

# **O CONCEITO DE MOEDA E PROCESSO INFLACIONÁRIO: A NECESSIDADE DE UMA REVISÃO CONCEITUAL ABRANGENTE\***

*Nelson B. Castan\*\**

## **1 — Introdução**

Colocando o nosso propósito sinteticamente, buscamos elaborar e sistematizar elementos que contribuam para a consolidação de uma teoria da inflação enquanto fenômeno essencialmente monetário. Existem vários trabalhos que, embora não concordando integralmente entre si e tampouco conosco, tratam da questão dentro de uma mesma lógica e estrutura conceitual — por exemplo: Aglietta (1979), De Vroey (1981), Lipietz (1982), Brunhoff (1978 e 1978a), entre outros. Daí nossa preocupação em dar a devida dimensão deste “paper”: pretendemos, simultaneamente, avançar o conhecimento dentro do paradigma, além de sistematizar algumas construções já propostas. Por isso, acreditamos que originalidade e sistematização de pontos já propostos se alternam em nosso trabalho.

O objeto de investigação deste artigo constitui-se em um dos temas mais pesquisados na teoria econômica. O debate é extenso; posições ora se confundem integralmente, ora se opõem ou, ainda, muitas vezes, apresentam áreas específicas de sobreposição. Assim, um mapeamento da literatura é extremamente trabalhoso, ainda que em uma pesquisa de maior fôlego seja absolutamente necessário. Como não o faremos aqui, sempre que nos referirmos a contribuições de autores, correremos o risco de não sermos integralmente fiel às suas concepções. No entanto acreditamos estar-nos referindo a aspectos essenciais de suas estruturas de pensamento.

---

\*Trabalho apresentado no XII Encontro Nacional de Economia promovido pela ANPEC, em São Paulo, dezembro de 1984.

Sou grato a Duílio Béni, Bob Samoyl e Eduardo Maldonado Filho pela leitura atenta e pelas sugestões que permitiram melhorar bastante vários aspectos do presente trabalho. Agradeço especialmente ao Eduardo por ter-me cedido vários itens da bibliografia utilizada.

\*\*Economista do Gabinete de Assessoramento Superior da Assembléia Legislativa do Rio Grande do Sul.

Outro esclarecimento: haverá pontos de tangenciamento com as concepções monetaristas (ou quantitativistas). Entretanto, em essência, o que iremos desenvolver se opõe e exclui essas derivações tradicionais. Não se trata aqui de qualquer aversão passional à ortodoxia monetarista. Ao contrário, à parte a sua prática política que é tristemente conservadora, o quantitativismo trouxe um aporte de conhecimento, principalmente a nível empírico, de valia indiscutível para o entendimento do processo inflacionário. Em termos dos critérios que usualmente se invocam para avaliar uma teoria, pode-se dizer que o monetarismo possui consistência interna, embora seja bastante precário quanto à completude, ou seja, seu aspecto de abrangência deixa a descoberto várias configurações da realidade.

Em uma primeira varredura, podem-se catalogar as teorias de inflação em dois grandes grupos: as que vêm o processo através da lente do chamado “conflito distributivo” — Arida (1981), Moraes (1982), Lara-Rezende e Lopes (1981), Bresser e Nakano (1984), etc. — e aquelas que o vêem enquanto fenômeno monetário, incluindo-se nesse grupo os monetaristas mais ortodoxos e, também, muitos de seus críticos — Friedman (1956, 1970), Friedman e Schwartz (1963), Brenner e Meltzer (1970), Simonsen (1970), Martone (1984), Kaldor (1982), Contador (1978), Montoro (1982), etc. Não é nossa meta aqui fazer uma crítica sistemática a todas essas concepções e autores. No entanto o mapeamento, embora ainda precário, é útil para auxiliar na demarcação das fronteiras do desenvolvimento analítico que iremos alinhar.

Sobre o primeiro grande grupo muito pouco podemos dizer nos limites deste artigo. Acreditamos que a questão vista como “conflito distributivo” padece de problemas conceituais não só por limitar-se ao espaço teórico da distribuição, atendo-se às categorias fenomênicas pertencentes a essa instância da realidade, como também por se apoiar nas teorias de concorrência oligopólica. Uma discussão das teorias de crise e inflação baseadas no “conflito distributivo” encontra-se em Shaikn (1983), Roosevelt (1977), Maldonado (1984) e Semmler (1982).

Por outro lado, daremos às concepções monetaristas uma atenção especial, pois muitos desenvolvimentos e conceitos a serem aqui elaborados ganham maior clareza quando contrastados com derivações das teorias quantitativistas da moeda. Os termos das equações de inflação marxista e monetarista são aparentemente equivalentes: de um lado moeda e de outro produção real. Uma tarefa que se nos impõe é, portanto, avançar além da semelhança aparente. Deparamo-nos com um problema também apontado por De Vroey (1981, p. 58):

“Surpreendentemente, a análise aqui apresentada possui claramente alguns pontos em comum com o enfoque monetarista. No entanto as suas estruturas e pressupostos diferem radicalmente”.

Este “paper” está estruturado da seguinte forma. No capítulo 2, discutimos o conceito de moeda na concepção monetarista ortodoxa, assim como as críticas “de dentro” que fazem alguns autores ainda nos limites da teoria econômica estabelecida. Prosseguimos no sentido de uma crítica “radical” a ambas as propostas, buscando, alternativamente, aprimorar o conceito de moeda-crédito como categoria que melhor apreende o fenômeno da expansão da liquidez no capitalismo moderno.

No Capítulo 3, discorremos sobre as definições político-institucionais da moeda-crédito. Buscamos equacionar a sua personalidade “ambígua”, pois, apesar de criada a partir de relações econômicas privadas, ganha uma aceitação social inquestionável pela validação quase total que lhe dá o Estado.

No Capítulo 4, examinamos os processos de perda sistemática de valor no funcionamento normal de uma economia capitalista. As crises na produção e/ou realização do valor podem ocorrer de maneira localizada em algum ramo de produção ou, mais generalizadamente, registrando declínio no lado real da equação monetária. A abrangência e a intensidade dessas crises periódicas são, na sua origem, independentes da questão monetária. Fornecem um elemento fundamental na compreensão da endemia inflação do capitalismo moderno.

No Capítulo 5, tratamos das modalidades de ajustamento das possíveis discrepâncias entre o fluxo de valor. Como a moeda que circula é um símbolo de valor (“token of value”, moeda-papel ou moeda fiduciária, cujo “valor” precisa ser comprovado), o seu processo de validação assume formas múltiplas. Essas modalidades de sancionamento de um símbolo (moeda), muitas vezes dissociado daquilo que representa (valor “trabalho abstrato socialmente necessário”), nos fornecem o outro elemento crucial no entendimento do processo inflacionário.

Por último, cabe assinalar que este “paper” contém um desenvolvimento a nível conceitual, sem que se possa aqui avançar na questão dos modelos concretos de determinação.<sup>1</sup> Sabemos que não é suficiente apenas construir uma cadeia lógica que explique a evolução do nível geral de preços como resultado do descompasso entre a expansão monetária (apreendida sob um novo conceito) e a geração de valor. A derivação dos mecanismos específicos que realizam essa lógica também se constitui em uma necessidade teórica.<sup>2</sup> Com relação a essa lacuna, devemos registrar que, principalmente nos Capítulos 4 e 5 do presente trabalho, optamos por uma descrição abrangente dos processos de perda de valor e das formas de ajustamento entre os fluxos monetário e de valor. Trata-se de movimentos excessivamente complexos e exigem tratamento analítico bastante aprofundado, embora não possamos fazê-lo aqui.

## 2 — Sobre o conceito de moeda

Nosso propósito neste Capítulo é proceder no sentido da construção de um conceito que melhor expresse a condição da moeda enquanto liquidez imediata (“immediate purchasing power”). A moeda-papel ou moeda fiduciária, enquanto

<sup>1</sup> Agradeço a Leonardo Basso a lembrança desta distinção que é fundamental.

