de natureza capitalista, e outro atrasado, voltado para a subsistência, de natureza pré-capitalista. O setor capitalista,

---

o PDE, seja porque assume que a insuficiência de poupança é um entrave ao desenvolvimento (porque provoca inflação), seja porque assume que a inflação crônica e persistente resulta do excesso de demanda.

<sup>16</sup> As ações implementadas pelo Estado brasileiro em prol do desenvolvimento econômico foram forçadas a partir dos diagnósticos feitos no âmbito desses 2 grupos executivos de trabalho: a Comissão Mista Brasil-Estados Unidos, composta por técnicos brasileiros e norte-americanos, e o Grupo Misto BNDE-CEPAL, composto por técnicos brasileiros e cepalinos. Ambos os grupos foram formados na década de 1950.

<sup>17</sup> O Programa de Reparelhamento Econômico foi um conjunto de investimentos em transportes e energia sugeridos pela CMBEU, e foi a razão da criação do BNDE, que iria gerir o fundo criado para o financiamento do referido Programa – o

que se caracteriza pelo uso de técnicas capital-intensivas, poupadoras de mão-de-obra, e cuja dinâmica de crescimento é dada por fatores exógenos, torna-se incapaz de absorver o segmento pré-capitalista.<sup>18</sup> Os dois setores, assim, convivem, e o sistema econômico como um todo opera de tal forma que a superação da condição de subdesenvolvimento não só não é garantida a priori, como tende a se perpetuar, ou até mesmo se agravar.<sup>19</sup>

O modelo furtadiano se baseia na análise estruturalista, compartilhando a visão segundo a qual existiriam restrições internas e externas ao processo de desenvolvimento. A abordagem furtadiana das restrições internas pode ser resumida nas seguintes proposições: (i) a concentração de renda é uma característica inerente às economias subdesenvolvidas, e conduz ao surgimento de elites cujo padrão de consumo tende a replicar o das economias desenvolvidas; (ii) este padrão de consumo, que pode ser caracterizado como conspícuo, tende a esterilizar parte da poupança que, de outra forma, seria direcionada para os investimentos produtivos; (iii) a insuficiente poupança só pode ser compatibilizada com os elevados níveis de investimento mediante captação de poupança “forçada”, e a inflação é o mecanismo capaz de gerar esta poupança. A hipótese da poupança forçada foi mantida por Furtado até os dias atuais, sendo utilizada – inclusive de forma bastante explícita – em Furtado (1983) e Furtado (2002), por exemplo.

O uso da hipótese da poupança forçada por Furtado para explicar a inflação estrutural não significa que este autor deixasse de associar a moeda ao problema da inflação. Furtado (1976), por exemplo, atribui, entre tantas causas para a inflação, a inadequação das estruturas fiscais e financeiras, o que teria levado o Governo a depender “em maior ou menor grau, dos avanços do sistema bancário, com redesconto automático, para financiar os investimentos ou mesmo cobrir uma parte dos gastos correntes” (p. 140). Na mesma obra, Furtado reforça o argumento da insuficiência de poupança, agravado pelo aumento dos preços das máquinas e equipamentos resultante da redução da capacidade para importar.<sup>20</sup>

Os fluxos monetários, no entanto, não seriam a causa básica da inflação para Furtado, mas sim mecanismos de propagação daquelas causas (Furtado, 1976: 144).

A dificuldade em compreender a verdadeira natureza dos processos inflacionários, que na América Latina acompanharam as políticas de desenvolvimento na fase de perda de dinamismo do setor exportador, resultava de que toda a atenção se concentrava nos

---

Fundo de Reparelhamento Econômico. Por força de lei, o BNDE deveria encaminhar anualmente ao Congresso Nacional um relatório de atividades, que foram as Exposições sobre o Programa de Reparelhamento Econômico.

<sup>18</sup> Ver Furtado (1966) e Furtado (1968).

<sup>19</sup> Ver Furtado (1974).

<sup>20</sup> Outras fontes básicas de pressões inflacionárias seriam a inelasticidade da oferta de produtos agrícolas, a inadequação da infra-estrutura (incluindo a financeira) e a inadequação do fator humano. (Furtado, 1976).

mecanismos de propagação. Em consequência, prevaleceu o ponto de vista de que a inflação refletia um mau funcionamento dos fluxos monetários. Assim, a tolerância excessiva do sistema bancário para com o setor privado ou o abuso dos déficits orçamentários levariam a um excesso da demanda sobre a oferta – diagnosticando-se uma inflação de demanda; outras vezes a complacência dos Poderes Públicos abria a porta a uma elevação excessiva dos salários e constatava-se uma inflação de custos. Não resta dúvida que estas duas situações ocorreram repetidas vezes em muitos países latino-americanos, no correr dos últimos decênios, particularmente no imediato pós-guerra. Contudo, estas situações eram quase sempre respostas a pressões mais profundas, ou melhor, refletiam um esforço de adaptação no quadro de um processo mais complexo, cujos ingredientes principais eram as inflexibilidades estruturais e o propósito de prosseguir com uma política de desenvolvimento. (Furtado, 1976: 144)

Está claro, na passagem acima, que para Furtado as emissões monetárias não são as causas **básicas** da inflação, mas estão de certa forma associadas a ela, ainda que enquanto mecanismo de propagação.

