

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS**

ASSILIO LUIZ ZANELLA DE ARAUJO

**ESTRUTURA ECONÔMICA, INTERESSES E POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL
(1964-1980)**

Porto Alegre

2021

ASSILIO LUIZ ZANELLA DE ARAUJO

**ESTRUTURA ECONÔMICA, INTERESSES E POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL
(1964-1980)**

Tese submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título de Doutor em Economia, área de concentração: Economia do Desenvolvimento.

Orientador: Prof. Dr. Fernando Ferrari Filho

Porto Alegre

2021

CIP - Catalogação na Publicação

Araujo, Assilio Luiz Zanella de
Estrutura econômica, interesses e política
monetária no Brasil (1964-1980) / Assilio Luiz Zanella
de Araujo. -- 2021.
143 f.
Orientador: Fernando Ferrari.

Tese (Doutorado) -- Universidade Federal do Rio
Grande do Sul, Faculdade de Ciências Econômicas,
Programa de Pós-Graduação em Economia, Porto Alegre,
BR-RS, 2021.

1. Política monetária. 2. Economia política
radical. 3. Classes sociais. 4. Estrutura econômica.
I. Ferrari, Fernando, orient. II. Título.

ASSILIO LUIZ ZANELLA DE ARAUJO

**ESTRUTURA ECONÔMICA, INTERESSES E POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL
(1964-1980)**

Aprovada em: Porto Alegre, 15 de dezembro de 2021.

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. Fernando Ferrari Filho – Orientador
UFRGS

Prof. Dr. Miguel Bruno
IBGE/UERJ

Prof. Dr. Eduardo Maldonado Filho

Prof. Dr. Octávio Augusto Conceição
UFRGS

À minha família

AGRADECIMENTOS

Algumas pessoas foram indispensáveis para a finalização dessa tese, a saber: meus pais e minha irmã, que me ajudaram nos momentos de maior angústia, mostrando-me que havia uma luz no fim do túnel; meus amigos (não os cito nominalmente para não esquecer de ninguém), não apenas por terem tornado esse período difícil mais agradável, mas também porque aprendi com eles e com suas experiências; meu orientador, Fernando Ferrari, que acreditou no meu potencial desde sua orientação da minha dissertação de mestrado, tendo sido sempre solícito aos meus pedidos e parceiro na publicação de alguns trabalhos; os professores do Programa de Pós-Graduação em Economia da UFRGS, em particular o Prof. Eduardo Maldonado, pelas conversas em sala de aula e por ter me incentivado a expor as minhas ideias; e meu supervisor em Cambridge, Prof. Philip Arestis, por ter me proporcionado uma experiência ímpar. Ana Luíza, Tércio, Laura e Rosana também foram fundamentais nessa fase.

“As variáveis macroeconômicas são, por conseguinte, expressão do equilíbrio existente entre as forças sociais que disputam a apropriação da renda, ou, visto de outro ângulo, a conformação imposta a essas forças pelo sistema de dominação social.” (Furtado, 2013, p. 238)

RESUMO

A presente tese aborda a política monetária no Brasil, entre 1964 e 1980, a partir da ótica da Economia Política Radical. De acordo com essa perspectiva, a política monetária é resultado dos conflitos sociais em torno da distribuição da renda e de uma série de características estruturais/institucionais da economia, que condicionam e são condicionadas por aqueles. Como a literatura teórica sobre esse tema é relativamente enxuta, a primeira pretensão da tese é a de apontar caminhos que possam ser trilhados para o seu desenvolvimento. Para tanto, além de apresentar as principais abordagens sobre o tema, discutimos os fundamentos teóricos das mesmas, em particular as visões sobre a taxa de juros e sobre o funcionamento do Estado. A parte analítica da tese é inspirada principalmente na *Contested Terrain Approach*. Diante disso, procedeu-se da seguinte forma: a partir da análise de algumas características estruturais e do grau de autonomia da autoridade monetária, foram apresentados os interesses das classes e frações sociais em torno da política monetária, bem como a capacidade que cada uma tinha de influenciar no comportamento daquela. Considerando as limitações impostas pelo próprio contexto econômico e político à condução da política monetária, esta parece estar de acordo, ao longo do período analisado, com os interesses das frações sociais dominantes. Com isso, o autor espera ter contribuído para uma compreensão mais global acerca dos determinantes da política monetária nesse período específico, bem como construído uma espécie de guia para outros trabalhos que pretendam se aventurar nessa direção.

Palavras-chave: Política Monetária. Economia Política Radical. Classes sociais. Estrutura econômica.

ABSTRACT

This thesis analyses monetary policy in Brazil between 1964 and 1980 from the perspective of Radical Political Economy. According to this perspective, monetary policy is the result of social conflicts over income distribution and a series of structural/institutional characteristics of the economy, which condition and are conditioned by them. As the theoretical literature on this subject is relatively lean, the first purpose of this thesis is to point out paths that can be followed for its development. To this end, in addition to presenting the main approaches on the subject, we discuss their theoretical foundations, in particular the views on the interest rate and the functioning of the state. The analytical part of the thesis is mainly inspired by the Contested Terrain Approach. Given this, we proceeded as follows: from the analysis of some structural characteristics and the degree of autonomy of the monetary authority, it is presented the interests of the classes and social fractions surrounding monetary policy, as well as the capacity that each one had to influence its behavior. Considering the limitations imposed by the economic and political context to the conduct of monetary policy, it seems to be in accordance, throughout the analyzed period, with the interests of the dominant social factions. With this, the author hopes to have contributed to a more global understanding of the determinants of monetary policy in this specific period, as well as to have constructed a kind of guide for other works that intend to venture in this direction.

Keywords: Monetary policy. Radical Political Economics. Social classes. Economic structure.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	9
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	13
2.1 NATUREZA DA TAXA DE JUROS E SEUS ASPECTOS DISTRIBUTIVOS... 14	
2.1.1 Teoria marxiana dos juros	15
2.1.2 Taxa de juros e distribuição de renda.....	25
2.2 TEORIAS MARXISTAS DO ESTADO	29
2.3 POLÍTICA MONETÁRIA A PARTIR DA PERSPECTIVA DA ECONOMIA POLÍTICA RADICAL.....	42
2.3.1 Constested Terrain Approach	42
2.3.2 A análise de Edwin Dickens sobre a política monetária do FED	55
2.3.3 Outras abordagens	63
3 POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL (1964-1980)	70
3.1 AUTORIDADES MONETÁRIAS	71
3.2 MERCADO DE TRABALHO	83
3.4 POLÍTICAS MACROECONÔMICAS	110
3.5 INTERPRETAÇÃO DA CONDUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA.....	122
4 CONCLUSÃO.....	127
REFERÊNCIAS.....	133
ANEXO A.....	143

1 INTRODUÇÃO

Do final do século XIX ao final do XX, o *mainstream* da economia foi se distanciando cada vez mais das outras ciências sociais. O desejo de constituir uma ciência econômica comparável à química, física e matemática fez com que o pensamento dominante deixasse em segundo plano, ou simplesmente ignorasse, variáveis sociais e políticas, cuja própria natureza torna mais difícil a sua formalização matemática. No entanto, a evidente dificuldade de explicar fenômenos do mundo real e de prever acontecimentos de grandes proporções e impacto sobre a sociedade e a economia, como as crises financeiras, gerou, a partir do final do século XX, um interesse por abordagens que considerassem o papel das instituições e da política na determinação dos resultados econômicos. Nesse contexto, surgiu um campo de estudo que ficou conhecido como a “Nova Economia Política” (NPE). Apesar de usarem o termo “Economia Política”, associado os autores clássicos na Economia (Smith, Ricardo e Marx, entre outros), esse campo lembra pouco o pensamento desses autores do ponto de vista metodológico e conceitual. Segundo Drazen (2000), a NPE usa o ferramental formal da análise econômica moderna para abordar a importância do político para o econômico, usando conceitos como otimização, incentivos, constrangimentos etc. Especificamente, trata os políticos e burocratas como agentes racionais e maximizadores.

Esta tese, no entanto, está inserida em outra tradição da Economia Política cuja relação com os clássicos do pensamento econômico é mais evidente, que tem sido chamada, também para se diferenciar da NPE, de “Economia Política Radical” (EPR). Embora tenha uma dívida especial com o Marx e com os marxistas, a EPR não se limita a essas abordagens, incluindo os pensamentos pós-keynesiano, kaleckiano, institucionalista, etc. Uma das características comum dessas correntes teóricas é considerar a influência das classes sociais e, mais particularmente, das frações dominantes na formulação da política econômica. Outra é a diversidade de métodos que utiliza para abordar problemas, incluindo, *mas não se restringindo*, a modelagem matemática e a econometria. Por fim, os fenômenos são tratados do ponto de vista dinâmico, e não estático, sendo mais importante analisar o processo pelo qual se chega a um novo “equilíbrio” do que propriamente

explicar (ou prever) os pontos de partida e de chegada. Nesse sentido, a abordagem histórico-institucional é uma das mais adequadas para explicar os fenômenos.¹

Nosso objeto de estudo é a política monetária, mais especificamente os determinantes econômicos, políticos e institucionais das decisões de política monetária. A literatura sobre esse tema que utiliza uma abordagem que pode ser enquadrada dentro das características mencionadas acima é relativamente limitada, com destaque para a *Contested Terrain Approach* (CTA), desenvolvida por Gerald Epstein e Juliet Schor. Por essa razão, fizemos questão de discutir não apenas essas formulações, mas também os seus fundamentos teóricos, a fim de contribuir para o desenvolvimento dessa literatura ou, ao menos, levantar questões que podem ser aprofundadas por trabalhos posteriores.