<sup>2</sup> Dentro do paradigma monetarista também há essa distinção clara entre a concepção teórica desenvolvida a um nível mais abstrato e os mecanismos de transmissão. Vide, por exemplo, Brenner and Meltzer (1970, p. 72) e Tobin (1970, p. 88).

símbolo de valor, tem a finalidade única de servir como instrumento de trocas. Nessa acepção, se formos classificá-la como um ativo entre outros, a moeda constitui-se em algo único, completamente distinto de outros ativos, os quais poderiam ser classificados conforme a rentabilidade e/ou a liquidez. Essa moeda só pode ser concebida enquanto instrumento para a circulação da produção corrente. Fora disso, ela é essencialmente desnecessária. Se pensarmos a moeda fiduciária por oposição a moeda-mercadoria, podemos dizer, parafraseando Marx (1970, p. 121), que a moeda-papel tem valor porque circula, enquanto a moeda-mercadoria (ouro) circula porque tem valor. Disso se deduz que a moeda-papel irá permanecer em constante movimento, na busca incessante de cumprir a sua finalidade.

Antes de prosseguirmos na elaboração desse “novo” conceito de moeda (item 2.2 e Capítulo 3), é interessante focalizar, a seguir, a definição quantitativista e as críticas “de dentro”<sup>3</sup> que lhe dirigem outros autores.

## 2.1 — As concepções monetaristas e seus críticos

Na concepção monetarista ortodoxa, moeda é o somatório de moeda corrente (“currency”) e dos depósitos à vista (“demand deposits”) nos bancos comerciais (usualmente denominada M1). Esses dois componentes são formas de liquidez imediata, entendida enquanto um estoque que circula a uma certa velocidade, cuja função é facilitar as transações. Tal ponto é enfatizado por Friedman (1974, p. 5): “A moeda é tratada como um estoque, não como um fluxo, tampouco como uma composição entre fluxo e estoque”.

Essa moeda é vista não somente sob o ângulo do atributo que contém — constituir-se em liquidez imediata —, mas também como uma das formas alternativas de se manter riqueza. Sob esse aspecto, a moeda é igualmente vista como um entre vários ativos. Conforme diz Friedman (1956, p. 97):

---

<sup>3</sup> A qualificação “de dentro” justifica-se pelo fato de que essas críticas ao monetarismo situam-se ainda no interior de um mesmo paradigma, divergindo mais intensamente nas questões de política econômica do que no substrato teórico que lhes dão conteúdo. Vide, por exemplo, Modigliani (1977, p. 1):

“Não existe discordância analítica substancial entre os principais teóricos monetaristas e não-monetaristas. Milton Friedman foi uma vez citado por dizer que ‘Agora, todos nós somos keynesianos’, e eu estou perfeitamente preparado para retribuir dizendo que ‘todos nós monetaristas’ — se, monetarismo significar a atribuição ao estoque de moeda de um importante papel na determinação do produto e preços (...). Na realidade, o aspecto que distingue a escola monetarista e os pontos reais de desacordo com os não-monetaristas não é o monetarismo, mas o papel que provavelmente deve ser atribuído às políticas de estatização.”

“Será suficiente considerar cinco formas diferentes nas quais a riqueza pode ser mantida: (1) moeda M (. . .); (2) títulos B (. . .); (3) ações E (. . .); (4) ativos fixos G (. . .); (5) capital humano H”.

Também os críticos do monetarismo ortodoxo ressaltam o caráter da moeda enquanto um entre vários ativos alternativos. Estes são hierarquizados segundo o critério de solvabilidade, cujo objetivo é construir um conceito mais amplo de liquidez. Por exemplo, Kaldor (1982, p. 8-10) diz:

“Embora não tenhamos a oferta de moeda como uma magnitude irrelevante, nós a entendemos como somente uma parcela de uma estrutura de liquidez mais ampla na economia (. . .) É a totalidade da estrutura de liquidez que é relevante para as decisões de gastar (. . .)”.

Infelizmente, nenhum desses conceitos (liquidez ou estrutura global de liquidez) está explicitamente definido, embora existam indicações de que apenas para o sentido mais restrito do termo — ou seja, os meios de pagamento propriamente ditos — o conceito de moeda não seja passível de ser explicitado. Pode a mesma coisa ser dita sobre a noção mais ampla de liquidez? O mesmo problema de onde traçar a linha divisória parece, à primeira vista, tornar o uso do conceito mais amplo de liquidez tão difícil quanto o mais restrito.

No entanto isso não precisa ser necessariamente assim. Podem ser considerados ativos líquidos todos aqueles que podem ser trocados por moeda “(. . .) em qualquer momento, rapidamente após tomar a decisão e a um custo de transação relativamente pequeno (. . .)”.

Também no cenário brasileiro a mesma natureza de crítica à ortodoxia monetarista é veiculada. Muitas dessas colocações surgem em períodos quando a realidade se mostra rebelde às expectativas da teoria, e as políticas econômicas nela baseadas não têm as respostas esperadas. Entretanto essas reações aos livros-texto e às apresentações tradicionais não chegam a ferir as concepções básicas do monetarismo. Como veremos adiante, a solução que encontram para ampliar o conceito de moeda deixa de ser satisfatória.

Segundo o IPEA (apud Relat. reserv., 1983, p. 1), a julgar pela contração dos meios de pagamento, medida pelo conceito convencional de moeda, seria de esperar, ao longo de 1983, alguma queda no ritmo da inflação, fato que não ocorreu. O ajustamento no lado real da economia deveria ter sido mais intenso, ou seja, deveríamos estar observando uma recessão muito mais severa do que a efetivamente constatada até agora:

“Conclui-se (. . .) que o indicador mais relevante de liquidez na economia não deve ser a relação M1-IGP, mas sim um conceito muito mais amplo de moeda incluindo talvez a totalidade dos haveres financeiros (. . .).”

Dentro desse mesmo tipo de solução, Martone (1984, p. 1), aponta para um fenômeno que tem impressionado os analistas econômicos, ou seja, a queda contínua no estoque real de moeda no Brasil. A partir de meados de 1980, registrou-se

uma queda de 62% no estoque monetário real medido segundo o conceito M1. Conclui Martone que esse conceito de liquidez tornou-se

“( . . . ) apenas uma entre várias opções do público em manter ativos líquidos. A criação e extensão das aplicações no ‘open Market’, nos fundos de renda fixa e, mais recentemente, no dólar e nas cadernetas de poupança, modificaram radicalmente a estrutura do mercado monetário no Brasil”.

Também Montoro elabora sua crítica à ortodoxia monetarista, repisando nas semelhanças entre moeda e ativos financeiros e a importância dessa identidade para compreender o processo inflacionário:

“Apesar destas e, talvez outras possíveis diferenciações, todos os ativos (títulos) financeiros, inclusive moeda, mantêm a mesma natureza comum: são representativos de poder de compra e reserva de valor para seus detentores” (Montoro, 1982, p. 15).

A “( . . . ) visão tradicional pode ser criticada em vários aspectos. Em primeiro lugar, questiona-se a própria definição de moeda. O que seria moeda? Apenas papel-moeda em poder do público e depósitos à vista (M1), ou deve-se incluir também os depósitos a prazo (M2)? E por que não outros ativos tipo LTN, depósitos de poupança, etc. (M3)?” (Montoro, 1982, p. 138).

Até agora registramos dois elementos importantes na definição de moeda dentro da estrutura monetarista. Moeda é entendida como um estoque e como um ativo, ou seja, como uma forma alternativa de preservar a riqueza, a mais “líquida” possível. Observamos também que os críticos da versão ortodoxa do quantitativismo não só aceitam a característica de a moeda ser um ativo, como atribuem a isso uma relevância maior ainda, ampliando o conceito de moeda com a anexação de outros ativos financeiros com razoável grau de liquidez.

Prosseguindo nesta breve identificação de elementos problemáticos na estrutura monetarista, é importante discutir sobre o sentido do termo “velocidade”. Esse termo é imprescindível, dado a definição de moeda enquanto um estoque que deve circular algumas vezes para realizar todas as trocas no lado real da equação. O sentido lógico da concepção quantitativista é dependente de uma estabilidade na variável “velocidade”. Se essa constância não ocorre, a formulação fica comprometida, pois o modelo torna-se indeterminado. O próprio Friedman (1974, p. 6) reconhece que, nas verificações empíricas, a variável “velocidade” absorve as discrepâncias estatísticas da equação:

“Como um resultado,  $V$  ( . . . ) tem sido calculado geralmente como um número que tem a propriedade de tornar as equações corretas. Portanto, estes números calculados incorporaram toda a contrapartida da “discrepância estatística”.