Observe que, a partir deste diagnóstico para o problema inflacionário, medidas tipicamente monetaristas como contração monetária e posterior recessão são consideradas equivocadas, por não atacarem as causas estruturais da inflação. A solução consiste em elevar a poupança. Soluções que visem a substituição das emissões monetárias por outros meios de financiar o desenvolvimento são perfeitamente compatíveis com esta abordagem, desde que signifiquem substituir a poupança forçada por poupança voluntária ou compulsória. Em particular, Furtado sugeria uma reforma tributária que incidisse preponderantemente sobre o consumo de luxo, considerado improdutivo e ao mesmo tempo fonte de esterilização da poupança que, de outra forma, seria destinada aos investimentos no setor produtivo. Em outras palavras, Furtado sugeria medidas que substituíssem a poupança forçada dos trabalhadores pela poupança, ainda que compulsória, dos capitalistas.

Outra importante contribuição para a hipótese da poupança forçada na tradição desenvolvimentista brasileira foi a de Maria da Conceição Tavares. No entanto, ao contrário de Furtado, o tema foi abandonado nos trabalhos publicados por Tavares a partir da década de 1980. Os trabalhos utilizados na presente seção são aqueles nos quais a relação entre insuficiência de poupança e inflação aparecem de forma mais explícita e que ajudam a compreender, no seu conjunto, como a autora abordava o tema.

No clássico ensaio “Auge e declínio do processo de substituição de importações no Brasil”, de 1963, Tavares apresenta como se dá o processo de industrialização por substituição de importações no Brasil, defendendo o argumento segundo o qual o referido processo teve como resultado a modificação da pauta de importações brasileira, sem, no entanto, “substituí-las” completamente. Neste ensaio, são apresentadas restrições de natureza interna e externa que aparecem como obstáculos ao processo de desenvolvimento brasileiro, concentrando-se em discutir a restrição externa. Já a restrição interna é

discutida com maior ênfase no clássico “Notas sobre o problema do financiamento numa economia em desenvolvimento – o caso do Brasil” (1967). Nele, Tavares faz a relação entre o processo inflacionário em curso na economia brasileira e o problema do financiamento do desenvolvimento, no qual a inflação aparece como mecanismo “oculto” (p. 129) de transferência de recursos através de modificações violentas no sistema de preços relativos.

O argumento central é que os mecanismos de financiamento existentes durante o período primário-exportador eram suficientes para as necessidades daquele tipo de economia, mas foram tornando-se insuficientes para financiar o crescimento da atividade industrial em curso a partir do pós-guerra:

[...] em particular quando o processo de industrialização e urbanização adquiriu um ritmo mais intenso, as necessidades de financiamento alcançaram uma magnitude e uma diversificação dificilmente compatíveis com as disponibilidades de ‘poupanças’ que o sistema era capaz de, voluntariamente, suprir. (Tavares: 1967, 130).

Assim, a inflação teria funcionado como um

mecanismo de poupança forçada (em sentido global) mas principalmente como uma força capaz de dissolver uma certa rigidez da institucionalidade financeira e de proporcionar brechas e canais subterrâneos para transferência intersetorial de recursos entre as unidades familiares, as empresas e o setor público e, em particular, dos setores menos dinâmicos para os de maior potencialidade de crescimento. (Tavares, 1967: 131)

O mecanismo de distribuição de renda presente na teoria de Cambridge aparece implicitamente na obra de Tavares, atuando em benefício dos setores “de maior potencial de crescimento”, em detrimento dos “menos dinâmicos” (Tavares, 1967: 131). A inflação enquanto mecanismo de geração de poupança “forçada” para financiar o rápido processo de industrialização em curso apareceria como resultado de um sistema financeiro cujo crescimento era lento *vis-à-vis* o rápido crescimento do setor industrial, cujas demandas por financiamento eram maiores. Neste ensaio, a autora credits a inflação estrutural brasileira a um sistema financeiro de tamanho insuficiente – manifesto, entre outras coisas, por um mercado de capitais ainda embrionário – diante das necessidades crescentes de financiamento do desenvolvimento. “A inflação apresenta-se, assim, como um mecanismo heterodoxo de financiamento que, mediante tensões crescentes, mobiliza e sanciona a acumulação de capital.” (Tavares: 1967, 151).

Tal passagem é representativa do tratamento indistinto dos conceitos de insuficiência financeira e insuficiência de poupança, discutido na seção anterior. O mais relevante, contudo, é a presença da hipótese de poupança forçada – ou seja, da explicação para o fenômeno inflacionário a partir de uma causa estrutural, qual seja, a insuficiência de poupança.

Entretanto, a obra de Tavares sugere, em seu clássico “Além da estagnação”,<sup>21</sup> de 1970, que para a inflação funcionar como mecanismo de poupança forçada, seus mecanismos de propagação devem permanecer em níveis controlados, o que deixou de ocorrer na crise do início dos anos 1960. Este argumento se apóia em dois aspectos. Em primeiro lugar, “a maior solidariedade dos preços relativos [em um contexto de descontrole inflacionário] impedia uma transferência intersetorial dos custos, desmistificava os lucros ilusórios, estrangulava financeiramente as empresas” (p. 169). Em segundo lugar, inflação descontrolada leva à intensificação das pressões trabalhistas, limitando a “eficácia” do mecanismo distributivo sobre a poupança. De fato, a recuperação econômica em curso a partir de 1964 teve como um dos elementos condicionantes o arrocho salarial, e segundo a interpretação de Tavares, esta medida pode ser considerada “funcional do ponto de vista da luta contra a crise e da passagem a uma nova etapa de desenvolvimento capitalista” (p. 171), na medida em que permitiu distribuir renda em favor dos lucros e, portanto, proporcionar a recuperação econômica.