De maneira muito breve, a CTA trata as decisões de política monetária como fruto dos interesses da classe dominante e da estrutura de uma determinada economia, a qual, ao mesmo tempo que condiciona esses interesses, é condicionada por eles. Os aspectos estruturais/institucionais considerados pela CTA como sendo os mais importantes para as decisões de política monetária são os seguintes: a estrutura do mercado de trabalho; a relação entre indústria e sistema financeiro; o nível de independência da autoridade monetária; e a inserção econômica internacional.

Escolhemos como estudo de caso a economia brasileira no período 1964-1980. Como se sabe, a história econômica republicana no Brasil tem sido marcada por considerável instabilidade macroeconômica, resultante da nossa inserção subordinada na economia internacional, que causa recorrentes desequilíbrios no balanço de pagamentos e períodos subsequentes de maior instabilidade inflacionária. Portanto, as decisões de política monetária ficaram subordinadas, boa parte do tempo, à correção desses desequilíbrios. Além disso, a autonomia de política econômica foi por vezes comprometida pela necessidade de obtenção de crédito externo, a fim de financiar os déficits nas transações correntes. Sendo assim, são poucos os períodos adequados para realizar o tipo de análise que estamos propondo, o qual pressupõe que exista considerável margem de escolha para a definição da política monetária. Os mais céticos diriam que essa margem é quase nula em uma economia em desenvolvimento como a brasileira, mas, se isso fosse verdade, todo o debate

¹ Sobre a definição da EPR e suas principais características, ver, por exemplo, Arestis e Sawyer (1994) e Kim (2018).

macroeconômico realizado no Brasil, há várias décadas, seria simplesmente supérfluo, o que é um contrassenso. Supondo, portanto, que há, de maneira geral, essa possibilidade de realizar escolhas acerca da política monetária, de acordo com objetivos determinados domesticamente, resta definir em quais os períodos ela é mais pronunciada.

Considerando que o Banco Central do Brasil (BCB) somente surgiu em 1965 e que foi no ano seguinte que de fato se estruturou o mercado aberto, as opções parecem se restringir ao período posterior a esses desenvolvimentos. Toda a década de 1980 e o princípio da década de 1990 foram assoladas pelo problema da dívida externa e da inflação elevada. Além disso, o Brasil teve que recorrer ao Fundo Monetário Internacional (FMI) por conta do primeiro desses problemas, cedendo parte de sua soberania para definir a política econômica. Assim, os intervalos sobre as quais é factível realizar a análise sugerida são basicamente dois: da segunda metade da década de 1960 até o final da década de 1970 e do pós-Plano Real até o presente. O intento inicial da tese era o de cobrir esses dois períodos, mas, em função da amplitude da pesquisa realizada, a análise acabou se limitando ao primeiro período. A escolha do ano de 1964, em vez de 1965 ou 1966, ocorreu em virtude de existir uma certa continuidade na diretriz da política econômica entre esses anos.

Dito isso, a principal hipótese da tese é que a evolução da política monetária no período 1964-1980 pode ser explicada pelas mudanças nos aspectos estruturais/institucionais mencionados pela CTA, bem como no contexto econômico. Para testá-la, será estudada a evolução de cada um desses aspectos, de modo a apreender os interesses das classes e frações sociais, assim como a capacidade dessas de influenciar no comportamento da autoridade monetária. Assim, a análise realizada tem um caráter não apenas histórico-institucional, mas também interdisciplinar, utilizando também como referência análises sobre o período do campo da sociologia política e *insights* teóricos das teorias marxistas do Estado, notadamente da obra de Nicos Poulantzas.

Apesar de abranger um leque de conhecimentos que ultrapassa o campo de especialização do autor, consideramos esse tipo de empreitada fundamental para se ter um conhecimento mais profundo das razões que levam os formuladores de política econômica a agir de determinada forma. A estreiteza das análises atuais e a utilização de hipóteses extremamente simplificadoras sobre o comportamento dos agentes governamentais parecem entrar no caminho justamente dessa compreensão mais acurada das decisões de política econômica. Certamente, essa tese não conseguiu abranger com a profundidade necessária todos os elementos políticos, econômicos e

sociais que interferem na ação do Estado, mas procurou, ainda que às custas de uma segurança maior na análise, fazer um esforço nesse sentido.

O presente trabalho está estruturado da seguinte forma. No capítulo 2, apresentamos e discutimos as principais abordagens sobre as decisões de política monetária do ponto de vista da EPR. Essa análise é feita com base nas teorias marxistas do Estado, bem como nas teorias marxiana e sraffiana da taxa de juros, de modo que se apresenta, preliminarmente, uma síntese desses dois pontos. A principal conclusão deste capítulo é que a CTA parece ser uma abordagem promissora para realizar o tipo de análise proposto, mas poderia ser enriquecida pelas contribuições de Brunhoff (1978) e por uma discussão mais profunda a respeito da natureza do Estado no sistema capitalista.

Por sua vez, no capítulo 3, avalia-se a política monetária no Brasil, no período 1964-1980, tendo como referência principal a CTA. Para tanto, o capítulo foi dividido em cinco seções: nas três primeiras apresenta-se a evolução do desenho institucional do banco central, da estrutura do mercado de trabalho e do sistema financeiro ao longo do referido período; na seção seguinte é detalhada a evolução das políticas macroeconômicas, em especial da política monetária; e, na seção final, com base nas informações das três primeiras seções inferem-se os interesses das classes sociais e frações sociais em torno da política monetária. Embora as políticas macroeconômicas sejam influenciadas por uma série de fatores, inclusive pelo contexto econômico e político, a condução da política monetária parece estar de acordo com os interesses das frações dominantes no período.

Considerando que o objetivo principal deste trabalho é justamente analisar a política monetária no período proposto a partir da ótica da EPR, os objetivos específicos são os seguintes: (i) discutir criticamente as diferentes abordagens que tratam as decisões de política monetária desse ponto de vista, a fim de levantar possíveis falhas e insuficiências e apontar possíveis caminhos para corrigi-las; e (ii) contribuir para uma compreensão mais global dos determinantes da política monetária no caso analisado.

Até onde temos conhecimento, esse é o primeiro trabalho de maior fôlego que utiliza esse referencial teórico para tratar da política monetária no Brasil, justificando-se, portanto, pelo seu ineditismo, assim como pela necessidade premente de se ter um referencial teórico que nos auxilie a entender a anomalia dos juros altos no Brasil, embora este seja um tema para trabalhos futuros.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

O *mainstream* continua ignorando a influência das classes e frações sociais na definição da política monetária. Embora existam razões políticas de fundo que ajudem a explicar esse fato, a teoria econômica joga um papel fundamental, em particular a teoria monetária e a visão sobre a natureza e o funcionamento do Estado. Quanto ao primeiro ponto, a teoria convencional diz que a taxa de juros é uma variável determinada do lado real da economia pela propensão a poupar e a investir dos agentes. Ocasionalmente, a taxa de mercado, manipulada pelo banco central, pode se distanciar do seu nível natural, mas, no longo prazo, esta acaba prevalecendo. Como o banco central não tem influência sobre os fatores que afetam a taxa natural de juros, não há razão para afirmar que existe um viés de classe permanente no comportamento da autoridade monetária, uma vez que esta não poderia agir de outra forma. No que concerne ao Estado, a economia convencional trata os agentes governamentais como indivíduos auto-interessados, procurando tão somente obter benefícios pessoais e ampliar o seu poder dentro da estrutura estatal.

As abordagens acerca das decisões de política monetária trazidas nesse capítulo se diferenciam radicalmente do *mainstream* nos dois pontos mencionados, embora isso nem sempre seja explicitado. Em primeiro lugar, essas abordagens não trabalham com a ideia de uma taxa natural de juros. Portanto, a taxa média de juros que prevalece no longo prazo é resultado das decisões do banco central. E, em segundo lugar, as decisões do Estado refletem o equilíbrio de forças presente na sociedade, bem como os requerimentos da acumulação de capital. Dessa forma, não há como se falar em política monetária sem se tratar dos interesses das diferentes classes e frações sociais em torno da mesma.

Este capítulo está organizado da seguinte forma. Na seção 2.1, tratamos das teorias marxiana e sraffiana da taxa de juros, trazendo à tona os aspectos distributivos envolvidos nessa questão. Na seção 2.2, apresenta-se um breve resumo de algumas das principais teorias marxistas do Estado. O intento dessas duas primeiras seções é o de subsidiar a discussão feita, na seção 2.3, a respeito das diferentes abordagens que tratam das decisões de política monetária a partir da ótica da EPR. A seção 2.4, que conclui o capítulo, apresenta algumas sugestões para o aprimoramento das mesmas, especialmente da CTA.