Kaldor (1982, p. 10), ao comentar passagens do relatório do “radcliffe Committee”, crê ter eliminado quaisquer vestígios de coerência na concepção monetarista, exatamente naquilo que de melhor ela mesma se atribui — a recorrência uni-

forme da relação empírica entre estoque de moeda e preços.<sup>4</sup> Especificamente com relação à variável “velocidade”, o autor a reconhece simplesmente enquanto conceito estatístico:

“Por exemplo, é possível demonstrar estatisticamente que durante os últimos anos o volume de gastos aumentou substancialmente, enquanto a oferta de moeda pouco foi alterada; a velocidade de circulação da moeda aumentou. Nós não mais utilizamos este conceito porque não temos nenhuma razão para supor, ou qualquer experiência na história monetária que indique existir qualquer limite para a velocidade de circulação; trata-se de um conceito estatístico que não nos diz nada diretamente a respeito das motivações que influenciam o nível total da demanda. “Eu me pergunto se os membros da Comissão estavam integralmente cientes de que em uma sentença (...) eles repudiaram de todo a teoria quantitativa da moeda em todas as suas versões (...)”.

De forma semelhante a Kaldor, Marx (1967, p. 121) não atribui ao conceito de velocidade da circulação da moeda qualquer identidade própria. Trata-se de fenômeno no reflexo, somente compreensível a partir de outros movimentos:

“Assim como a circulação da moeda é, em geral, apenas um reflexo do processo de circulação das mercadorias, assim também a velocidade da circulação da moeda reflete a rapidez com que as mercadorias mudam a sua forma”.

## 2.2 – A moeda-crédito como forma dominante de criação de liquidez

O caminho que tentaremos seguir aqui é no sentido de elaborar um conceito de moeda que tenha nitidez teórica e que, muito em função disso, seja empiricamente operacional. Na verdade, a possibilidade de um tratamento estatístico rigoroso sempre irá repousar na acuidade dos conceitos subjacentes às variáveis com que se trabalha. Muitas vezes, o que se percebe como uma dificuldade empírica é nada mais do que lacunas teóricas que impedem uma apreensão menos ambígua da

---

<sup>4</sup> Apesar dos problemas estatísticos por ele mesmo apontados, a pretensão de Friedman (1956, p. 111) é notável:

“Não existe, talvez, nenhuma outra relação empírica na ciência econômica que tenha sido observada de ocorrer periodicamente de forma tão uniforme, sob as mais variadas circunstâncias, como a relação entre variações substanciais no estoque de moeda, sobre certo período de tempo, e as variações nos preços; um é invariavelmente relacionado com o outro, na mesma direção; esta constância, eu suponho, é da mesma ordem que muitas das relações que formam a base da física (...). Existe uma extraordinária estabilidade e regularidade empírica de magnitude, tais como a velocidade-renda, que não podem deixar de impressionar todos aqueles que trabalham extensivamente com os dados monetários”.

realidade. Assim entendemos as inúmeras tentativas de inclusão de vários ativos financeiros, na busca de um “mix” ideal que corresponda ao conceito de moeda, como, por exemplo, em Contador (1978, p. 601):

“É certo que existem muitos agregados monetários capazes de expressar, pelo menos a nível teórico, o nível de liquidez ou o que seriam os meios de transação de uma economia. As dificuldades surgem quando se procura uma contrapartida empírica para o conceito teórico (...).”

À medida que formos discutindo os elementos de nosso “novo” conceito de liquidez, tornar-se-ão claras as divergências com relação ao monetarismo ortodoxo e também com relação às soluções propostas pelos seus críticos “de dentro”.

É fundamental que, em um conceito de moeda enquanto meio de transação, se preserve o seu caráter estrito de liquidez imediata. Não se trata de definir moeda conforme graus de liquidez. Esse critério será sempre arbitrário e forçosamente inconclusivo. Trata-se da questão apontada por Kaldor, “where to draw the line?” (Kaldor, 1982, p. 10) ou, dito de outra forma, até onde se pode ir na seleção dos ativos que comporiam a “quase-moeda”?

Moeda, na função que estamos aqui estudando, só pode ser entendida como poder de compra imediato, não pelo tempo ou custo zero para sua atuação enquanto tal, mas sim porque existe exclusivamente para cumprir essa função. A moeda permanecerá sempre em movimento, na busca do seu valor equivalente, uma vez que se trata de um símbolo desprovido de valor intrínseco. Assim, a massa monetária traduz-se em constante pressão (monetizada) de demanda, em trânsito permanente para formas concretas de valor (mercadorias, ativos reais e seus representantes — os ativos financeiros).

Portanto, deve-se descartar desde logo a inclusão de ativos financeiros em um conceito de moeda, pois não representam “per se” pressão permanente sobre a produção corrente ou sobre os ativos reais disponíveis. Podem perfeitamente permanecer fora da circulação por longos períodos de tempo. Constituem-se em haveres sobre a riqueza (mercadorias ou ativos reais), embora não a disputem direta ou constantemente.

Muitos autores justificam a inclusão dos ativos financeiros na definição de moeda apoiados na inseparabilidade de suas funções enquanto meio de troca e reserva de valor. Em Montoro (1982, p. 5), por exemplo, lê-se:

“(...) as funções de moeda como meio de troca e como reserva de valor são inseparáveis, e, conseqüentemente, não é correto desconhecer a propriedade de reserva de valor, mesmo para fins puramente analíticos. Segundo Laidler (1969), a grande dúvida é saber se os motivos de transação são suficientes para elaborar isoladamente uma teoria de demanda de moeda. Aparentemente, não. A função reserva de valor e, portanto, demanda de moeda como um ativo é indissociável da função meio de troca”.

No entanto, apesar de ambos atributos serem indispensáveis para uma definição de moeda, eles não precisam estar juntos simultaneamente no mesmo instru-

mento monetário. Assim, a moeda legal emitida pelos Bancos Centrais e a moeda-crédito (MC) emitida pelas instituições do mercado financeiro funcionam exclusivamente como meio para as transações, que é exatamente a função que nos interessa para entender o processo inflacionário.

Esses títulos financeiros representam a contrapartida de operações ativas por parte do sistema financeiro na sua globalidade. São essas operações de crédito que dão origem à massa de liquidez imediata que flui permanentemente na economia. Trata-se do lado relevante da operação bancária “vis-à-vis” à criação de moeda, cuja finalidade é exclusivamente a de intermediação de mercadorias e ativos reais. Essa moeda-crédito emitida pelo sistema financeiro privado (incluindo aqui as instituições estatais que se moldam à racionalidade maior da economia) é a forma preeminente de criação de liquidez no capitalismo moderno.

A moeda-crédito corresponde à totalidade dos empréstimos colocados à disposição pelas casas de intermediação bancária e financeira.<sup>5</sup> Comparando-se essa massa de signos monetários em dois intervalos de tempo, pode-se dividi-la em duas parcelas: o fluxo de moeda-crédito registrado ao longo do período 1 e que, no período seguinte, novamente retorna à circulação e o acréscimo registrado ao longo desse intervalo, ou seja, a moeda-crédito líquida criada no período. A soma de ambas resulta no fluxo total de moeda-crédito em movimento no período 2.

Vários aspectos merecem ser comentados. Deve-se salientar, primeiro, a abrangência desse conceito. O fluxo de MC ao longo de um período engloba o componente maior de M1 que são exatamente os depósitos à vista. Esses depósitos à vista aparecem pelo lado das operações ativas, ou seja, são transformados em empréstimos. O fluxo de MC também engloba a totalidade dos ativos financeiros, os quais representam a outra face daquelas mesmas operações de financiamento. Na verdade, o fluxo de MC compreende muito mais que essas duas contrapartidas — depósitos à vista e ativos financeiros —, pois certas operações de financiamento não originam títulos usualmente negociados no mercado.

Assim, o fluxo incremental de MC na economia fornece a melhor medida do crescimento da liquidez. Não se coloca, portanto, o problema da escolha de quais ativos eleger como forma de (quase) moeda, questão que vem envolvendo os críticos do monetarismo ortodoxo. O conceito de moeda MC, assim como o conceito convencional M1, retém a natureza de liquidez imediata da moeda enquanto instrumento de trocas e, simultaneamente, permite que outras formas de liquidez além de M1 sejam captadas, tornando o conceito significativamente mais representativo. Ambas as inquietações de ortodoxos e críticos são efetivamente atendidas: não só se preserva a característica de poder de compra imediato, como também o conceito dá conta desse fenômeno em sua verdadeira dimensão.