Não obstante Tavares recorrer à hipótese de poupança forçada e, portanto, a uma interpretação estruturalista para o problema da inflação, esta autora não nega a relação entre excesso de meios de pagamento e inflação. Para esta autora, parte dos dispêndios governamentais seria financiada de forma não-inflacionária, que seriam os tributos, e parte via emissões – que seria a via “inflacionária”. Isto fica claro na passagem abaixo.

No que concerne ao financiamento da infra-estrutura de serviços econômicos básicos, o Governo tem sido, no Brasil, capaz de financiar por via não-inflacionária boa parte do aumento de sua participação, mediante a criação de uma série de tributos vinculados diretamente à formação de capital nos vários setores. Já o financiamento dos déficits operacionais de suas empresas de utilidade pública, [...] tem recaído sistematicamente em forma crescente, até os últimos dois anos, sobre o Tesouro Nacional, sem contrapartida de receita, constituindo-se na principal componente da expansão do seu déficit de caixa e, automaticamente, numa pressão contínua sobre as Autoridades Monetárias. (Tavares, 1967: 144)

Também Carlos Lessa, no seu clássico “Quinze anos de política econômica”, de 1975, foi outro importante autor da linha desenvolvimentista que se utilizou da hipótese da poupança forçada para explicar a inflação brasileira. Os quinze anos aos quais se refere o título de sua obra, 1948 a 1963, são divididos em três fases. A primeira, que vai até 1950<sup>22</sup>, corresponde ao período da chamada industrialização não-intencional, no qual não haveria uma preocupação definida e “consciente” (p. 11) com o desenvolvimento industrial. Seria uma fase de industrialização não-coordenada, “fruto dos estímulos não intencionais – decorrentes das práticas cambiais processadas neste período” (p. 15) na

---

<sup>21</sup> Escrito em parceria com José Serra.

<sup>22</sup> E que, na verdade, tem início nos anos 1930.

qual o principal – senão o único – instrumento de política econômica utilizado era o cambial, condicionando a direção dos investimentos industriais. A segunda fase tem início em 1950 e se acentua em 1956 com o Plano de Metas; corresponde a uma política econômica deliberadamente voltada para o esforço de desenvolvimento industrial, o que pode ser percebido pelo uso intenso dos instrumentos fiscal e monetário em prol da industrialização, bem como pela subordinação do controle inflacionário à política de desenvolvimento. A terceira fase tem início em 1960 e seria marcada pela inflexão na política econômica causada, entre outros motivos, pelo descontrole inflacionário.

A primeira manifestação explícita de Lessa no que diz respeito à tese da inflação como mecanismo de captação de poupança forçada aparece quando indaga o porquê do Plano de Metas do governo JK não ter previsto, em sua concepção, um plano de financiamento. Ao esboçar uma resposta, Lessa lembra as efêmeras tentativas anteriores de combate à inflação por métodos ortodoxos – ou seja, contracionistas – que, por comprometerem o desempenho econômico, eram conflitantes com a política desenvolvimentista: “a simples formulação de um esquema de financiamento poderia induzir resistências por parte desta área, que já havia demonstrado não estar disposta a aceitar cortes em seus programas de expansão” (Lessa: 1975, 33). Ao explicar o processo inflacionário em curso durante a fase desenvolvimentista, Lessa mescla elementos de ortodoxia quando se utiliza do argumento do descontrole dos meios de pagamento (p. 25), mas também evidencia inspirar-se na hipótese da poupança forçada, ao explicar a inflação pelo caminho da insuficiência de um mecanismo de financiamento voluntário: “Na ausência de um esquema de financiamento voluntário, utópico em país subdesenvolvido, o esforço industrial postulado supunha, implicitamente, a formação de poupança forçada e a provável ativação dos mecanismos de propagação das pressões inflacionárias” (p. 75).

De acordo com Lessa, o instrumento inflacionário como forma de financiar o Plano de Metas foi escolhido de maneira não-deliberada por ter sido o que oferecia menos resistência aos interesses em jogo. As alternativas disponíveis, como uma reforma tributária que aumentasse a base de arrecadação, esquemas de financiamento de médio e longo prazo ou restrição do crédito bancário ao setor privado para evitar a expansão dos meios de pagamento, seriam inviáveis do ponto de vista político, segundo Lessa.<sup>23 24</sup>

---

<sup>23</sup> Uma reforma tributária que onerasse mais às empresas e às camadas de rendas mais altas seria inviável “face às forças atuantes no sistema” (Lessa, 1975: 83). A implementação de esquemas de financiamento de médio e longo prazos não seria viável “se não fosse assegurada satisfatória taxa de juros e defesa contra a desvalorização”. Por fim, reduzir o crédito ao setor privado como contrapartida à expansão de crédito ao setor público também esbarraria nos interesses do setor privado, seja porque lhes reduziria o consumo, seja devido à enorme necessidade de recursos por parte das empresas privadas.