2.1 NATUREZA DA TAXA DE JUROS E SEUS ASPECTOS DISTRIBUTIVOS

Embora sejam menos conhecidos do que os escritos de John Maynard Keynes (1936) a este respeito, Karl Marx também escreveu sobre a natureza e a determinação da taxa de juros, em particular no livro III de *O Capital* e na terceira parte de *Teorias da Mais-Valia*. Seguindo Thomas Tooke e John Stuart Mill, ele foi, assim como Keynes, crítico do pensamento monetário dominante de sua época, representado por David Ricardo, entre outros. Para Marx, ao contrário de Ricardo, a taxa de juros é um fenômeno fundamentalmente monetário, isto é, é determinado no mercado monetário pela concorrência entre prestamistas e prestatários. Por aparecer somente na esfera da circulação, não é regulada por nenhuma lei interna da produção capitalista, de tal forma que sua taxa média é determinada por fatores econômicos e institucionais que geralmente afetam a concorrência entre esses dois grupos, além das opiniões dos agentes envolvidos a respeito do nível correto dessa taxa (adiantando-se a Keynes, nesse particular). O fato de ela ser determinada no mercado monetário por um processo acidental entre oferta e demanda não quer dizer que a taxa de juros é totalmente independente do mundo da produção: pelo contrário, os juros são apenas uma parcela da mais-valia gerada no processo de reprodução de capital. Portanto, apesar de sua aparência mistificadora, ele não é, como na economia convencional, uma propriedade inerente do capital enquanto tal. O capital-dinheiro, em oposição ao capital em geral, é o portador da taxa de juros, a qual somente se realiza se passa pelo processo produtivo.

Enquanto em Keynes os aspectos distributivos ocupam um segundo plano da análise, em Marx, é impossível conceber a taxa de juros sem tratar desses aspectos, uma vez que, sendo uma parte da mais-valia (a outra correspondendo ao lucro industrial), o nível da taxa de juros irá determinar a distribuição do excedente entre capitalistas financeiros e capitalistas industriais. Como consequência, ambos os grupos irão procurar maximizar a sua participação no lucro total por meio do estabelecimento dessa taxa no patamar correspondente. Assim, o nível em que essa variável é fixada dependerá do poder relativo de capitalistas e financistas da sociedade. Como elaborado na subseção 2.1.2 (abaixo), se a taxa de juros for incluída entre os determinantes do custo de produção e, por conseguinte, dos preços, a variação permanente nesse fator pode afetar o nível de salários reais (independente dos seus efeitos sobre a demanda agregada), influenciando dessa forma também o montante total de excedente a ser repartido. Além do mais, o Estado, por meio de manipulações na taxa de juros ou alterações nas condições institucionais que afetam a concorrência

entre esses dois grupos, não é neutro no que diz respeito aos aspectos monetários, agindo conforme a correlação de forças na sociedade.

Embora Engels, em seu trabalho de edição do livro III de *O Capital*, tenha encontrado a respeito das matérias em tela apenas uma “massa desordenada” de notas e observações feitas por Marx, as quais viriam a constituir (com alguns acréscimos) a quinta parte desse livro², há, nesses capítulos, uma análise suficientemente desenvolvida da natureza e determinação da taxa de juros (FINE, 1985-1986). Dessa maneira, o aspecto menos polido dessas notas não pode servir de justificativa para a relativa negligência desse objeto por parte dos autores marxistas e não-marxistas que analisaram essa obra. Muito mais provável como explicação para este fato é o mito amplamente disseminado de que Marx não teria dado grande importância aos aspectos monetários do sistema capitalista, focando quase que exclusivamente no “lado real”.

2.1.1 Teoria marxiana dos juros

Nos mencionadas trechos de sua obra, Marx introduz, ao lado do capital industrial e do capital comercial, abordados anteriormente por ele, a figura do capital produtor de juros e, por conseguinte, de seu detentor, o capitalista financeiro. Com efeito, não apenas o processo de reprodução do capital torna-se mais complexo, mas também a própria estrutura social. É, portanto, adicionado ao conflito fundamental entre capitalistas e trabalhadores, que em nada se modifica com a inclusão dessa nova categoria, um confronto entre duas frações da classe capitalista (capitalistas industriais/comerciais e capitalistas financeiros), acerca da repartição do lucro global em juros, o qual se destina à segunda fração capitalista, e na parte do lucro retida pelo capitalista industrial após a subtração dessa parcela, chamada por Marx, equivalentemente, de lucro industrial/comercial e lucro de empresário.

² “A maior dificuldade encontrei na Parte Quinta, que trata da matéria mais complexa do livro. E Marx, justamente quando estava trabalhando aí, foi surpreendido por uma das graves recidivas mencionadas. Não se encontra aí um esboço concluído, nem mesmo um esquema, com pontos essenciais para desenvolver, mas um começo de elaboração que várias vezes acaba em massa desordenada de notas, observações e materiais extratados. De início, procurei completar essa parte, preenchendo as lacunas e desenvolvendo os fragmentos apenas esboçados, como de algum modo conseguira fazer com a Parte Primeira, de modo que ela, pelo menos virtualmente, apresentasse tudo o que o autor tencionara fazer. Fiz pelo menos três tentativas, mas todas [*sic*] malograram [...] Não me restou outra saída senão forçar de certo modo a solução do problema, limitando-me a ordenar do melhor modo possível o que existia e só efetuar os acréscimos indispensáveis.” (ENGELS, 2008, p. 16-17).

Embora exista na forma de dinheiro, o capital produtor de juros é, em primeiro lugar, capital, pois, quando transmutado em capital produtivo (força de trabalho e meios de produção), transforma-se em “[...] valor que cresce, que se expande” (MARX, 2008, p. 453). Assim, além do valor-de-uso como dinheiro, o capital produtor de juros tem o valor-de-uso de funcionar como capital, de produzir mais-valia a partir da exploração dos trabalhadores. Porém, ao contrário do capital industrial – que somente existe enquanto capital em movimento, aplicado, portanto, ao processo produtivo – o capital produtor de juros tem na esfera da circulação o seu habitat natural. “No processo de produção, o capital na qualidade de capital de empréstimo não desempenha papel algum” (MARX, 2008, p. 484). Como possui valor-de-uso, o capital produtor de juros pode ser considerado mercadoria, mas uma de um tipo peculiar, pois, como só existe na esfera de circulação, não possui valor, nem preço de produção. Assim, o capitalista financeiro, quando se desfaz dela (ou melhor, a empresta por prazo determinado), aliena, como outro vendedor de uma mercadoria qualquer, o seu valor-de-uso, mas não recebe em troca seu valor, e sim tão somente, como ficará claro abaixo, uma parte do lucro atribuído ao capitalista industrial.

O referido processo de reprodução do capital abandona, desse modo, o seu formato antes da introdução do capital produtor de juros (D-M-D’) e ganha duas transações, uma ao início e outra final deste processo, referentes à cessão e restituição do capital (acrescido de uma parte da mais-valia) do capitalista financeiro³:

$$D - D - M - D' - D''$$

No primeiro movimento (D-D), o capital não passa por transformação alguma, ocorre apenas uma transação jurídica entre o capitalista financeiro e o capital industrial. Como este não tem recursos para iniciar o processo produtivo, recorre àquele para colocar a produção em marcha. É importante pontuar que ele já é capital (capital produtor de juros) antes mesmo de passar às mãos do capitalista industrial, pois, se o seu valor-de-uso de crescer valor somente se efetiva no transcurso da produção, ele já existe como potencial (capacidade) antes desta (similarmente à força

³ Marx (2008, p. 456) apresenta-a da seguinte forma: D-D-M’-D’-D’. Seguindo Pânico (1988a), subtraímos o apóstrofo de M’ e adicionamos um segundo apóstrofo ao último D’, evidenciando a diferença entre o lucro global recebido (mas não apropriado) pelo capitalista após o processo de produção e de venda da mercadoria e a parte destinada ao capitalista financeiro (D’), constituída pelo montante inicialmente cedido (D) e uma parte da mais-valia criada.

de trabalho). Uma vez sob o domínio do capitalista industrial, esse capital transforma-se em meios de produção e força de trabalho, iniciando-se o processo produtivo. Passado algum tempo, o capital retorna ao capitalista produtivo⁴ na forma de mercadoria, porém agora acrescida de mais-valia criada pelo trabalhador (M...p...M'). Assim, esse capitalista leva-a ao mercado para o chamado “salto mortal da mercadoria”. Se esta consegue realizar o seu valor, o mesmo retorna ao capitalista na forma de dinheiro (M'-D'), superior ao montante adiantado inicialmente. Nesse momento, é realizada a segunda transação jurídica entre capitalistas industriais e financeiros, a qual, assim como a primeira, exclui a possibilidade de mudança na forma da mercadoria e de acréscimo em seu valor⁵. Essa segunda transação refere-se ao reembolso do capitalista financeiro do montante cedido inicialmente por ele ao capitalista industrial somado à uma parte da mais-valia (juro), entregue a ele como pagamento pelo valor-de-uso da mercadoria emprestada (D'-D'').

Mas, realizado o capital, o prestatário é obrigado a devolvê-lo, a restituí-lo, portanto, como valor acrescido de mais-valia, isto é, de juro; e este só pode ser parte do lucro que realizou. Só parte e não a totalidade do lucro, pois, para o prestário, o valor-de-uso consiste justamente no lucro que obtém com esse capital. Do contrário, o prestamista não teria valor-de-uso para ceder. Por outro lado, o lucro todo não pode caber ao prestatário. Se ficasse como o lucro todo, não pagaria pela cessão do valor-de-uso, e o dinheiro adiantado que devolvesse ao prestamista seria apenas dinheiro, não capital, capital realizado, pois só $D + \Delta D$ constitui capital realizado. (MARX, 2008, p. 469).

Desse modo, o lucro que cabe ao capitalista produtivo não é D', mas D' menos D'' (de tal forma que $D < D' < D''$). Essa representação traz à tona a relação antagônica entre capitalista financeiro e capitalista industrial, uma vez que o montante de juros está inversamente relacionado ao lucro industrial.