Indicamos anteriormente os problemas advindos do fato de se trabalhar com a variável “velocidade”. Sua observação empírica não só registrava flutuações não

---

<sup>5</sup> No aspecto de criação e expansão de liquidez, o sistema de intermediação financeira deve ser visto mais como uma unidade, sem distinções relevantes entre suas várias instituições-membro.

esperadas pela teoria, como também a variável absorvia todas as imperfeições do modelo. Vista assim como um resíduo da regressão, a variável perdia qualquer poder explicativo “per se”. O conceito de moeda que estamos aprimorando, a medida que é pensado enquanto um fluxo por unidade de tempo, elide a necessidade dessa variável, subtraindo, assim, um aspecto desnecessariamente complicador de uma “equação de trocas” que se queira construir (vide capítulo 5, adiante).

O conceito passa a refletir melhor o fenômeno que pretende apreender: a expansão monetária via crédito é, de fato, um fluxo de moeda que é integrado à economia concomitantemente ao fluxo de produção. Não só um dado nível de moeda flui do sistema bancário e financeiro e a ele retorna, refluindo novamente, e assim incessantemente, como o próprio nível se desloca à medida que volumes adicionais de crédito são jogados no processo econômico. Esse fluxo global de massa monetária irá intermediar uma grande parte das trocas ao longo do ciclo produtivo.

Assim como a expansão monetária originada da monetização do déficit público, a expansão do crédito também possui uma dinâmica própria que deve ser desvendada e equacionada, tarefa que, se pode dizer, tão-somente iniciamos neste “paper”. É, portanto, um elemento com um moto próprio, embora, evidentemente, esteja ligado a outros processos econômicos e à decisão de política institucional. Já fizemos referência ao fato de o lado “real” da “equação de trocas” ter a sua própria racionalidade. Agora, com base nesse “novo” conceito de moeda, é possível também montar uma estrutura lógica que dê conta dos incrementos no nível do fluxo monetário. Do confronto entre essas duas dinâmicas é que poderemos compreender sobre a natureza do processo inflacionário.

### **3 — Os contornos institucionais da moeda-crédito**

A compreensão dos fenômenos monetários no capitalismo moderno vai além dos aspectos estritamente econômicos. Requer um nível adicional de construção teórica em que se possa conceber o Estado, a arbitragem política e as modalidades e fontes de legitimação frente às classes e segmentos de capital. Trata-se de um universo de conhecimento bastante amplo. Nos limites deste “paper”, buscaremos apontar tão-somente os contornos mais amplos dessa definição político-institucional. Defrontamo-nos aqui com uma opção: ou elaboramos a respeito das premissas e definições básicas, ou aprofundamos no sentido das técnicas jurídicas-operacionais. Por uma questão de método, dado o nível de abstração em que está proposto o presente “paper”, é natural que optemos pela primeira. Essa opção certamente não exclui a necessidade de, a partir do raciocínio mais amplo aqui colocado, avançar na concretização das formas operacionais.

A economia capitalista repousa no processo de validação social de mercadorias produzidas privadamente. O produto do trabalho individual tem que buscar a sua aceitação através da venda, ou seja, da realização do valor contido na mercadoria. Todo e qualquer empreendimento privado, tomado a partir de decisões individualizadas, deve dar mostras de sua aceitação social. Esse processo de validação ocorre na medida

em que o produto é vendido a preços determinados (não exclusivamente) pelo valor contido em cada unidade produzida. Esse processo nada mais é do que a compatibilização da divisão social do trabalho, a qual ocorre “a posteriori”, isto é, uma vez que a massa de recursos materiais e de trabalho já tenha sido alocada nos vários segmentos econômicos.

A moeda é a única forma de riqueza que não necessita dar provas de sua aceitação social. Contém a propriedade de “immediate, unconditional exchangeability”, ou seja, para sua validação não requer que seja vendida. Em um contexto de moeda-mercadoria (ouro), significa dizer que todo o trabalho alocado na sua produção adquire, “a priori”, a marca da sua aceitação social. Por outro lado, no contexto do capitalismo moderno, a prevalência quase exclusiva da moeda-papel de curso forçado (moeda fiduciária unificada sob a égide dos bancos centrais) é o resultado de um longo processo histórico em que o Estado aparece de forma progressivamente explícita enquanto instância de garantia dos sinais monetários em circulação. Em certo sentido, a questão monetária passa a conter, cada vez mais, elementos de natureza política, de jogo e acomodação de forças sociais.

A moeda-crédito contém uma contradição fundamental: de um lado, é emitida como fruto de relações sociais que se estabelecem ao nível privado e, de outro, obtém uma aceitação social imediata. Assim, segundo Lipietz (1982, p. 53):

“A moeda-crédito é a quantidade de meios de pagamento provida pelas instituições de crédito aos agentes econômicos com base na realização antecipada dos valores-em-processo existentes em formas não monetárias, tais como estoques. (...) Mesmo que seja um símbolo — não sendo produto do trabalho — a moeda-crédito é, não obstante, capaz de validar socialmente o trabalho privado; trabalho corporificado nas mercadorias”.

Essa dicotomia entre uma moeda que é criada a partir de decisões privadas e que é validada socialmente de imediato dá ao setor de intermediação financeira uma peculiaridade que inexistente em qualquer outro setor de aplicação de capital. A especificidade de produzir uma “mercadoria” que possui aceitação imediata está na origem do privilégio que goza o setor bancário, aí residindo, entre outras, as razões de seus ganhos continuados às expensas dos demais capitais. Ademais, essa moeda bancária, embora criada a partir de uma relação social entre capitais individuais, assume, desde logo, uma condição de moeda legal. A unificação entre “moedas privadas” (emitidas por instituições de crédito) e a moeda do Banco Central torna-as indistinguíveis.<sup>6</sup> Daí que o Estado, ao manter a credibilidade em sua moeda, “ipso

<sup>6</sup> Segundo Brunhoff (1978, p. 25),

“A moeda de crédito emitida pelos bancos têm um duplo aspecto: ela é moeda que permite as compras e vendas de mercadorias, tanto quanto as cédulas do Banco Central; ela é meio de financiamento para as empresas que fazem descontar seus títulos comerciais ou que tomam empréstimos de longo prazo. Por um lado, ela possibilita a circulação de mercadorias e, por outro, tem como contrapartida uma acumulação de obrigações que aumentam sem cessar”.

facto” estará também protegendo a moeda-crédito emitida por instituições privadas.

A identidade entre as moedas privadas e a oficial (“unified paper money”) dá ao sistema monetário no capitalismo moderno uma de suas principais características. A moeda escritural emitida pelas instituições bancárias é “convertível” em moeda legal sem quase qualquer risco. Significa que, embora tenham origem em relações sociais estabelecidas a níveis distintos, funcionam como formas idênticas de representação da riqueza. Aquilo que, em outra estrutura institucional, representaria uma coerção sobre a atividade das instituições financeiras privadas — a separação e, portanto, a possibilidade de conversão entre as moedas privadas e a legal<sup>7</sup> — desaparece em um sistema de moeda unificada.

Essa unificação das moedas dá origem a uma solidariedade entre Estado e setor financeiro privado e entre as instituições financeiras entre si. As várias moedas bancárias emitidas, apesar de não identificadas com os seus agentes emissores, servem de reserva (lastro) que possibilita a essas instituições privadas novas emissões, e assim sucessivamente. Ocorre uma fusão completa entre as moedas privadas e entre estas e a moeda do Banco Central. Na verdade, quando emitem moeda-crédito, os intermediários financeiros operam como se fossem bancos oficiais emissores, pois sua moeda é aceita como se fosse a moeda legal.

Além da característica de unificação das moedas, é fundamental, para delinear os contornos institucionais em que se insere a moeda-crédito, lembrar que não mais se vive em um sistema oficial de convertibilidade entre moeda-papel e moeda-mercadoria. Essa desobrigação por parte do Estado em dar provas do efetivo caráter monetário de sua moeda abre-lhe inúmeras possibilidades de postergar essa verificação. Historicamente, mesmo em períodos de moeda conversível, quando a convertibilidade era temporariamente suspensa, o Estado sempre encontrou formas de não saldar seus compromissos através da depreciação da moeda.<sup>8</sup>

A não-convertibilidade afrouxa sobremaneira a coerção sobre a moeda-crédito. A excessiva liberdade com que as casas bancárias ampliam o crédito, mesmo sem olharmos para o aspecto qualitativo dos empreendimentos a que se destinam, repousa na facilidade de que desfrutam em postergar a realização de perdas. Essa facilidade, por sua vez, é decorrência direta da quase infinita “convertibilidade” de suas moedas na moeda oficial através dos inúmeros expedientes de redesconto ou

<sup>7</sup> Segundo De Vroey (1981, p. 17),

“O outro tipo, a moeda não oficial, consiste em moeda-crédito, ou seja moeda criada ‘ex-nihilo’ pelos bancos. Essas moedas bancárias são próprias a cada banco (...) [elas] são notas promissórias a pagar, ou seja, a serem trocadas por moeda legal, a qualquer momento e com plena paridade de troca”.