<sup>24</sup> Alternativas ao que Lessa chama de financiamento inflacionário não seriam alcançadas senão pela via da longa negociação política e, por isso mesmo, não se vislumbrava, a curto prazo, que fossem alcançadas. Entre as soluções não-inflacionárias, cuja execução demandam mais tempo, e a solução inflacionária, cuja execução pode ser imediata, foi feita a opção por esta última.

Neste sentido, compreende-se que o esquema expansionista de meios de pagamento, apoiado no déficit do setor público, incorrendo em altos custos sociais ao recair principalmente sobre as classes de rendas contratuais, resultava de uma síntese de distintos interesses de certa forma convergentes na manutenção do movimento inflacionário. Não porque, conscientemente, aspirasse a extrair vantagens da inflação, mas sim porque suas posições no processo econômico conduziam à formulação de política econômica pelas linhas de menor resistência, tendentes a confirmar o movimento inflacionário. (LESSA: 1975: 84)

Também João Paulo de Almeida Magalhães, outro importante economista desenvolvimentista, formulou sua teoria para inflação inspirado na hipótese de poupança forçada. Magalhães (1964) identifica a existência de 3 tipos de inflação: de custos, de lucros e de investimento. Cada um destes tem como ponto de partida a existência de um conflito distributivo entre salários e lucros. As pressões da classe trabalhadora em elevar a participação dos salários na renda nacional estão por trás das inflações de custos, enquanto as tentativas dos empresários em elevar a participação dos lucros na renda configuram um quadro de inflação de lucros. Caso o aumento dos lucros seja destinado a expandir os investimentos, originar-se-á uma inflação de investimentos. Em todos os casos, contudo, a expansão dos meios de pagamento é o condicionante básico do desencadeamento do processo inflacionário, sem o qual não é possível ratificar os aumentos de preços.

A diferença entre a formulação de Magalhães com relação aos outros autores da tradição desenvolvimentista é que, enquanto para estes últimos a inflação é indesejada, embora funcional ao processo de desenvolvimento econômico, Magalhães (1968: 163) afirma que nos países subdesenvolvidos “a poupança forçada tem um papel positivo a desempenhar, visto que permite aumentar a taxa de formação do fator raro, capital.” Contudo, a inflação, segundo Magalhães, gera distorções e queda da produtividade do capital, e a forma de se combatê-la sem comprometer o desempenho econômico deve ser a adoção de medidas que substituam a poupança forçada pela poupança voluntária. Apesar do reconhecimento de um suposto papel “positivo” desempenhado pela inflação, Magalhães não faz qualquer defesa explícita do uso do mecanismo de poupança forçada, defendendo, pelo contrário, medidas de substituição deste mecanismo pela poupança voluntária.

A hipótese da poupança forçada também inspirou os diagnósticos produzidos para a economia brasileira produzidos pela Comissão Mista Brasil-Estados Unidos (CMBEU), pela Comissão Mista Cepal-BNDE e pelos relatórios anuais<sup>25</sup> do próprio BNDE. Considerando que o próprio Furtado fez parte da Comissão Cepal-BNDE, e que Maria da Conceição Tavares integrou a equipe do BNDE nos seus primeiros anos, não é coincidência que os diagnósticos façam uso da hipótese da poupança forçada.



No relatório da CMBEU, as causas estruturais da inflação têm como ponto de partida o próprio processo de industrialização e urbanização. Os estímulos dados à industrialização, entre eles as políticas protecionistas, teriam tornado os investimentos mais atraentes, enquanto a urbanização teria gerado uma maior necessidade de infra-estrutura e serviços públicos. O aumento do volume de investimentos gerados a partir daí não teria tido como contrapartida um aumento da poupança, à qual, segundo o relatório, não se concedeu qualquer estímulo. Além de a poupança existente ser insuficiente para o volume de investimentos em curso, ela ainda seria mal canalizada: de acordo com o relatório da Comissão, os institutos de pensões e aposentadorias, as caixas econômicas federais e as companhias de seguro de vida e capitalização vinham utilizando seus recursos preponderantemente para investimentos imobiliários, de baixa produtividade, em vez de canaliza-los para outros tipos de investimento.<sup>26</sup>

Restaria, portanto, o crédito bancário para financiar o volume de investimentos no setor produtivo. Assim, a alternativa de financiar os investimentos pela via inflacionária mostrava a natureza funcional exercida pela inflação, que aparece, no relatório da CMBEU, como o mecanismo que vai promover a transferência dos recursos dos grupos de renda fixa e de alguns grupos assalariados para os grupos desejosos de investir. A funcionalidade da inflação residia no fato de reprimir o consumo dos setores assalariados ou de renda fixa, gerando forçadamente a poupança necessária para o processo de acumulação de capital.