Para o capitalista financeiro, o processo se resume a D-D'. Aos seus olhos, o que ocorre é simplesmente cessão do seu capital sucedida – após certo período acordado entre ele e o tomador do empréstimo – de restituição do valor inicial acrescido do preço estipulado para a realização dessa transação. Tanto lhe faz o ocorrido entre essas duas datas (quando o capital está na mão de terceiros): se esse capital está sendo aplicado produtivamente ou deixado ocioso. O importante para

⁴ Marx usa capitalista industrial, capitalista produtivo, capitalista ativo ou, simplesmente, capitalista para a fração da classe capitalista que tem como função realizar o processo D-M-D'.

⁵ Enfatizamos este ponto, a exemplo de Marx, para deixar claro que a criação de valor ocorre no processo produtivo. Isso marca a diferença com a chamada economia vulgar que acredita que o capital possui uma propriedade inerente de autovalorização, independente dos inconvenientes da produção.

ele é que renda juros ao final ou ao longo desse processo. Do ponto de vista do capitalista financeiro, portanto, o capital possui uma propriedade mágica, qual seja, a de gerar mais valor, da mesma forma que “[...] dar peras é propriedade de uma pereira” (MARX, 2008, p. 520) ou como “[...] o vinho na adega melhora o valor-de-uso após certo tempo” (MARX, 2008, p. 521). Esse é o ponto de vista da economia convencional ou da economia vulgar, como preferia Marx: por estar presa à forma aparente do fenômeno (à sua superfície), atribui a um objeto uma propriedade que pertence unicamente à força de trabalho, a de criar valor. Além disso, sem fazer a distinção entre as diferentes formas de capital, como Marx se esmerou em fazer, acredita que a acumulação desse capital (real) deve ser recompensada com o pagamento dos juros. Ou seja, atribui agora à “virtude” humana da abstinência o que é fruto do processo de reprodução de capital e da geração de mais-valia. Em contraste, Marx mostra a dependência desse rendimento do processo de produção, uma vez que nele ocorre a criação do valor e, conseqüentemente, do “mais-valor”. Tanto é assim que,

Se número demasiado de capitalistas quisesse transformar o respectivo capital em capital-dinheiro, a consequência seria a desvalorização enorme do capital-dinheiro e queda imensa da taxa de juro; muitos ficariam imediatamente impossibilitados de viver de juros, forçados, portanto, a retornar ao papel de capitalistas industriais. (MARX, 2008, p. 501).

Portanto, Marx não repete a confusão feita por alguns economistas contemporâneos a ele (mantida ao longo da história do pensamento econômico) entre capital em geral e capital na sua forma monetária (capital-dinheiro), a qual atribui à acumulação do primeiro a origem dos juros. Para Marx, ao contrário, os juros, embora fruto da mais-valia, são determinados na esfera monetária, pela competição entre emprestadores e tomadores de crédito (vide discussão abaixo). Não é válido, portanto, segundo Marx, considerá-los uma recompensa por abster-se do consumo presente, tal como aparece no pensamento econômico convencional.

Para o capitalista industrial – como este não recebe a totalidade do lucro, mas apenas a parte excedente sobre o juro pago ao capitalista financeiro –, o lucro que retém ao final do processo, na forma de lucro de empresário, aparece como fruto de sua atividade, disposição a correr riscos, etc., sendo o responsável por colocar efetivamente o capital em funcionamento, em contraposição ao capitalista financeiro, “madrão e ocioso”, remunerado pela “nua” propriedade do capital. Esta impressão repousa sobre base objetiva, isto é, não se trata de mera divisão quantitativa do lucro em duas partes, mas também de distinção qualitativa, em virtude de papéis diferentes que o capital

exerce em relação ao processo de produção. O capital, do lado que recebe juros como remuneração, não tem papel nenhum no processo de produção, iniciando-o apenas, ao passo que, do outro, tendo como contrapartida o lucro, é o capital em movimento no processo de produção. Embora não seja, portanto, mera imaginação do capitalista essa distinção entre as atividades realizadas (ou não realizadas) pelos capitalistas industrial e financeiro, gera, contudo, nova confusão nas mentes dos chamados economistas vulgares e motivo de justificação e legitimação do lucro entre os capitalistas. Isso porque o capitalista industrial deixa de ser, neste contexto criado, um capitalista para se transformar em um trabalhador, recebendo, assim como estes, remuneração pelo trabalho efetuado, mas de valor superior aos demais trabalhadores, por se tratar de um trabalho de direção. Logo, de acordo com essa imagem distorcida, o lucro industrial se transforma em salário de direção, bem como a própria origem do lucro e dos juros se desvanece diante dessa oposição entre capitalistas industriais e financeiros, supostamente resultando desta relação, e não da produção (e do conflito fundamental entre trabalhadores e capitalistas), a origem desses rendimentos. Mas é absolutamente essencial, para que seja possível a divisão do lucro entre capitalistas industriais e financeiros em juros e lucro industrial, que antes o lucro seja gerado, o que ocorre inevitavelmente na produção. Em síntese, os juros só têm uma única fonte, a mais-valia, formada previamente ao conflito entre as duas frações capitalistas em torno de sua repartição.

Uma vez estabelecido esse entendimento acerca da origem e, por conseguinte, da natureza dos juros, as questões que ainda precisam ser respondidas tocam à forma como a taxa de juros é estabelecida e, neste caso específico, como os conflitos sociais influenciam em sua determinação. Como visto acima, os juros são apenas uma parte do lucro (mais-valia) gerado, logo seu limite máximo é representado pelo lucro global, mais particularmente pela taxa de lucro média vigente. Há casos em que taxa de juros sobe acima desta taxa, obrigando o capitalista a liquidar parte de seu capital para pagar o capitalista financeiro. Todavia trata-se de situação temporária, pois não seria racional, por parte do capitalista, continuar tomando dinheiro emprestado sem obter sua parte correspondente na distribuição da mais-valia e, ainda mais, tendo que queimar parte de seu capital para realizar a transação. De outro lado, Marx (2008, p. 477) assinala que não existe limite mínimo para a taxa de juros, mas “sobrevêm sempre circunstâncias contrárias que o elevam acima desse mínimo relativo”. A razão para isto é a mesma mencionada anteriormente, mas operando agora no sentido no oposto, isto é, não há razão para o capitalista financeiro financiar a operação do

capitalista produtivo se, ao final do processo, não receberá juros por ter aberto mão do seu dinheiro durante certo período (SHUKLIAN, 1991).

Desta feita, supondo que a repartição entre lucros e juros se mantenha constante, a taxa de juros tende a variar com a taxa de lucro. Marx extrai desse raciocínio uma tendência secular de queda dos juros, uma vez que a taxa de lucro está, no longo prazo, relacionada de forma inversa com o desenvolvimento da sociedade. Isso não significa, entretanto, que essa taxa de juros não apresentará flutuações cíclicas, cujo sentido, ao contrário de seu movimento secular, tende a ser o oposto do observado no concernente à taxa de lucro. Para entender por que isso ocorre, basta considerar que existem duas razões principais que levam os capitalistas a tomar crédito junto ao sistema financeiro, quais sejam: a) a necessidade de liquidez para realizar pagamentos, visto que estes estão distribuídos ao longo do processo de reprodução de capital; e b) o financiamento de projetos para a ampliação do seu negócio. A primeira razão tem um caráter contracíclico, ou seja, nos termos do autor, a necessidade de desconto de letras comerciais aumenta quando a taxa de lucro cai, atingindo seu máximo nas depressões cíclicas. Por outro lado, a demanda por crédito para ampliação dos negócios torna-se mais importante quando as perspectivas de lucro se mostram mais alvissareiras, justamente durante os períodos de ascensão cíclica (HARRIS, 1976). Assim, como a primeira razão tende a se sobressair sobre a segunda, a taxa de juros geralmente atinge seu máximo quando a taxa de lucro está no seu mínimo. Contudo, vale enfatizar que as tendências extraídas desse raciocínio não têm força de lei, sendo perfeitamente possível resultados diferentes.

Além da tendência secular de queda da taxa de juros decorrente de sua relação direta com a taxa de lucro, Marx observou duas outras forças que contribuem para esse movimento descendente, mas que não estão relacionadas com esta taxa. De um lado, observou o crescimento da classe dos *rentiers* na Inglaterra, gerando uma expansão do capital de empréstimo. De outro, e de maneira mais importante, o desenvolvimento do sistema de crédito ampliava, fantasticamente, as possibilidades de financiamento do sistema, levando à uma queda secular na taxa de juros. Para Marx, em contraposição à visão dominante sobre o autor, o sistema de crédito não era mero repositório de poupanças inativas, mas contribuía de maneira decisiva para ampliar o volume de liquidez sistêmica, através de inovações financeiras que possibilitavam a redução da quantidade

dinheiro necessária para a concessão de certo volume de crédito. Neste ponto, Marx está muito próximo, portanto, do pensamento dos autores pós-keynesianos⁶.