<sup>8</sup> Segundo Marx (1970, p. 109),

“(.) a discrepância entre o conteúdo nominal e o conteúdo real (da moeda metálica), determinado pelo próprio processo de circulação, tem sido aproveitada tanto pelo Governo como por aventureiros que falsificam a cunhagem das mais variadas formas”.

empréstimos de liquidez. Esses expedientes, por seu turno, só podem existir em um contexto de não-convertibilidade da moeda fiduciária oficial em moeda-mercadoria. O que antes era unicamente um artifício do Estado para não honrar seus compromissos, na estrutura atual de moeda fiduciária e unificada, passou também a ser um expediente dos intermediários financeiros privados para socializar perdas. A facilidade com que as casas bancárias privadas obtêm liquidez junto à autoridade monetária impede que ocorra a “desmonetização” de suas próprias moedas, pelo menos em uma proporção próxima à inadimplência de seus tomadores.<sup>9</sup>

Esses parâmetros institucionais — unificação de moedas e ausência de convertibilidade — restringem bastante a “independência” da política monetária. O Estado passa em boa medida a simplesmente administrar situações de fato que lhe são apresentadas, adequando-se “ex post” à racionalidade do sistema financeiro privado. Nesse sentido é que Kaldor entende a política dos bancos centrais:

“( . . . ) o Banco Central não pode recusar o desconto dos “eligible bills” oferecidos a ele pelos bancos. Se assim o fizesse, ao estabelecer um limite fixo à quantidade que os bancos poderiam descontar cada dia ou semana, o Banco Central falharia na sua função de prestador de última instância ao sistema bancário, o que é essencial para impedir a insolvência do sistema devido à falta de liquidez. Exatamente porque as autoridades monetárias não podem se dar ao luxo de permitir as consequências desastrosas de um colapso do sistema bancário, ( . . . ) a oferta de moeda em uma economia de moeda-crédito é endógena ( . . . )” (Kaldor, 1982, p. 47).

Suzanne De Brunhoff (1978, p. 27), trabalhando dentro de um paradigma conceitual distinto em relação a Kaldor, chega a conclusões semelhantes:

“( . . . ) a política monetária vê-se a si mesma como uma atividade política ofensiva. Em realidade, ela só pode corresponder a uma prática estatal defensiva. Por meio das regras formuladas pela política monetária, o Estado apresenta-se simultaneamente como o promotor e o garantidor da coerção monetária, quando na verdade ele só toma conhecimento dela no momento em que ele próprio é atingido”.

---

<sup>9</sup> Pode-se visualizar melhor este cenário, contrastando-o com a situação alternativa de moeda-crédito não unificada. Segundo De Vroey (1981, p. 20), se o empreendimento financiado fracassa e desaparece como unidade independente de capital, o não-pagamento de seus débitos faz com que

“( . . . ) para honrar seu passivo o banco tem, então, que retirar de seu ativo circulante. Isto tem duas consequências. Primeiro, ocorre uma perda para o banco. Ele, como assim fosse, tem que comprar suas próprias notas (emitidas). Segundo, a massa total de moeda em circulação diminuirá, ao menos se assumirmos que a razão empréstimos-reservas está, sempre, no seu máximo”.

Essas observações, ainda que integralmente válidas ao nível mais geral de construção lógica, não poderiam responder pelos aspectos mais concretos e pelas especificidades dos sistemas e das políticas monetárias nos diferentes países capitalistas. Daí que, somando-se as duas características discutidas anteriormente — a unificação das moedas fiduciárias e a sua não—convertibilidade em moeda-mercadoria —, o controle sobre a expansão monetária também deve ser compreendido como resultado de compromisso político. Os diversos casos de negociação do sistema financeiro com a autoridade monetária e os programas de ajustamento econômico estão permeados pelo perfil de fidelidade do Estado às diversas classes e segmentos de classe, assim como pelas diversas frações de capital.

Sob esse aspecto, a política monetária vê-se crescentemente em dificuldades para manter a sua face ideológica de equidistância. Não pode mais ser entendida como uma questão de escolha deliberada, mas sim de cumprir o seu papel maior no sentido da perpetuação da estrutura econômica. Segundo Aglietta (1979, p. 349):

“Por um lado, o Estado não tem participação na origem da moeda bancária. Como emissor de moeda para a compensação entre os bancos, e como um emprestador em última instância, o Banco Central dá uma validação social às emissões privadas. Por outro lado, o Estado é garantidor da moeda nacional. Assim, ele não pode permitir a superação da divisão existente entre as diferentes moedas bancárias, pela destruição do poder social de compra que estas sustentam. Portanto, o Banco Central deve impor uma limitação monetária generalizada. Por isto, a política monetária será sempre um compromisso. A facilidade ou dificuldade em realizar este compromisso estará sempre relacionada a maior ou menor severidade das contradições internas da lei da acumulação. Uma vez que a limitação monetária se faz sentir através de práticas de administração das proporções a serem observadas na composição dos ativos dos bancos, das reservas obrigatórias a serem depositadas no Banco Central, e do volume maior ou menor das compras e vendas que o Banco Central faz dos títulos governamentais, é possível ter-se a ilusão de que o Banco Central efetivamente determina a quantidade de moeda. Uma vez que, em períodos de crise, a função de manter a solvência do sistema bancário força o Banco Central a intervir massivamente na compensação bancária e a desempenhar o papel de emprestador em última instância, pode parecer que a frouxidão na política monetária se constitui na causa da crise”.

Encapsular o sistema financeiro, objetivando protegê-lo dos riscos que lhe impõem as crises de produção e realização do setor produtivo, passa a ser identificado com o interesse geral da sociedade. Por razões dessa ordem é que se compreende a posição privilegiada dos intermediários financeiros, enquanto setor de aplicação de capitais, e as taxas de lucro relativamente elevadas de que desfrutam.

A interação Estado—setor financeiro privado apresenta, portanto, dois aspectos: de um lado, a política monetária é endógena à medida que se adequa às si-

tuações engendradas pelos intermediários financeiros; de outro, ela se reveste de um caráter eminentemente exógeno ao materializar compromissos políticos que trazem embutidos uma maior ou menor condescendência “vis-à-vis” às crises de liquidez do sistema financeiro. Assim, a questão “endogeneidade ou exogeneidade” da oferta monetária deve ser colocada em outro nível de compreensão.<sup>10</sup> Ao contrário do debate tradicional,<sup>11</sup> essas possibilidades não devem ser vistas como mutuamente excludentes, mas como momentos ou faces de uma mesma racionalidade embutida no Estado capitalista e que se alternam no tempo.

## 4 — Perdas de valor

A compreensão da dinâmica inflacionária, vista enquanto fenômeno de descompasso entre o fluxo de signos monetários e o fluxo de produção real (fluxo de valor, i.e., de trabalho abstrato socialmente necessário), requer uma estrutura teórica que mostre a necessidade de perdas sistemáticas de valor como processos permanentes ao funcionamento do capitalismo. A natureza, a periodicidade e a intensidade em que esses processos ocorrem constituem-se em conteúdos importantes na explicação das diferentes experiências inflacionárias. Nosso propósito neste Capítulo 4 é descrever, esquemática e brevemente, os movimentos próprios do lado real da equação de trocas. Uma vez indicados esses processos, e apoiados na moeda-crédito enquanto forma dominante de criação de liquidez, poderemos, no Capítulo 5 deste “paper”, delinear as formas de ajustamento entre aqueles fluxos.

Como já indicamos anteriormente, em uma economia capitalista, o sucesso de qualquer negócio está na dependência da aceitação social do seu produto. A existência de demanda pelos valores de uso produzidos (ou com potencial para tanto) e a sua venda (realização) mostra ter sido correta a decisão tomada “a priori” em alocar recursos e força de trabalho naquela esfera de produção.

Esse constitui-se em um dos aspectos fundamentais da lei do valor. Empreendimentos privados dão provas de serem saudáveis quando sua produção é vendida

<sup>10</sup> Brunhoff (1978, p. 14) expõe com clareza o conteúdo dessa polaridade:

“O Estado (...) é ao mesmo tempo caracterizado por um tipo de ‘exterioridade’ (ele está acima da sociedade) e por sua imanência, devido ao fato de ter especialmente um papel econômico a desempenhar.