O ritmo acelerado de inflação da última década reflete basicamente a contínua dificuldade experimentada por vários grupos [...] econômicos, sociais e regionais em acordarem na divisão dos sacrifícios impostos pelo financiamento de um desenvolvimento econômico célere, relutando cada um dos grupos em aceitar a redução da taxa de incremento de consumo necessária para liberar os recursos exigidos por uma alta taxa de investimentos. Na ausência de tal moderação, e inexistindo um influxo maciço de financiamento estrangeiro,<sup>27</sup> a inflação se tornou um instrumento que permitiu, pelo menos intermitentemente, atingir-se um ritmo relativamente intenso de formação de capital mediante a contenção da taxa de crescimento do consumo de amplos segmentos da população. Os mais importantes veículos dessa inflação foram contínuos desequilíbrios orçamentários e a excessiva expansão do crédito bancário”. (Comissão Mista Brasil-Estados Unidos, 1955, p. 35).

Entretanto, à medida que o processo inflacionário se acelera e o movimento dos preços relativos torna-se cada vez menos desigual, sobretudo em decorrência das tensões sociais resultantes das

---

<sup>25</sup> Que na verdade eram intitulados “Exposição sobre o Programa de Reaparelhamento Econômico”.

<sup>26</sup> É compreensível que se queira direcionar a já insuficiente poupança para investimentos que expandam a capacidade produtiva da economia. Por outro lado, é negável que os investimentos residenciais também constituem uma necessidade, especialmente em economias subdesenvolvidas nos moldes do Brasil nos anos 1950 (e mesmo hoje em dia). Sugerir um redirecionamento dos investimentos em imóveis para os investimentos produtivos pode ser perverso, sem que se especifique sobre que camadas sociais recairiam os ônus de tais medidas.

<sup>27</sup> O relatório da CMBEU está supondo que a captação de poupança externa decorrente do influxo de capitais estrangeiros viria a se somar à poupança doméstica, o que permitiria a manutenção dos padrões de consumo sem sacrificá-los.

reivindicações de reajustes salariais, a inflação vai se tornando um mecanismo de baixa eficácia para gerar a poupança forçada, ficando apenas os seus ônus.

Como medidas anti-inflacionárias, a Comissão não descartava, em seu relatório final, o uso de políticas fiscal e monetária apertadas. Contudo, por tratar controle da inflação e desenvolvimento econômico como objetivos não-excludentes, a solução não poderia passar por medidas de desaceleração do ritmo de crescimento, mas sim pelo uso de métodos de obtenção de fundos não-inflacionários (que, de acordo com a tradição heterodoxa, significaria tão-somente não gerar poupança “forçada”) para o financiamento dos investimentos necessários à estratégia de desenvolvimento econômico. Para isto, a CMBEU concordava com a criação de fundos fiscais, cuja destinação seria específica e exclusiva para os projetos de investimentos nos setores de transporte e energia, os pontos de estrangulamento que a Comissão identificara e para cuja superação formulara dezenas de projetos.

Em todos os casos, trata-se de um método de financiamento que acarreta a canalização, para projetos prioritários, de fundos investíveis que, com toda probabilidade, seriam desviados ou para consumo direto ou para outros investimentos concorrentes [...] Na medida em que os investimentos constantes do programa da Comissão Mista se limitam a contrabalançar uma redução de consumo ou de investimentos em outros setores da economia, deles não emanará nenhuma repercussão inflacionária adicional, ou apenas repercussão muito limitada sobre o total das rendas monetárias” (COMISSÃO MISTA BRASIL-ESTADOS UNIDOS, 1956: 73)

O relatório final da CMBEU era favorável à criação do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico, bem como do formato de captação de recursos de origem fiscal, por significarem um “método de financiamento que acarretaria a canalização, para projetos prioritários, de fundos investíveis que, com toda probabilidade, seriam desviados ou para consumo direto ou para outros investimentos concorrentes.” (Idem, p. 73)

O relatório do Grupo Misto CEPAL-BNDE seguiu o mesmo caminho da CMBEU ao reforçar a hipótese da poupança forçada. Na verdade, a linha de argumentação presente no relatório é toda ela de estilo furtadiano,<sup>28</sup> ao atribuir a insuficiência de poupança ao padrão de consumo conspícuo realizado pelas camadas de rendas mais altas:

[...] será indispensável restringir a expansão do consumo na medida em que a renda for aumentando. Dever-se-á canalizar para fins de poupança, uma proporção cada vez maior do aumento da renda bruta que provenha dos novos investimentos. [...] Não seria [...] aconselhável confiar-se muito no aumento espontâneo da poupança resultante do aumento gradual e moderado da renda, conseguido pela execução de um programa. Os grupos de renda menor tenderão a aplicar sua maior receita na melhoria dos respectivos padrões de vida e muito pouco realmente se pode deles esperar no que concerne à poupança. Os grupos de renda mais elevada apresentam uma capacidade maior de poupança mas também tenderão a aumentar o consumo com a adoção de novos e luxuosos padrões de vida. Esses obstáculos têm

---

<sup>28</sup> Isto não é mera coincidência, uma vez que Furtado participou dos trabalhos deste grupo.

levado com frequência à substituição da poupança espontânea por métodos de financiamento inflacionários, os quais resultam em uma diminuição da renda real para os setores mais pobres da população. (Grupo Misto BNDE-CEPAL, 1957: 5)