An interesting aspect of Marx's ideas on the supply of money-capital is the accommodating character of industrial and commercial credit. Credit is supplied simply because it is demanded. In other words the expansion of production creates demand for credit which is, in a sense, automatically satisfied. Thus the credit system plays the role of accommodating the needs of the production process for money-capital. (LIANOS, 1987, p. 43).⁷

Esses dois últimos fatores contribuindo para a queda da taxa média de juros são importantes de serem mencionados pois revelam que o movimento desta taxa não é exclusivamente regulado pela taxa de lucro. Na verdade, como bem observado por Panico (1988^a), há uma ambiguidade presente nos escritos de Marx a este respeito, sugerindo ora, como discorrido acima, que a taxa de lucro é o fator que determina a taxa monetária, ora tratando a determinação desta taxa de maneira independente da taxa de lucro. A seguinte frase exprime a dificuldade do autor em formular uma conclusão mais assertiva sobre a matéria: “É que a taxa de juro – embora dependa da taxa de lucro – é determinada de maneira autônoma.” (MARX, 2008, p. 500). Em alguma medida, a ausência de uma exposição mais conclusiva a este respeito pode ter contribuído para o relativo desdém da taxa de juros (e das condições específicas de sua determinação) por parte dos autores marxistas e não-marxistas que analisaram a obra do autor (PANICO, 1988^a). Entretanto, de maneira geral, sobressai-se a posição de que a taxa de juros é determinada por outros fatores além da taxa geral de lucro.

⁶ Hein (2004; 2006; 2019) explora uma série de similaridades, além da assinalada acima, entre o pensamento de Marx e dos pós-keynesianos (especialmente dos chamados “horizontalistas”), tais como: a natureza monetária da taxa de juros; o fato desta ser considerada por ambos um parâmetro distributivo; a inexistência de uma taxa natural de juros; e o caráter exógeno dessa taxa (no caso de Marx, em relação à produção e acumulação). Para Eckhard Hein, há muito mais similaridades do que diferenças entre o pensamento monetário de Marx (mas não de parte significativa dos marxistas) e o dos pós-keynesianos, aquele encaixando-se dentro da agenda de pesquisa destes. Tanto que o texto mais recente do autor chega a indagar no título se não seria Marx um pós-keynesiano precoce.

⁷ “Um aspecto interessante das ideias de Marx sobre a oferta de capital-dinheiro é o caráter acomodatório do crédito industrial e comercial. O crédito é ofertado simplesmente porque é demandado. Em outras palavras, a expansão da produção cria demanda por crédito, que é, de certo modo, automaticamente satisfeita. Assim, o sistema de crédito joga o papel de acomodar as demandas do processo de produção por capital-dinheiro.” (LIANOS, 1987, p. 43, tradução nossa).

Segundo Marx, antes se supôs que as proporções em que se divide o lucro entre lucro de empresário e juros eram constantes, de modo a abordar as relações entre a taxa média de lucro e a taxa de juros. Porém, trata-se de suposição válida apenas para este fim. Na realidade, estas proporções apresentam variações, cuja origem está relativamente desvinculada da taxa geral de lucro. Segundo Marx (2008, p. 482), “Não há razão alguma para que as condições médias da concorrência, o equilíbrio entre prestamista e prestatário, fixem para o prestamista uma taxa de juro de 3, 4, 5% etc. sobre seu capital ou uma porcentagem determinada sobre o lucro bruto, digamos 20% ou 50%.”.

Como assinalado na citação acima, a taxa de juros é fixada pela concorrência entre emprestadores e tomadores de crédito. Com efeito, da mesma maneira que outras mercadorias, o capital produtor de juros tem seu preço de mercado determinado pelo equilíbrio entre oferta e demanda do produto. Entretanto, como já observado anteriormente, este capital é uma mercadoria *sui generis*, porquanto, existindo tão somente na esfera da circulação, não possui valor, mas apenas valor-de-uso. Em outras palavras, ao contrário de outras mercadorias que necessitam de tempo de trabalho socialmente necessário para sua produção ou reprodução (força de trabalho), constituindo o seu valor, o capital produtor de juros não possui nada além de seu valor-de-uso e seu preço. Nesse sentido, não é possível falar, neste caso, de desvios causados pela concorrência entre o preço de mercado e o valor ou o preço de produção, os quais, diferentemente dos preços de mercado, são regulados pelas leis internas da produção capitalista. No caso dos juros, não há lei alguma que determine para onde essa taxa irá tender em média, descontando suas oscilações. Não há taxa natural de juros, pois não há nada natural ou fundamental a respeito dessa taxa. Ela é simplesmente – por isso a discussão realizada sobre a sua natureza na parte inicial desta subseção – uma parcela da taxa de lucro. E como tal, segue os acidentes da concorrência entre as frações industrial e financeira da classe capitalista. Na continuação do trecho citado no parágrafo anterior, Marx (2008, p. 482-483, grifo nosso) assevera: “Nos casos em que a concorrência como tal decide, a determinação em si mesma é *casual*, meramente *empírica*, e só pedantes ou sonhadores podem transformar acontecimentos fortuitos em necessários.”.

Se não é possível falar em taxa natural de juros de maneira correspondente ao preço de produção de uma mercadoria ou valor da força de trabalho, pode-se, ao menos, tratar de uma taxa média de juros, determinada pelas condições médias de concorrência. Não obstante seu caráter empírico ou acidental, Marx não se furta de indicar os principais fatores que influenciam essa taxa

– adiantando, diga-se de passagem, algumas observações de Keynes sobre o assunto, ainda que apareçam na obra de Marx como simples indicações (ou seja, sem a elaboração que mereceriam). Quanto aos fatores econômicos, Marx chama atenção para o desenvolvimento do sistema bancário, causando uma redução da relação entre reservas bancárias e o montante crédito adiantado aos capitalistas. Também menciona uma tendência não muito precisa de equalização das taxas de juros no mercado mundial. Porém, assim como Keynes, considera que essa taxa é afetada também por fatores convencionais e institucionais. No tocante aos primeiros, indo de encontro com aqueles que pensam que Marx não atribuíra valor algum a esses aspectos por se situarem na “superestrutura”, Marx concorda com Massie (citado por Marx (2008, p. 482)) que afirma que somente a opinião de prestamistas e prestatários irá determinar a divisão justa dos lucros entre eles, sendo a taxa de juros fixada pelo consenso geral. Ademais, “usos e costumes, tradição jurídica etc.” (MARX, 2008, p. 483) são considerados tão importantes quanto as condições gerais de concorrência para determinar a taxa média de juros. Na verdade, extrapolando o pensamento do autor, pode-se afirmar que as condições de concorrência exercem efeito sobre a taxa de juros por afetarem o peso da opinião de cada um dos respectivos grupos sobre o nível adequado desta variável.

Tal como Keynes, Marx enfatiza o papel dos fatores institucionais, particularmente a participação do Estado – por meio de regulamentações que alteram a estrutura do mercado monetário e intervenções diretas na taxa de juros -, nas condições médias de concorrência entre capitalistas industriais e financeiros. Todavia, diferentemente do que ocorre na obra do pensador inglês, onde poder, classes sociais e conflitos entre essas classes ocupam um segundo plano, Marx os traz para o centro da ação. Assim, as ações do Estado são analisadas também sob o prisma dos interesses das diferentes classes sociais e de sua posição relativa de poder dentro da sociedade. Na discussão histórica que Marx realiza⁸ da evolução da taxa de juros desde as sociedades pré-capitalistas até os seus dias, esse aspecto do poder relativo das classes influenciando as ações estatais e o nível da taxa de juros fica bem marcado, bem como a forma como ele trata este problema.

A respeito do primeiro ponto, Marx argumenta que o capital portador de juros, sob a forma de capital usurário, e seu irmão próximo, o capital comercial, são muito anteriores ao modo de

⁸ Ver capítulos finais da parte V do livro III de *O Capital* e, sobretudo, a parte denominada “A renda e suas fontes. A economia vulgar” na parte III de *Teorias da Mais-Valia*.

produção capitalista. Na Antiguidade e no modo de produção feudal, o capital usurário, por conta de sua força dentro da sociedade, gozava de plena liberdade para estabelecer as condições que iria ceder recursos, sejam aos fidalgos abastados sejam aos pequenos produtores. Como as condições impostas por ele eram extremamente abusivas, não cabia ao usurário somente uma parte do excedente (como ocorre no capitalismo), mas a sua totalidade. Desse modo, este capital ajudava a destruir, por meio da concentração dos recursos monetários em suas mãos e da usurpação da propriedade alheia, esses modos de produção, abrindo espaço para o capitalismo. Neste, com o crescimento do capital industrial, a classe capitalista toma a posição hegemônica da classe usurária, e faz o Estado trabalhar em seu favor. Nas palavras do autor (MARX, 1980-85, p. 1507), “A burguesia não hesitou em recorrer à ajuda do Estado neste caso, como o tem feito em qualquer outro em lhe importasse adequar às suas as relações tradicionais de produção encontradas.”. Marx destaca, especialmente, as reduções forçadas das taxas de juros realizadas antes na Holanda e depois na Inglaterra, criando as condições propícias para o florescimento desse modo de produção e, em particular, da classe capitalista industrial. Mas nota ao mesmo tempo que essas técnicas de reduções forçadas da taxa de juros eram equivalentes à forma de ação estatal antes do capitalismo; a preferência dos capitalistas recaindo, neste novo contexto, sobre métodos mais sutis, como o desenvolvimento do sistema de crédito. Contudo, ao analisar a reforma bancária na Inglaterra em 1844, Marx observa uma mudança do equilíbrio anterior de forças, pois considera que essa nova legislação bancária agiu favoravelmente aos lucros bancários, impedindo também que as taxas de juros caíssem para níveis permanentemente baixos (PANICO, 1988b).