“(...) Na contradição imanência/exterioridade (...) o aspecto é ora a imanência, ora a exterioridade (no caso da moeda, ora a gestão, ora a sanção política). Mas, evidentemente, os termos da contradição só têm sentido um em relação ao outro”.

<sup>11</sup> Em Bresser Pereira e Nakano (1984), essa dicotomia aparece sob a forma da oposição entre fatores “sancionadores”, ou seja, a adaptação endógena da oferta monetária ao nível de preços, e fatores “aceleradores” e/ou “mantenedores”, ou seja a causação originária (exógena) do processo inflacionário através da prática monopolista de aumento dos “mark ups” e do poder dos sindicatos em defender, mesmo que parcialmente, os salários reais.

e sua capacidade instalada “suficientemente” utilizada. Isso significa, de um lado, que o valor produzido está sendo realizado (total ou parcialmente, conforme os preços de mercado estejam situados acima ou abaixo dos preços de produção). Mais importante ainda: significa que o valor corporificado no capital constante vem sendo transferido ao produto final, ou seja, o capital avançado está retornando juntamente com o novo valor agregado pela força de trabalho.

A não-ocorrência dessa validação de trabalho social despendido aparece, portanto, sob a forma de mercadorias invendáveis e/ou capacidade instalada ociosa. Vale dizer que em ambas as possibilidades — valor já produzido, mas não realizado e valor potencial não sendo gerado — a massa de valor estará sendo perdida.

O circuito do capital — as várias metamorfoses do capital-valor — deve decorrer em um intervalo de tempo determinado. Para que o circuito se desenvolva com sucesso, ele deve acontecer em um período médio de tempo, peculiar a cada esfera de negócios e determinado conforme as condições de produção e circulação prevalentes. Quando isso não ocorre, a unidade de capital, ou a totalidade do setor produtivo, deve ser penalizada. Essa sanção é a contrapartida monetária da perda de valor e aparece na forma de uma redução acentuada na taxa de lucro.

As crises econômicas no capitalismo obedecem basicamente a três lógicas específicas. Não é nossa preocupação nos limites deste “paper” derivá-las teoricamente. A literatura é extensa a esse respeito.<sup>12</sup> A breve elaboração que faremos será suficiente para indicar a existência desses processos sistemáticos e bastante abrangentes de perda de valor.<sup>13</sup> Trata-se de cenários de crise que explicam o baixo ritmo de crescimento, ou mesmo o decréscimo do lado real da equação monetária. Essa digressão também é importante para fixar a posição de que é possível construir cenários de crise sem recorrer aos chamados mecanismos de regulação monopolista como, por exemplo, a obsolescência planejada e antecipada.<sup>14</sup>

<sup>12</sup> Há muitos trabalhos compreensivos sobre teorias de crise. Vide, por exemplo, Shaikh (1983 e 1983a), Gordon (1978), Olin-Wright (1977), Mandel (1975). As crises setoriais, devido ao super ou subdimensionamento de ramos industriais ao longo do processo de formação dos preços de produção, encontram um bom tratamento teórico em Marx (1967a) e Rubin (1972).

<sup>13</sup> Ao ressaltar o caráter abrangente das perdas de valor, excluímos de nossa análise as pequenas e repetidas incongruências entre produção e consumo. Essa exclusão se justifica pelo fato de as perdas de valor daí decorrentes serem proporcionalmente pequenas e, portanto, absorvidas em outros processos dominantes.

<sup>14</sup> Aglietta (1979) e De Vroey (1981) arrolam vários itens que distinguem duas etapas na história do capitalismo: o período clássico ou da acumulação “extensiva” e a etapa mais recente caracterizada pela predominância dos mecanismos de regulação monopolista, também chamada de acumulação “intensiva”. Entre esses itens tem destaque a modalidade de desvalorização do capital fixo. No regime de acumulação “intensiva”, essa desvalorização constitui-se em processo de obsolescência permanente e planejada. Segundo esses autores, através do poder de mercado que detêm, as firmas antecipam essas perdas de valor devido à modalidade de obsolescência, transferindo esse ônus aos compradores de seus produtos via elevação de preços.

Primeiramente, assinalamos o fenômeno recorrente do super ou subdimensionamento de setores produtivos específicos. Trata-se do próprio movimento subjacente à formação da taxa geral de lucro. O super ou subinvestimento setorial é o mecanismo através do qual os capitais alocados em cada esfera de negócios buscam áreas de retorno mais atrativas ou tratam de escapar de ramos industriais que vêm, por algum tempo, remunerando os capitais abaixo da média setorial da economia. A uma situação de altas taxas de lucratividade sucede-se um movimento de ingresso maciço de capitais, com aumento da capacidade instalada que, por sua vez, faz a taxa de retorno setorial reduzir-se abaixo da média. Nessa conjuntura, as perdas de valor, na esfera produtiva em análise, podem alcançar magnitudes expressivas, conforme o próprio tamanho relativo do ramo industrial e o grau em que a oferta expandida supera a necessidade social (monetizada) do produto. Mesmo assim, esse tipo de perda de valor ocorre, a cada momento, em somente um número limitado de setores econômicos.

Já o segundo cenário de crise econômica é mais abrangente que o acima. Sabemos que, acompanhando a tendência de crescimento de longo prazo, a economia capitalista mostra um padrão de oscilações de curto prazo. Trata-se do conhecido fenômeno dos ciclos econômicos de curta duração, em que se observa uma sucessão relativamente rápida entre as fases de retomada de crescimento e contração e declínio no ritmo da atividade produtiva. Ao contrário da primeira situação de crise setorial, esse processo se generaliza, tomando conta da maioria das esferas de atividade. Significa que, nesse contexto de recessão, irão ocorrer perdas substanciais de valor, seja na forma de mercadorias invendáveis, seja através da desvalorização dos elementos do capital.

Por último, e ainda mais importante como fenômeno de perda maciça de valor, há o cenário da depressão econômica. A mesma sintomatologia apontada anteriormente surge também neste contexto, todavia em intensidade substancialmente maior. O processo é qualitativamente distinto. A lógica que o rege tem sido discutida, comprovada e contraditada exaustivamente na literatura econômica: trata-se do processo da “queda tendencial da taxa geral de lucro”. As relações antagonísticas de classe, que dão a linha mestra das muitas facetas da produção capitalista, determinam o crescimento continuado da composição técnica do capital e, de maneira um pouco menos intensa, da composição orgânica. O outro lado desse processo é a queda efetiva (empiricamente observável) da taxa de lucro média na economia. Pelo fato de ser uma tendência predominante, os efeitos contrários vão sendo absorvidos, e a rentabilidade média declina até um ponto de ruptura.

O processo de crise propriamente se desenrola a partir desse ponto. Até aí, o lado real da equação monetária apresentava simplesmente uma redução no seu ritmo de crescimento. Daqui para frente dá-se uma estagnação ou uma perda em termos absolutos. A massa de trabalho produtivo em atividade na economia reduz-se, assim como o valor corporificado nas máquinas, equipamentos e instalações não consegue ser transferido para o valor das mercadorias, pela própria ociosidade dessa capacidade instalada. O processo se aprofunda à medida que os planos de investimento são cortados ou totalmente eliminados na grande parte dos setores industri-

ais. Há um processo em cadeia de desapareição e absorção de unidades de capital, a inadimplência pode se tornar generalizada e, como resultado de tudo isso, a taxa média de lucro na economia submerge cada vez mais, reencetando-se um novo “round” dessa dinâmica.

Todos os três cenários acima apontados constituem processos sistemáticos e abrangentes de perda de valor. Trata-se de construções lógicas, elaboradas aqui a um dado nível de simplificação e cuja gênese é concebida independentemente do lado monetário da equação de trocas.

## 5 — O ajustamento entre os fluxos monetário e de valor

No raciocínio a ser construído neste Capítulo, tomamos como evidente a interligação entre o circuito monetário e o produtivo. Aquele só se completa, uma vez que este tenha sido concluído com sucesso. A chamada órbita financeira deve ser compreendida a partir do circuito do capital-valor. A questão que nos propomos a entender são as formas de ajustamento, fenômenos que, muitas vezes, são vistos como a autonomia do circuito financeiro.