Por fim, os relatórios anuais produzidos pelo BNDE sobre o Programa de Reparelhamento Econômico<sup>29</sup> também diagnosticaram a inflação como resultado de insuficiência de poupança. Os relatórios, contudo, davam maior ênfase nos mecanismos de transmissão, ou melhor, no excesso de crédito bancário e nas emissões monetárias incorridas por ocasião do financiamento do déficit público. Para BNDE (1958), por exemplo, a inflação não ocorreria sem que as autoridades monetárias e o sistema bancário

Fornecesse[m] ao público ampla e crescente oferta de meios de pagamento. O Governo e as empresas não teriam, sem essa oferta, os fundos necessários para financiar seus gastos excessivos com investimento e, ao mesmo tempo, cobrir as suas próprias despesas correntes, a preços continuamente em alta. (BNDE, 1958)

Diante de um quadro de insuficiência de poupança, a emissão de moeda e o crédito bancário aparecem como as únicas alternativas para se manter o investimento superior a poupança:

Em resultado [do excesso de investimento sobre a poupança], Governo e empresas privadas têm efetuado gastos com investimentos superiores ao valor, a preços constantes, das disponibilidades de bens de capital, para isso recorrendo, em larga medida, às emissões de papel-moeda e ao crédito bancário, com a conseqüente elevação dos preços daqueles artigos. Acresce que muitos dos investimentos efetuados, principalmente os governamentais, são, via de regra, de longo período de maturação, de sorte que nada produzem antes de dois, três ou quatro anos, conforme o caso, embora dêem lugar ao pagamento de salários e outras remunerações a fatores da produção, em todo o período de sua realização. Esse fato, aliado às facilidades de crédito aos consumidores (vendas a prestações) têm redundado em contínua exacerbação da procura monetária, que não podendo ser atendida por um aumento proporcional da disponibilidade de bens de consumo, principalmente de gêneros alimentícios, determina a elevação dos preços e do custo de vida. (BNDE, 1959: 19)

Ou seja, é as autoridades monetárias e o setor bancário sancionam o excesso de investimento – seja do governo ou do setor privado. Da forma como o argumento é construído, o excesso de investimentos sobre a poupança por si só não é capaz de gerar inflação, sendo necessário algum excesso de moeda.

#### *4. Considerações finais: excesso de moeda e inflação na tradição heterodoxa brasileira*

---

<sup>29</sup> A Exposição sobre o Programa de Reparelhamento Econômico era anual, e nele eram relatados os empréstimos do BNDE para os setores de infra-estrutura, conforme previsto no Programa. Em alguns anos (porém não em todos) dedicava-

Diante do que foi exposto, cabe a pergunta: a tradição heterodoxa brasileira foi condescendente para com a inflação?

Em primeiro lugar, cabe notar que reconhecer a funcionalidade da inflação no processo de desenvolvimento econômico, como fez a tradição heterodoxa no Brasil, não significa condescendência, ou tampouco defesa, da inflação. Uma leitura mais rigorosa dos textos dos principais expoentes desta corrente de pensamento durante as décadas de 1950 e 1960 esclarece que, apesar da inflação ter funcionado, para esta corrente, como mecanismo gerador de poupança forçada, seus efeitos tendem a se esgotar e a agravar o problema da distribuição de renda. Sendo assim, a inflação é, apesar de sua funcionalidade, indesejável. Tanto é verdade que os economistas estruturalistas reconheciam os males causados pela inflação, que fazia parte de sua agenda medidas de obtenção da estabilidade de preços. Este objetivo não poderia ser alcançado através de medidas de contração fiscal e monetária não porque os estruturalistas tinham uma preferência pelo crescimento em detrimento da estabilidade, mas simplesmente porque, coerentemente com o seu diagnóstico, a inflação era causada por razões estruturais e os remédios ortodoxos não as combateriam – e ainda por cima atrasariam o desenvolvimento econômico.

As propostas de combate à inflação dos estruturalistas passavam por reformas estruturais. O mecanismo da poupança forçada, por exemplo, deveria ser substituído pela poupança voluntária, através de uma reforma tributária que fosse capaz de impedir a canalização da poupança para o consumo de luxo, direcionando-a para o investimento produtivo. Outra reforma importante seria a do sistema financeiro, de modo a estimular a poupança voluntária. Ou seja, coerentemente com o diagnóstico estruturalista para a inflação, somente a implementação de reformas estruturais será capaz de garantir a estabilidade de preços – e o que é melhor: sem comprometer o desenvolvimento econômico.

A preocupação com o financiamento do desenvolvimento brasileiro a partir de alternativas não-inflacionárias fez parte da agenda dos economistas de tradição desenvolvimentista no Brasil. Ainda que tal preocupação fosse fundamentada numa idéia que associava, equivocadamente, a inflação com o problema da insuficiência financeira, a simples proposição já era algo representativo da preocupação que os economistas desta tradição tinham com o problema inflacionário, sobretudo porque estes reconheciam que o método freqüentemente utilizado para prover o financiamento – a emissão monetária – estava fortemente relacionado com o problema inflacionário – ainda que não como causa.

---

se uma seção para analisar o desempenho econômico. Era nestas ocasiões que o Banco fazia o seu diagnóstico para a inflação.