É significativo também o fato de ele não ter procurado deduzir nenhuma lei para a taxa de juros no capitalismo desse apanhado histórico. Ao contrário, Marx mostrou simplesmente como as mudanças nas condições econômicas e políticas, proporcionadas, em parte, pela ação política de determinadas classes sociais auxiliadas pelo Estado, formaram as bases sobre as quais essas iriam agir para estabelecer o patamar da taxa de juros em determinado momento histórico. Conforme Panico (1980, p. 369),

[...] in Marx’s analysis of the factors determining the rate of interest, he rejected any attempt to explain the determination of the average rate of interest on the basis of “laws of necessity”. He proposed instead, to investigate it by means of qualitative description,

of those economic, conventional and institutional factors that, from time to time, affect this variable.” (PANICO, 1980, p. 369).⁹

Em suma, a taxa de juros para Marx não é uma propriedade inerente do capital em geral, nem tampouco o seu nível é determinado pelas propensões a poupar e investir dos agentes. Ela se origina da aplicação desse capital no processo produtivo, resultando na reprodução e ampliação do valor aplicado. Parte desse valor excedente é designado ao capitalista produtivo, sob o título de lucro de empresário, ao passo que a outra parte (o juro) é paga ao capitalista financeiro, por ter disponibilizado o capital no início do processo. Trata-se de mero fetiche acreditar que o acréscimo no valor emprestado poderia ocorrer sem o processo que o intermedeia, bem como é fantasia supor que o capitalista produtivo recebe a sua parte da mais-valia simplesmente por realizar trabalho de direção, e não por ser o proprietário dos meios de produção frente aos despossuídos desses meios (trabalhadores). Apesar de estar originalmente ligada, portanto, ao mundo da produção, a taxa de juros não é determinada pelas condições vigentes nesse mundo, mas sim pela batalha entre capitalistas financeiros e capitalistas industriais por uma maior proporção da mais-valia gerada. Em virtude desse caráter empírico e acidental dessa taxa, não há, desse modo, lei alguma que a regule, senão as condições médias da concorrência influenciadas por uma série de fatores econômicos, institucionais e políticos, assim como pelas convenções formadas acerca dessa taxa. Essa natureza torna a taxa de juros um fenômeno que deve ser analisado, à luz desses fatores, mediante descrições qualitativas dos contextos históricos em questão.

2.1.2 Taxa de juros e distribuição de renda

Destacou-se, acima, que o nível da taxa de juros é determinado pelo conflito entre as frações industrial e financeira da classe capitalista em torno da divisão da mais-valia, o que equivale a dizer que a determinação da taxa de juros estabelece a distribuição do excedente entre esses dois grupos. Afinal, não haveria conflito se o nível em que a taxa de juros é fixada fosse neutro do ponto de

⁹ “[...] na análise de Marx dos fatores determinantes da taxa de juros, ele rejeita qualquer tentativa de explicar a determinação da taxa média de juros com base em “leis necessárias”. Ele propôs, no lugar, investigá-la por meio de descrição qualitativa dos fatores econômicos, convencionais e institucionais que, de tempos em tempos, afetam essa variável.” (PANICO, 1980, p. 369, tradução nossa).

vista distributivo. Marx, desse modo, reconhece que taxa de juros é uma variável política, pois, além de resultar do exercício do poder relativo das classes sociais (e do Estado) dentro da sociedade, influencia decisivamente como a renda será distribuída entre as frações capitalistas.

No esquema marxiano de distribuição de renda, o salário real é dado – pelo nível de subsistência dos trabalhadores, que inclui, além das necessidades físicas de reprodução da força de trabalho, outras necessidades constituídas historicamente – e, portanto, a taxa média de lucro deve ser determinada como resíduo, com base nas técnicas de produção dominantes (PIVETTI, 1985). Fatores monetários não influenciam a distribuição de renda entre capitalistas e trabalhadores. Assim, pode-se dizer que a distribuição de renda na sociedade, de acordo com esse *framework*, é determinada em dois estágios: primeiro, ocorre a distribuição entre proprietários e não-proprietários dos meios de produção, na qual apenas fatores tecnológicos e a própria posição de barganha dos trabalhadores têm alguma influência, ainda que os salários tendam para o nível definido acima; e, posteriormente, após a definição da taxa geral de lucro, os lucros são divididos em lucro de empresário, representando o capital em ação, e juros, fruto da mera propriedade do capital. Os juros são determinados antes que esse processo se inicie, de tal forma que o lucro de empresário aparece como resíduo nessa equação, influenciado tanto pelo conflito entre trabalhadores e capitalistas quanto pela luta entre industriais e financistas.

Nota-se, por conseguinte, que o referido esquema impede o confronto entre capitalistas financeiros e trabalhadores, uma vez que suas respectivas ações têm influência somente sobre os capitalistas industriais. É verdade que um maior salário real irá influenciar a taxa média de lucro e, conseqüentemente, o montante total de lucro a ser repartido em lucro de empresário e juros, impactando indiretamente o rendimento do capitalista financeiro. De outro lado, embora Marx considerasse, como visto acima, que a taxa de juros é determinada, de maneira geral, de forma independente da taxa de lucro, não chegou tão longe a ponto de inverter a relação entre essas duas taxas, concebendo, de maneira oposta, que a taxa de juros determina a taxa de lucro, conceituação denominada por Panico (1988a) de “taxa monetária de lucro”.

Percebendo essa “lacuna” nos escritos de Marx, uma série de autores (por exemplo, Panico (1988a), Pivetti (1985; 1987), Argitis (2001) e Argitis e Pitelis (2001)), desenvolveram – com base na sugestão sraffiana de que a taxa de lucro era determinada fora do sistema de produção, em especial pela taxa monetária de juros – uma “teoria monetária da distribuição”, na qual os fatores monetários influenciassem não somente a distribuição entre as frações industrial e rentista, mas

também a distribuição entre salários e lucros. Para tanto, recuperaram a hipótese - desenvolvida originalmente por Tooke, no século XIX – que incluía os juros pagos aos credores, pelo empréstimo de capital, entre os custos de produção (influenciando, dessa forma, o comportamento dos preços). Mesmo que os capitalistas industriais não tomem capital emprestado para iniciar o processo de produção, a taxa de juros ainda assim faz parte dos custos de produção, pois altera o custo de oportunidade do investimento¹⁰.

Para que se veja um efeito sobre o nível de preços causado por uma alteração da taxa de juros, no entanto, esses autores afirmam que essa variação deve ser significativa e, sobretudo, ser considerada duradoura pelos formadores de preços (tendo, portanto, um elemento “expectacional” nessa análise). Caso essas condições não sejam satisfeitas, as firmas devem, dependendo da sua capacidade de racionalizar custos e das condições do mercado, absorver esse aumento (diminuição) nos seus custos. Por outro lado, no caso de uma elevação vista como permanente da taxa de juros, o primeiro efeito que observamos é uma redistribuição dos lucros entre capitalistas industriais e capitalistas financeiros, favoravelmente aos últimos. Para compensar essa queda nos lucros, os primeiros aumentarão os seus preços, se as condições de concorrência nos mercados em que circulam os seus produtos permitirem. Desse modo, mantidas as outras condições constantes, um aumento permanente da taxa de juros resultaria em um aumento da proporção dos lucros absorvida pelos capitalistas financeiros, uma elevação do custo de produção (em virtude seja de um aumento do custo da dívida seja de um maior custo de oportunidade) e um aumento dos preços, compensando (total ou parcialmente) a queda dos lucros industriais ocorrida em decorrência da variação nos juros. Caso as condições de concorrência não possibilitassem essa elevação nos preços, outra forma que os capitalistas têm de defender os seus lucros é por meio de um ajuste no valor da força de trabalho ou em qualquer outro custo de produção.

¹⁰ De acordo com Pivetti (1985), Tooke considerava as evidências a este respeito tão assertivas que dizia que a teoria convencional, que procurava estabelecer uma relação entre a quantidade de moeda e o nível de preços, não era apenas não verdadeira, mas o inverso da verdade. Wicksell e Keynes também reconheciam que, na prática, uma taxa de juros elevada não está geralmente associada com preços em queda, mas com preços em ascensão. Keynes chamou esse fenômeno de Paradoxo de Gibson, em homenagem ao estatístico que fez um estudo acerca do mesmo que cobria um período de mais de cem anos, e afirmou se tratar de um dos fatos empíricos mais estabelecidos na economia quantitativa, embora os economistas teóricos tivessem geralmente o ignorado. Argitis (2001, p. 466) menciona uma série de estudos empíricos relativamente recentes que corroboraram essa relação positiva entre variação da taxa de juros, de um lado, e alteração nos custos de produção e nos preços, de outro.