O sistema monetário é fundamentalmente o reflexo das condições objetivas que norteiam os processos de produção e circulação. A agenda de pagamentos está vinculada às expectativas dos tempos de produção, circulação e realização das mercadorias. Os contratos de financiamento são assinados na pressuposição de que o capital produtivo irá cumprir as várias etapas de seu ciclo normal, gerando as receitas necessárias para o pagamento das parcelas adiantadas, acrescidas dos juros e de outros encargos. O descumprimento desses prazos coloca em risco o sistema de intermediação financeira, pois significa que terá dificuldades em honrar a sua própria escala de pagamentos. Claro está que essa interdependência se faz presente, de maneira inequívoca, quando o insucesso na consecução do circuito de capital é um fenômeno de caráter generalizado, assim como descrevemos nos vários cenários de perda de valor.

Na elaboração teórica aqui proposta, nosso objetivo em localizar as formas de ajustamento entre os fluxos monetário e produtivo restringe-se àqueles circuitos em que se faz presente a moeda-crédito. Como vimos no Capítulo 3, essa moeda é emitida com base na geração futura de valor, ou seja, a sua confirmação enquanto signo de valor está condicionada à efetivação do processo produtivo no qual foi alocada. Esse é um dos sentidos que se pode atribuir à afirmação de Aglietta, segundo a qual a moeda-crédito “(. . .) é moeda bancária criada “ex-nihilo”. Trata-se de poder de compra que é criado sem existir, de imediato, a contrapartida em valor. Essa equivalência entre o fluxo monetário (fluxo de rendas nominais) e o fluxo de produção real está ainda por acontecer.

Podemos precisar agora a equação de trocas, ou seja, relacionar os elementos que compõem os dois termos da identidade que se estabelece ao nível agregado entre valores e preços. Conforme De Vroey (1981, p. 11):

“Em um sistema de produção de mercadorias, em qualquer momento da troca, a soma total dos preços ou receitas corresponde à soma total dos valores. De fato, em um contexto como este, uma receita pode surgir somente como resultado da criação e transferência de valor. As quantidades coincidem, pois dizem respeito ao mesmo processo, a validação social do trabalho privado. No entanto, aquelas somas não podem ser confundidas, pois constituem espaços teóricos diferenciados. A relação quantitativa entre valores e preços pode ser feita somente a nível global. A este nível elas estão ligadas através de um operador ou conversor que é a expressão monetária (ME) do tempo de trabalho socialmente despendido”.

Segundo de Vroey, essa equivalência “ex post” entre valores e preços pode ser formalizada como:

$$\Sigma \text{ preços} = \text{ME} \cdot (\Sigma \text{ valores}), (1)$$

onde ME é o conversor entre uma unidade de valor e uma unidade de preços. O processo inflacionário resulta exatamente da mudança de ME ao longo do tempo, que se constitui, portanto, no elemento explicativo mais importante na variação do nível geral de preços (GLP). A taxa de crescimento desse índice seria determinada pela taxa de variação de ME descontada a taxa de incremento na produtividade (q). Utilizando a formulação de De Vroey,

$$\text{GLP/GLP} = \text{ME/ME} - q/q \quad (2)$$

a identidade (1) acima não nos informa a respeito do processo de ajustamento. É necessário formular a relação em termos de variáveis “ex ante” e, a partir da sua não-equivalência, construir logicamente as alternativas de ajustamento. Não é ocioso repetir o que já dissemos na Introdução: os quatro cenários de acomodação entre GPP e TR que apontaremos abaixo não contêm os mecanismos específicos que operem na sua concretização.

Devemos, assim, conceituar “ex ante” os dois fluxos a serem ajustados. De um lado temos a variável Poder de Compra Global (GPP) que é composta pela receita monetária resultante de circuitos anteriores somada à criação líquida de moeda-crédito pelo sistema financeiro. De outro, temos a variável Necessidades para as Transações (TR) que é o resultado do produto entre um índice de quantidade produzida e o valor unitário médio das mercadorias. A identidade (1) acima pode ser reescrita:

$$\text{GPP}(t) = \text{ME}(t) \cdot \text{TR}(t) \quad (3), \text{ ou seja,}$$

em cada período de tempo, a discrepância entre GPP e TR pode ser eliminada através de uma variação em ME. Temos que examinar também as alternativas de ajustamento através das alterações possíveis nas próprias variáveis GPP e TR, ME mantendo-se constante.

A partir de um crescimento equilibrado entre GPP e TR, o descompasso instala-se devido a um ritmo menos intenso ou mesmo negativo de crescimento em TR. A intensidade do declínio em TR será função de magnitude das perdas de valor na crise econômica. Como já referimos anteriormente, esse é o primeiro desdobramento efetivo na lógica da crise e, no seu nascedouro, obedece a razões que são independentes do fluxo monetário. A chamada crise de crédito (ou crise das instituições e

instrumentos financeiros) é uma decorrência ao longo do processo de crise já deflagrada.

Delineamos quatro alternativas não excludentes de ajustamento. A primeira existe entre os elementos no interior da própria variável TR. Quando se reduzem as quantidades produzidas, parte ou toda essa perda em termos de “quantum” pode ser compensada por um acréscimo no valor unitário das mercadorias. O valor do capital constante a ser transferido incidirá sobre um volume menor de mercadorias produzidas, enquanto que o valor da força de trabalho por unidade de produto se mantém o mesmo. Essa possibilidade, concebida logicamente na estrutura da teoria do valor trabalho, constitui-se em pressão inflacionária (não explicada pela evolução de ME) muitas vezes ignorada ou, então, compreendida como fenômeno de poder oligopólico. Em termos da equação (2), a taxa incremental de GLP seria explicada pela evolução negativa em  $q$ . Faça-se a ressalva, no entanto, que, em um contexto de retração mais aprofundada, essa modalidade de ajustamento é bastante limitada devido ao estreitamento generalizado dos mercados.

A segunda opção de ajustamento a uma queda no ritmo de crescimento de TR é o que se pode chamar de “alternativa keynesiana”. O próprio volume real de transações (a componente “quantum” de TR) voltaria a níveis de crescimento mais elevados resultantes do efeito-demanda, dado o excesso de poder de compra tornado possível pela continuidade na expansão do fluxo monetário. Nessa modalidade, o ajustamento deixaria inalterados ME e GLP. Assim como a alternativa anterior, a saída keynesiana tem fôlego limitado, sendo suplantada pela intensidade e escopo das forças originárias que decretaram a retração em TR. Quando esse limite próximo é alcançado, caímos em uma outra modalidade de compatibilização (a quarta e última a ser comentada neste “paper”): o ajuste inflacionário com a elevação de ME. Afinal, a mais dramática das facetas do keynesianismo é que, nos momentos críticos da economia capitalista, seus mecanismos de recuperação têm se revelado incapazes de reverter a tendência de descenso na atividade econômica. Se assim não fosse, as crises seriam facilmente reversíveis através do “fine tuning” keynesiano.

A terceira forma de ajustamento entre os fluxos monetário e de valor, deflagrado pelo declínio deste, dá-se através da eliminação do excesso de signos monetários. Nesse caso, a moeda-crédito não percorre o seu circuito de validação normal, situação em que o empreendimento financiado teria sido bem sucedido e a moeda retornaria ao banco para saldar a dívida. Ao contrário, a moeda-crédito emitida não irá obter uma contrapartida de produto real, devendo ser “desmonetizada”, ou seja, destruída, enquanto equivalente geral, e, portanto, subtraída ao GPP.

A não-realização do valor ou mesmo a sua não-produção determinará uma alocação de prejuízos, cuja magnitude poderá fazer transbordar a contabilização das perdas e atingir o banco emissor. Quando isso acontece, a parcela irrecuperável do empréstimo é riscada da contabilidade bancária, retraindo a capacidade do banco em continuar emitindo aos ritmos habituais. Essa perda se traduziria concretamente, seja na utilização por parte do banco das suas reservas em “high powered money”, seja no congelamento de novos depósitos que perdem sua capacidade de multiplicação, pois destinam-se a honrar a parcela a descoberto do passivo. Em consequên-

cia, reduz-se a liquidez global na economia à medida que o novo nível de emissão de moeda privada terá que se adequar ao patamar inferior de encaixes em moeda oficial.

Nas situações de crise e perda maciça de valor, esse processo de “desmonetização” irá generalizar-se e atingirá uma parcela expressiva de casas bancárias, inclusive levando-as a desaparecimento enquanto unidades de capital. Isso ocorre quando as instituições emissoras de moeda privada têm as suas reservas em moeda oficial completamente esgotadas e são incapazes de continuar honrando sua própria moeda através da sua conversão em moeda legal. Nesse caso, instaura-se um movimento em cadeia que penaliza também os credores das instituições financeiras, cujos depósitos e haveres financeiros são desvalorizados ou mesmo eliminados. A absorção das perdas de valor limita-se àqueles direta ou indiretamente envolvidos nos empreendimentos malsucedidos. Na distribuição dos prejuízos, mantém-se o caráter privado da relação social estabelecida entre credores e devedores. A retração na variável GPP é correspondentemente magnificada, possibilitando a ME manter-se estável.