Assim, pode-se dizer que, no que diz respeito ao problema da inflação, monetaristas e estruturalistas se opunham em alguns aspectos, mas convergiam em outros. Convergiam em reconhecer a necessidade de financiar o desenvolvimento econômico – e em particular o déficit público – sem recorrer às emissões monetárias. Ainda que para os estruturalistas as emissões não fossem a causa da inflação, mas apenas o mecanismo de transmissão que a sancionaria a partir de causas estruturais, a relação entre emissões e inflação existiria, mesmo que de forma indireta. A forma com a qual as duas abordagens tratavam o problema do excesso de moeda não era meramente semântica. Na verdade, cada abordagem prescrevia uma política econômica distinta, decorrente dos diferentes olhares sobre o problema. Para os monetaristas, uma política de contração monetária reduziria a inflação porque lhe combateria as verdadeiras causas. Para os estruturalistas, tal política combateria a inflação (ainda que sem lhe combater as verdadeiras causas), porque impediria o funcionamento do mecanismo de transmissão. Ademais, os efeitos recessivos de tal política tenderiam a retardar o processo de superação da condição de subdesenvolvimento.

O segundo ponto passível de ser comparado nas duas abordagens é a formatação do sistema financeiro e o seu grau de (in)adequação às necessidades exigidas pela economia. Neste caso, é possível identificar muito mais semelhanças entre as duas abordagens do que diferenças. Para ambas as correntes, um sistema financeiro inadequado teria dois efeitos: por um lado, o governo seria obrigado a financiar-se via emissão monetária (pois não teria a possibilidade de fazê-lo mediante a emissão de títulos) e o setor privado deveria recorrer ao setor bancário para financiar-se. O resultado seria a expansão dos meios de pagamento. Para os monetaristas, isto conduziria imediatamente à inflação, por mera relação causal entre moeda e preços. Para os estruturalistas, a inadequação do sistema financeiro tenderia a agravar o problema da insuficiência de poupança. Ademais, se a alternativa para financiar o desenvolvimento era a emissão primária ou o crédito bancário – resultando sempre em expansão de M1 – o resultado sempre seria inflação.

Assim, é importante, portanto, frisar – e esta é, sem dúvida, a conclusão mais importante que se pode extrair do debate que recapitulamos ao longo do presente artigo – que tanto para para os monetaristas quanto para os autores da tradição heterodoxa discutidos no presente artigo, a emissão monetária **sempre** teria efeitos inflacionários. Ambos são, ainda que por razões distintas, *anti-emissionistas*. Buscar medidas alternativas ao financiamento via emissões era algo **consensual** entre os dois lados do debate. A seguinte passagem de Prebisch (1963), um dos mais importantes autores da tradição estruturalista latino-americana e inspirador de vários economistas brasileiros de sua época, é elucidativa quanto a este ponto:

Dois fatos explicam [...] que o nosso pensamento seja julgado de forma errônea. A tese tão corrente de que a inflação se deve somente à desordem financeira, à incontinência monetária dos países latino-americanos, é inaceitável para nós. Não porque neguemos esses desvios notórios, mas antes porque, na realidade latino-americana, existem fatores estruturais muito poderosos, que conduzem à inflação, e contra os quais resulta impotente a política monetária. [...] o segundo é a posição crítica que assumimos frente a certas medidas de estabilização monetária. Todos concordamos que é preciso um esforço supremo para deter a inflação e conseguir a estabilidade sobre bases firmes, mas preocupa-nos sobretudo consegui-lo à custa de um decréscimo na renda total, do seu estancamento ou do enfraquecimento do seu ritmo de desenvolvimento (Prebisch, 1963: 128-9)

Assim, não importa se a emissão monetária é a causa principal da inflação, ou mero mecanismo de transmissão. Ela era sempre **indesejada** para ambas as correntes. Assim, pode-se dizer que monetaristas e estruturalistas concordariam quanto à desejabilidade de se encontrar novas formas de financiar o desenvolvimento sem recorrer às emissões. Para os estruturalistas, trata-se de substituir a poupança forçada por voluntária ou compulsória – ou seja, substituir o financiamento inflacionário pelo não-inflacionário.

A citação de Prebisch transcrita acima também permite identificar o principal ponto de divergência entre as duas correntes no que diz respeito ao tratamento da inflação. Para os monetaristas, as políticas contracionistas convencionais bastariam para a obtenção da estabilidade de preços. Já os estruturalistas rejeitavam tais métodos, pois somente políticas que elevassem a poupança seriam eficazes para combater as verdadeiras e estruturais causas da inflação.

Assim, são injustas as críticas, tanto da ortodoxia quanto da heterodoxia recente, que acusam os economistas da tradição heterodoxa-estruturalista de serem condescendentes com a inflação. Ou, nas palavras definitivas de Bielschowsky:

Os estruturalistas não discordavam de seus opositores quanto aos danos potenciais da inflação. Seus pontos eram, primeiro, o de que a inflação era inevitável, apesar de não ser um apoio ao desenvolvimento econômico; e, segundo, que as políticas de estabilização obstruem o desenvolvimento econômico e são, em verdade, inócuas, já que a elevação de preços tende a reaparecer. (Bielschowsky, 1988: 24)