Todavia, os efeitos finais dessa subida nos juros podem ser diferentes, dependendo da força da classe trabalhadora para se contrapor a esse aumento dos preços ou redução dos salários nominais. Esta irá variar de acordo com a conjuntura econômica, política e social. Se a taxa de desemprego for elevada, a posição de barganha dessa classe fica enfraquecida (e vice-versa). Entram também nessa equação a capacidade de organização dos trabalhadores e de utilizar os instrumentos à sua disposição (especialmente a greve) para obter ganhos salariais. Em uma conjuntura econômica e política favorável à classe trabalhadora, os reajustes salariais podem inclusive superar a variação dos preços, gerando uma redistribuição dos lucros para os salários (ARGITIS, 2001; ARGITIS e PITELIS, 2001). Contudo,

It is impossible to say *a priori* how the distributive shares in question will change as a result of a change in the interest rate. The specific economic, social and political conditions prevailing at the time and, most importantly, the distribution of power among industrial capitalists, financial capitalists and workers, will determine how income is redistributed (ARGITIS, 2001, p. 467).¹¹

Os efeitos sobre a demanda agregada de uma variação na taxa de juros continuam ocorrendo nesse *framework*, mas, quando essa variação for considerada permanente, mudam os canais pelos quais eles ocorrem. Isto é, uma queda (elevação) temporária nessa taxa produz os conhecidos efeitos sobre consumo e investimento, resultantes, por exemplo, da maior (menor) capacidade de endividamento e das reduções (aumentos) nos custos de capital e de oportunidade. Estes efeitos podem gerar também pressões temporárias sobre os preços. No entanto, caso se acredite que essa variação tem um caráter duradouro, os preços serão reajustados (se possível) de acordo os custos de produção (também de forma permanente) e o consumo e o investimento irão variar conforme, especialmente, os efeitos líquidos em termos distributivos dos mecanismos apresentados acima. Por exemplo, uma queda permanente da taxa de juros irá ocasionar uma redução dos juros pagos pelo capitalista industrial e uma diminuição dos seus custos de produção, que pode ou não ser repassada (total ou parcialmente), de forma permanente, aos preços. Isso gerará uma redistribuição dos lucros em detrimento do capitalista financeiro, aumentando a propensão a investir do capitalista

¹¹ É impossível dizer *a priori* como as fatias distributivas em questão se alterarão como resultado de uma mudança na taxa de juros. As condições econômicas, sociais e políticas específicas predominantes no momento e, sobretudo, a distribuição de poder entre capitalistas industriais, capitalistas financeiros e trabalhadores, determinarão como a renda será redistribuída. (ARGITIS, 2001, p. 467, tradução nossa).

industrial, caso esse aumento dos lucros de empresário não sejam totalmente compensados por uma queda no lucro global, em virtude do conflito capital-trabalho. De acordo com Pivetti (1985, p. 100),

Things are likely to be different within the alternative approach to value and distribution, if the notion that the normal rate of profit is governed by the money rate of interest is well founded. The point, of course, is the significance of income distribution for effective demand: if the money plays an important role in determining income distribution, it will also play an important role in the determination of the level and composition of output.¹²

Em síntese, ao incluir a taxa de juros como um dos determinantes dos custos de produção e, por conseguinte, dos preços, os trabalhos referidos acima evidenciaram a importância da taxa de juros como uma variável distributiva na sociedade capitalista, mostrando, ao mesmo tempo, a importância da moeda nos principais conflitos sociais. Abre-se por essa via, também, a possibilidade de abordar o impacto da política monetária sobre a acumulação de capital levando em conta os seus efeitos sobre a distribuição de renda de maneira ampla (ou seja, não focando exclusivamente na repartição entre capitalistas e rentistas). Essa abordagem, além disso, admite como hipótese o que já estava presente embrionariamente em Marx, em sua análise histórica da evolução da taxa de juros nos diferentes modos de produção, a saber, a taxa de juros é determinada pelo Estado (autoridade monetária), em meio a uma série de constrangimentos políticos e econômicos. Esse aspecto será essencial às abordagens da política monetária a partir da perspectiva da Economia Política Radical, apresentadas abaixo. Antes de abordá-las, porém, é importante discutir a natureza de classe desse Estado, o que será feito a seguir.

2.2 TEORIAS MARXISTAS DO ESTADO

Como se sabe, Marx não teorizou de forma sistemática sobre a natureza e o papel do Estado no sistema capitalista, embora tivesse a intenção de fazê-lo. Suas reflexões acerca do nível político trazem, como caracterizado por Poulantzas (1986, p. 19, grifo do autor), conceitos no “estado

¹² “As coisas tendem a ser diferentes dentro do *approach* alternativo para o valor e distribuição, se a noção de que a taxa normal de lucro é governada pela taxa monetária de juros está bem fundamentada. O ponto, claro, é a importância da distribuição de renda para a demanda efetiva: se o dinheiro joga um papel importante na distribuição de renda, também jogará um papel importante na determinação do nível e da composição do produto.” (PIVETTI, 1985, p. 100, tradução nossa).

prático”, isto é, “[...] presentes no discurso e destinados, pela sua função, a dirigir diretamente a prática política em uma conjuntura concreta, mas não teoricamente elaborados [...]”; ou, conceitos elaborados com base em “[...] *elementos* de conhecimento teórico da prática política e da superestrutura do Estado [...] mas não inseridos em um discurso teórico sistemático [...]”. Isso contribuiu para dar origem, especialmente a partir de meados dos anos 1960, a teorias marxistas do Estado significativamente diversas, tanto do ponto de vista analítico quanto metodológico (BARROW, 1993).

Nessa época, a concepção dominante na ciência e sociologia políticas era a “pluralista”. De acordo com essa visão, não há nem classe capitalista nem classe dominante, uma vez que a separação entre propriedade e controle do capital resultou em uma classe de administradores profissionais com motivações e objetivos substancialmente diferentes da classe proprietária do capital. O que existem são apenas grupos de pressão que se organizam de acordo com a conveniência, ou seja, não há traços econômicos e sociais que os unam na maioria das matérias, como ocorre com a classe dominante nas teorias marxistas. A abordagem pluralista reconhece a existência de elites de vários tipos na sociedade (econômica, política, profissional, etc.), mas a competição entre elas impede que uma delas se torne predominante. Além disso, os indivíduos podem, através do seu direito ao voto, escolher os representantes políticos que estejam mais de acordo com os seus interesses e preferências políticas, contribuindo, dessa forma, para equilibrar ainda mais o jogo (MILIBAND, 1972; DOMHOFF, 2014).

As formulações marxistas sobre o Estado que apareceram nesse período tinham como objetivo declarado se contrapor a essa visão, a partir de evidências empíricas abundantes de que existia uma classe dominante na sociedade e que esta, por meios diretos ou indiretos, controlava o Estado¹³. Para isso, demonstraram que o surgimento da classe de administradores referida pelos pluralistas não representava uma mudança significativa dos objetivos a serem alcançados pelas empresas, nem tampouco uma ruptura na sua forma de funcionamento. Esses administradores, assim como os antigos capitalistas, tinham que almejar o lucro a fim de cumprir quaisquer outros objetivos que tivessem em mente. Além disso, sua origem social é senão a mesma dos capitalistas,

¹³ “Um dos objetivos principais desta obra é justamente demonstrar de maneira detalhada que a concepção democrática pluralista [...] é errônea no essencial, que essa concepção, longe de oferecer um guia para a realidade, constitui uma profunda deturpação da mesma.” (MILIBAND, 1972, p. 15).

sendo a maioria deles recrutada entre as camadas médias e altas da sociedade, é marcada por uma proximidade com esses elementos das classes privilegiadas por meio das instituições de ensino, em especial na vida universitária. Assim, o recrutamento desses administradores é, na verdade, um processo de “autorecrutamento”. Ademais, nos raros casos em que indivíduos sem essas credenciais ocupam os postos mais elevados no mundo corporativo, quando eles finalmente os atingem, já estão perfeitamente incorporados ao estilo de vida das classes dominantes. Porém, o mais importante de se reter desse raciocínio não é a semelhança natural ou criada entre administradores e capitalistas, mas a convergência ideológica decorrente desse fato. Em geral, os indivíduos com essas origens ou recentemente incorporados a esse meio expõe uma visão conservadora a respeito da sociedade, da política e da economia. Existem, é claro, divergências entre eles (como entre os conservadores moderados e ultra-conservadores nos Estados Unidos), mas elas não se sobrepõem ao seu entendimento comum acerca do papel limitado que o Estado deve ter na economia, especialmente no que diz respeito a questões ligadas ao mercado de trabalho. O apoio do governo aos sindicatos é encarado com particular suspeição, pois os mesmos podem servir para formar uma corrente política que se contraponha ao domínio da classe capitalista (MILIBAND, 1972; DOMHOFF, 2014).

Miliband (1972) usa praticamente o mesmo argumento para explicar por que o Estado tende a adotar políticas amplamente favoráveis à classe dominante, ao mesmo tempo em que não leva em consideração ou até mesmo atua de forma contrária aos interesses dos trabalhadores. Como se sabe, os altos cargos da administração pública geralmente são ocupados por pessoas com origens privilegiadas e que, por conta dessas origens, tiveram a chance de ter o tipo de educação necessária para alcançar essas posições. Essa situação, segundo o autor, se verifica inclusive entre os escolhidos para os cargos eletivos de maior prestígio, apesar da ampla diluição social desses grupos em relação ao passado. Isso faz com que seja muito mais provável que encontremos em seus círculos de relações empresários do que líderes sindicais. Além disso, sem negar os critérios de meritocracia que passaram a pautar a admissão e promoção na carreira pública, nos países capitalistas avançados, Miliband (1972) sustenta que é natural que os ocupantes desses cargos tenham concepções implícitas de como os funcionários públicos devem pensar ou se comportar. Geralmente, pensamentos que não estejam dentro de um espectro ideológico que vai de um conservadorismo rígido a um reformismo débil não são bem-vistos e podem representar um risco para os que desejam ter uma carreira bem-sucedida na administração pública. Às vezes, a simples

consciência desse fato é suficiente para impedir que essas ideias divergentes apareçam com mais frequência.