Como vimos no Capítulo 3, em função dos contornos institucionais da moeda-crédito na economia contemporânea e da natureza da legitimação do Estado capitalista, este processo de ajustamento entre GPP e TR via desmonetização generalizada não irá ocorrer, pelo menos na magnitude necessária a não pressionar ME de maneira a mais do que anular a sua tendência declinante em função do aumento médio de produtividade na economia. Isso nos remete à quarta e última modalidade de ajustamento, precisamente aquela que mais se aproxima de experiências de economias capitalistas, industrializadas e retardatárias, com predominância de formas autoritárias de poder.

Nesta última alternativa de adequação entre os fluxos de valor e monetário, ocorre aquilo que De Vroey (1981) definiu como a pseudovalidação da moeda, ou seja, a continuidade na circulação da moeda-crédito apesar do decréscimo relativo no “quantum” de valor naqueles empreendimentos que deram início em seus circuitos de capital, utilizando quantias significativas dessa moeda. Face a uma retração de proporções significativas em TR e dada a rigidez em GPP pela quase ausência de “desmonetização” dos “ill-fated loans”, o ajuste ocorrerá quase integralmente em ME, o qual causará a maior parte da variação em GLP. Trata-se da acomodação inflacionária da crise de produção e/ou de realização de valor.

Nesse processo, têm papel fundamental os vários mecanismos de quitação meramente contábil das dívidas, seja na forma de reescalonamento de prazos, renegociação e repactuação de dívidas não pagas, transformação de empréstimos sem retorno em capital de risco, etc. É claro que, implícita em todas essas opções de cancelamento de empréstimos incobráveis, está a capacidade dos bancos centrais de funcionar como emprestadores de última instância. De Vroey (1981, p. 28) é taxativo nesse sentido:

“O cerne de toda esta argumentação é obviamente a idéia de que o Banco Central efetivamente faz uso de sua possibilidade em atuar como emprestador em última instância”.

Prejuízos que, na modalidade de ajustamento anterior, seriam absorvidos de forma mais circunscrita, limitados às unidades de capital envolvidas nas relações de débito e crédito, agora são dissipados para toda a economia. A crise de liquidez no sistema financeiro é mantida entre limites bastante estreitos, através dos vários instrumentos de transferência de moeda legal, os quais recompõem os encaixes necessários, possibilitando que as casas bancárias mais ameaçadas continuem operando.

Viabiliza-se com isso uma verdadeira doação de recursos sociais. Uma confluência de interesses plasma uma cadeia de solidariedade que propugna e se beneficia da aplicação desses instrumentos de socorro financeiro. Esse elo compreende desde, e principalmente, as próprias instituições financeiras ameaçadas de desaparecimento, enquanto unidades independentes de capital, até as empresas devedoras em situação de virtual inadimplência. Estas recebem uma sobrevida que, em muitos casos, significa uma má alocação de recursos. Também, em alguma medida, os credores desses intermediários financeiros são interessados nesse tipo de solução.

Somente aqueles segmentos de classe e setores de capital que não se inserem nesse grupo de interesses são os perdedores naturais, embora poucas vezes conscientes de sua condição.

## Bibliografia

- AGLIETTA, Michel. **A theory of capitalism regulation. The US experience.** London, New Left Books, 1979.
- ARIDA, Pérsio. Reajuste salarial e inflação: uma sugestão de política econômica. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 9, Olinda, 8-11, dez. 1981. *Anais* . . . Olinda, ANPEC, 1981.
- BRENNER, Karl and MELTZER, Allan. Friedman's monetary theory. In: GORDON, R. J. **Milton Friedman's monetary framework: a debate with his critics.** Chicago, Ed. Univ. Chicago Press, 1970.
- BRESSER Pereira, L. C. e NAKANO, Yoshiaki. Fatores aceleradores, mantenedores e sancionadores da inflação. **Revista de Economia Política**, vol. 4, nº 1, jan.-mar. 1984.
- BRUNHOFF, S. **A política monetária. Uma tentativa de interpretação Marxista.** Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1978.
- . **The state, capital and economic policy.** London, Pluto Press Ltda., 1978a.

- CONTADOR, Cláudio R. O conceito de moeda no Brasil: uma sugestão. In: **Pesquisa e Planejamento Econômico**, 8(3), Rio de Janeiro, dez. 1978.
- FRIEDMAN, M. (1956). The quantity theory of money: a restatement. In: **Monetary theory: selected readings**. Baltimore USA, Penguin Books, 1969.
- . (1970). A theoretical framework for monetary analysis. In: GORDON, R. J. **Milton Friedman's monetary framework: a debate with his critics**. Chicago, Ed. Univ. Chicago Press, 1970.
- FRIEDMAN, M. and SCHWARTZ, A. J. **A monetary history of the United States: 1867-1960**. Princenton University Press, 1963.
- GORDON, David. Up and down the long roller coaster. In: **US Capitalism in crisis**. New York, URPE, 1978.
- KALDOR, Nicholas. **The scourge of monetarism**. New York, Oxford University Press, 1982.
- LARA-RESENDE, A. e LOPES, F. Sobre as causas da recente aceleração inflacionária. In: **Pesquisa e Planejamento Econômico**, 11(3), Rio de Janeiro, dez. 1981.
- LIPIETZ, A. Credit money. A condition permitting inflationary crisis. **Review of Radical Political Economy**, 14:2, New York, 1982.
- MALDONADO FILHO, Eduardo. **Concorrência e preços administrados: uma crítica às teorias de oligopólio**. Porto Alegre, 1984. (mimeo)
- MANDEL, Ernest. **Late capitalism**. London, New Left Books, 1975.
- MARTONE, C. A demanda de moeda e a queda de liquidez real. In: **Informações FIEP**, nº 45, São Paulo, jan. 1984.
- MARX, K. **Capital**. New York, International Publishers, 1967. v.I
- . **Capital**. New York, International Publishers, 1967a. v.III
- . **A contribution to the critique of political economy**. New York, International Publishers, 1970.
- MODIGLIANI, Franco. The monetary controversy or, should we forsake stabilization policies? **The American Economic Review**, march 1977.
- MONTORO FILHO, A. F. **Moeda e sistema financeiro no Brasil**. Rio de Janeiro, IPEA/INPES, 1982.
- MORAES, R. Camps. A nova política salarial: alguns efeitos esperados e observados. **Revista da ANPEC**, Ano V, nº 6, set. 1982.
- OLIN-WRIGHT, Erik. Alternative perspectives in the Marxist theory of accumulation and crisis. In: SCHWARTZ, Jesse, (ed.). **The subtle analysis of capitalism**. Santa Monica, Ca., Goodyear Publishing, 1977.
- PELÁEZ, C. M. e SURIGAN, W. **História monetária do Brasil: análise da política, comportamento e instituições monetárias**. Rio de Janeiro, IPEA/INPES, 1976.

RELATÓRIO RESERVADO nº 889. Rio de Janeiro, 12-18 dez. 1983.

ROOSEVELT, Frank. Cambridge economics as commodity fetishism. In: **The subtle anatomy of capitalism**. California, Goodyear Publishing Company, 1977.

RUBIN, Isaak. **Essays on Marx's theory of value**. Detroit, Black and Red, 1972.

SHAIK, Anwar. Uma introdução às histórias das teorias da crise. **Ensaio FEE**, Ano 4, nº 1, v.7. Porto Alegre, FEE, 1983.

———. **The current world economic crisis: causes and implications**. New York, New School for Social Research, 1983a. (mimeo)

SIMONSEN, M. H. **Inflação: gradualismo X tratamento de choque**. Rio de Janeiro, ANPEC, 1970.

SEMMLER, W. **Competition and monopoly: on the relevance of the Marxian theory of prices of production for modern industrial and corporate pricing**. New York, 1982. (mimeo)

TOBIN, James. Friedman's theoretical framework. In: GORDON, Robert J. **Milton Friedman's monetary framework: a debate with his critics**. Chicago, Ed. Univ. Chicago Press, 1970.

VROEY, Michel De. **Money and inflation in intensive accumulation. A conceptual introduction to Aglietta's theory of inflation**. Louvain (Belgium), 1981. (mimeo)