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO (BNDE) (VÁRIOS ANOS) *Exposição sobre o Programa de Reaparelhamento Econômico*. Rio de Janeiro.
- BASTOS, C. P. (2001) *Inflação e Estabilização* em FIORI, J. L. & MEDEIROS, C. (Orgs), Polarização Mundial e Crescimento, Petrópolis: Editora Vozes.
- BASTOS, P. P. Z. (2008) *Gestão macroeconômica, mudança institucional e revolução burguesa na era Vargas: quando a ortodoxia foi superada?* Texto para discussão, IE/UNICAMP.
- BIELSCHOWSKY, R. (1988) *Pensamento econômico brasileiro: o ciclo ideológico do desenvolvimentismo*. Rio de Janeiro, RJ : : Contraponto.
- BULHÕES, O. G. de (1960) *Economia e Política Econômica*. Rio de Janeiro: Agir.
- \_\_\_\_ & KINGSTON, J. (1947) *A política monetária para 1947*, Revista Brasileira de Economia, vol 1, nº 1.
- COMISSÃO MISTA BRASIL-ESTADOS UNIDOS (1955). *Balanço de Pagamentos*, em O OBSERVADOR ECONÔMICO E FINANCEIRO, Rio de Janeiro, Ed. Observador, nº 231, maio de 1955.
- \_\_\_\_. (1956). *Efeitos Econômicos e Financeiros do Programa*, em O OBSERVADOR ECONÔMICO E FINANCEIRO, Rio de Janeiro, Ed. Observador, nº 240/241, fev/mar de 1956.
- COSTA, M. H. & BULHÕES, O. G. (1958) *Pressão dos financiamentos sobre o Produto Nacional*. Revista Brasileira de Economia, vol. 12, nº 1.
- FRANCO, G. H. B. (2005) *Auge e declínio do inflacionismo no Brasil*, em GIAMBIAGI, F. et alli, Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004), Rio de Janeiro, Elsevier.
- FURTADO, C. (1976) *A economia latino-americana (formação histórica e problemas contemporâneos)*. São Paulo: Companhia Editora Nacional.
- \_\_\_\_. (1983). *O Brasil Pós-“Milagre”*. São Paulo: Paz e Terra.
- \_\_\_\_. (2002). *O problema da pobreza no Brasil*, em \_\_\_\_\_. (2002). Em busca de um novo modelo. Reflexões sobre a crise contemporânea. São Paulo: Paz e Terra.
- GRUPO MISTO BNDE-CEPAL (1957). *Análise e projeções do desenvolvimento econômico*. Rio de Janeiro: BNDE.
- GUDIN, E. (1950) *A reforma bancária e o problema do crédito*. Conferência realizada em São Paulo, no Centro Acadêmico Horacio Berlinck, em 14/04/50. Jornal do Commercio.
- \_\_\_\_. (1956) *Inflação, Crédito e Desenvolvimento*. Rio de Janeiro: Agir.

- \_\_\_\_\_. (1965) *Análise de problemas brasileiros (coletânea de artigos – 1965-1964)*. Rio de Janeiro: Agir.
- GURLEY, J. G. & SHAW, E. S. (1955) *Financial aspects of economic development*, em *The American Economic Review*, vol. 55, nº. 4.
- HARROD, R.F. (1948) *Towards a dynamic macroeconomics*. New York: Macmillan.
- LESSA, C. (1975) *Quinze anos de política econômica*. São Paulo: Editora Brasiliense.
- MCKINNON, R. I. (1973) *Money & Capital in Economic Development*. Washington, D. C.: The Brookings Institution
- MAGALHÃES, J. P. (1964) *Inflação e desenvolvimento*. Guanabara: Edições GRD
- \_\_\_\_\_. (1968) *A controvérsia brasileira sobre o desenvolvimento econômico: uma reformulação*. Rio de Janeiro: Record.
- PEREIRA, B. R. (2006) *Revisão Crítica da Hipótese de Poupança Forçada para a Economia Brasileira: 1946-1964*. Dissertação de Mestrado. Niterói: UFF/Faculdade de Economia.
- PREBISCH, R. (1963) *Dinâmica do desenvolvimento latino-americano*. Rio de Janeiro: Fundo de Cultura.
- SERRANO, F. (2001) *Equilíbrio Neoclássico de Mercado de Fatores: um ponto de vista Sraffiano*, Ensaio FEE, vol. 22, nº 1.
- SHAW, E. S. (1973) *Financial Deepening in Economic Development*. New York: Oxford University Press.
- SICSÚ, J. (2007) *Políticas não-monetárias de controle da inflação: uma abordagem pós-keynesiana*, em SICSÚ, J. Emprego, juros e câmbio: finanças globais e desemprego, Rio de Janeiro: Elsevier.
- TAVARES, Maria da Conceição(1963) *Auge e declínio do processo de substituição de importações no Brasil*, em TAVARES, M. C. (1979) Da substituição de Importações ao capitalismo financeiro, ensaios sobre a economia brasileira, Zahar, Rio de Janeiro.
- \_\_\_\_\_. (1967) *Notas sobre o problema do financiamento numa economia em desenvolvimento – o caso do Brasil*, em TAVARES, M. C. (1979) Da substituição de Importações ao capitalismo financeiro, ensaios sobre a economia brasileira, Zahar, Rio de Janeiro.
- \_\_\_\_\_. (1970) *Além da estagnação*, em TAVARES, M. C. (1979) Da substituição de Importações ao capitalismo financeiro, ensaios sobre a economia brasileira, Zahar, Rio de Janeiro.