Todos esses fatores geram nos atores estatais uma “predisposição ideológica e uma tendência política preconceituosa”, marcadas pela crença compartilhada que o capitalismo é a forma de organização da sociedade mais adequada para atingir a eficiência, o bem-estar, a liberdade, etc. Assim, soluções que interfiram na lógica da iniciativa privada, ainda que para aperfeiçoar o sistema, são desconsideradas pelos agentes do Estado e tratadas como contrárias ao interesse nacional. Preocupados em defender tal interesse, definido em termos conservadores, os burocratas e políticos tornam-se servos fiéis da classe capitalista. Isso se torna ainda mais claro no âmbito da política externa, no qual entram questões como a segurança e a independência nacionais. Estas não são meras “desculpas” para esconder os verdadeiros objetivos, que são a defesa de investimentos privados no exterior. Porém, esses objetivos “maiores” são definidos em termos tais que são totalmente condizentes com o bem-estar da empresa privada. Tomando como exemplo as políticas imperialistas do Ocidente,

É possível que estivessem realmente preocupados com a segurança nacional, com o fortalecimento da estrutura econômica e social, a responsabilidade do fardo do homem branco, o cumprimento do destino nacional, e assim por diante. Mas tais objetivos exigiam, da maneira como eles os viam, a conquista de terras que já eram ou poderiam vir a ser zonas de exploração para os seus interesses capitalistas nacionais, cuja implantação e expansão ficavam assim garantidas graças ao poder do Estado. (MILIBAND, 1972, p. 106-107).

Há, todavia, mecanismos mais conhecidos e visíveis que reforçam esse comportamento pró-capital do Estado, tais como a presença importante de empresários na administração pública (especialmente no Executivo), o *lobby* de grandes empresas para obter isenção fiscal ou criar furos na legislação que regulamenta o seu setor de atividade, o financiamento de campanhas eleitorais dispendiosas e os vínculos criados entre reguladores e regulados. Ademais, não se pode desconsiderar, de acordo com Miliband (1983), o autointeresse dos políticos e burocratas em altos salários, prestígio e poder. Nesse particular, a possibilidade de uma passagem lucrativa pela iniciativa privada, ou mesmo de sucesso na carreira pública, estimulam comportamentos cooperativos com o setor privado, que não contrariam os grandes interesses. Por fim, é importante pontuar que nenhum dos fatores mencionados atua favoravelmente aos trabalhadores, tornando a competição entre os dois grupos absolutamente desiguais. Ao contrário dos capitalistas, a classe

trabalhadora geralmente se encontra em meio a divisões internas profundas que dizem respeito a aspectos fundamentais de estratégia política e da ideologia, tornando o seu principal instrumento de combate ao domínio capitalista, a greve, de alcance e eficácia normalmente limitados (MILIBAND, 1972).

Focado na realidade norte-americana, Domhoff (2014) mostra como o domínio capitalista sobre o Estado depende de uma série de organizações (instituições), construídas, intencionalmente ou não, para promover um “espírito de grupo” entre os elementos da classe dominante e transformar as ideias deste grupo em políticas do governo. Inicialmente, os problemas políticos, econômicos ou sociais são identificados pela classe capitalista em conservas informais, que ocorrem em reuniões dos diversos conselhos de administração de empresas ocupados por indivíduos dessa classe, bem como em espaços de socialização, como os exclusivíssimos clubes privados, que jogam papel fundamental na formação de valores comuns e de uma visão relativamente coesa do mundo (essenciais para transformar a classe econômica em uma classe social, caracterizada por indivíduos que interagem entre eles, desenvolvem organizações típicas de grupo e compartilham o mesmo estilo de vida, ao mesmo tempo em que excluem aqueles que não são considerados seus similares). Nesse sentido, essas organizações tornam os ricos, os administradores de empresas e os capitalistas membros da classe dominante.

Todavia, visões de mundo relativamente similares e a mera identificação de questões a serem solucionadas não proveem políticas que as resolvam. Para isso, a classe dominante se vale, em um segundo momento, de fundações, *think tanks* e grupos de discussão sobre políticas públicas, sendo os dois últimos principalmente os espaços onde membros dessa classe se reúnem com “especialistas” para formular medidas que deem conta dos problemas identificados. Essas soluções são amplamente divulgadas no formato de livros, entrevistas ou informativos, que são lidos pelos *policymakers* e constituem fonte de informação importante para os diferentes meios de comunicação. Além do mais, os participantes desses grupos dão depoimentos no parlamento, integram comissões governamentais especiais para tratar dos assuntos em pauta e ocupam posições importantes nos governos, independentemente de sua coloração política. Para convencer a opinião pública de suas ideias, além dos meios de comunicação, participam desse processo uma ampla rede de firmas de relações públicas, conjugadas com os departamentos equivalentes nas grandes empresas, que têm uma gama de funções que passam pela promoção da imagem dessas empresas, elaboração de campanhas contrárias aos seus detratores, geração de dúvidas e incertezas sobre

descobertas científicas que possam prejudicar suas atividades e, sobretudo, a divulgação das virtudes do sistema capitalismo e de uma certa visão do que representa o espírito e o interesse nacional.

Dessa forma, embora mencionem a “colonização” de postos-chave nos governos e os mecanismos diretos de pressão da classe capitalista sobre o Estado (*lobby*, financiamentos de campanhas, etc.), a dominação das ideias capitalistas sobre o Estado parece depender para as formulações acima também de processos muito mais sutis. Em especial, de um convencimento dos agentes do Estado - quando esse já não existe, em função da origem ou situação de classe desses indivíduos – de que essas ideias devem ser consideradas acima de todas as demais, por estarem perfeitamente alinhadas com o interesse nacional. Contudo, o campo de batalha entre trabalhadores e capitalistas não é regular, uma vez que os recursos para o financiamento de instituições responsáveis pela formulação de políticas e pela propagação dessas ideias são infinitamente maiores do lado dos últimos, bem como a ausência de uma visão coesa concernente à realidade econômica e social (também favorecida por organizações que a promovam) pesa contra a classe trabalhadora. Para além, portanto, daqueles mecanismos mais óbvios de influência da classe capitalista sobre o Estado, o aspecto que parece definir essas abordagens é uma dominação ideológica dessa classe, construída de forma ativa por ela.

Apesar de concordar com esse caráter indireto do processo que transforma o Estado em defensor dos interesses capitalistas, as reflexões de Nicos Poulantzas a este respeito diferem substancialmente das apresentadas até aqui¹⁴. Para ele, as relações entre classes sociais e Estado são objetivas, isto é, são largamente independentes da agência dos indivíduos que os compõem. Sendo assim, o caráter de classe do Estado não advém de inter-relações dos seus membros com as da classe dominante, que resultam em uma dominação ideológica ou em uma subserviência direta aos interesses dessa classe, mas de uma coincidência objetiva entre tais interesses e as funções do Estado no capitalismo, como fator de coesão social e fator de reprodução das condições de produção do sistema. Em relação à participação dos capitalistas no Estado, como ocorre crescentemente no estágio atual de desenvolvimento, Poulantzas (1969) observa que esse fato é o efeito e não a causa da referida coincidência objetiva. Desse modo, não é motivo de surpresa para

¹⁴ As divergências entre Poulantzas e Miliband foram expostas no debate que os dois travaram nas páginas da *New Left Review*. Ver Poulantzas (1969; 1976) e Miliband (1970; 1973).

essa abordagem se os interesses da classe dominante forem melhor atendidos em períodos que os seus membros não têm participação direta no Estado.

Em *Poder Político e Classes Sociais*, Poulantzas (1986) chega a conclusões semelhantes a partir do seu argumento de “autonomia relativa” do Estado, apresentado nos seguintes termos. No Estado capitalista, ao contrário dos outros tipos de Estado que o precederam, a relação de dominação social está excluída de sua estrutura, ou seja, enquanto, no modo de produção feudal, o senhor feudal ocupava as funções mais destacadas do Estado ao mesmo tempo em que era a figura dominante nas relações de produção, no capitalismo, ao revés, o Estado assume um caráter hierárquico, impessoal e anônimo, organizado por uma série de leis que ditam o seu funcionamento interno. Isso possibilita que, nesse modo de produção, o Estado se apresente como representante do povo-nação (isto é, do conjunto da coletividade), tendo sua legitimidade formada justamente por essa noção, ao passo que nos modos de produção pré-capitalistas, em função da presença do dominador no seio do Estado, tornava complicado apresentar-se dessa forma e, por conseguinte, sua legitimidade estava ligada à própria legitimidade da classe dominante. Entretanto, Poulantzas (1986) nota que essa concepção do Estado como representante dos interesses gerais na sociedade não se trata de mera ideologia mistificadora da realidade. Isto é, por conta da autonomia relativa do político *vis-à-vis* o econômico, típica do capitalismo, o Estado atende, de maneira regular, alguns interesses econômicos das classes dominadas, e mesmos age contra interesses econômicos de curto prazo da classe dominante, na medida em que isso não afete os interesses políticos dessa classe e a própria estrutura do Estado.

A noção de interesse geral do ‘povo’, noção ideológica mas que recobre um jogo institucional do Estado capitalista, denota um *fato real*: esse Estado permite, pela sua própria estrutura, as garantias dos interesses econômicos de certas classes dominadas, eventualmente contrários [*sic*] aos interesses econômicos a curto prazo das classes dominantes, mas compatíveis com os seus interesses políticos, com a sua dominação hegemônica. (POULANTZAS, 1986, p. 185).

A relação entre classe dominante e Estado no capitalismo organiza-se na forma de “bloco no poder”. Tal fenômeno decorre da existência nessa formação social de múltiplas frações da classe dominante, algumas delas oriundas do próprio processo de reprodução do capital (capitais industrial, comercial e financeiro), ao passo que outras são resquícios de modos de produção anteriores, em particular o grande capital agrícola. “O bloco no poder constitui uma unidade

contraditória de classes e frações *politicamente dominantes sob a égide da fração hegemônica.*” (PULANTZAS, 1986, p. 233-234, grifo do autor). Sendo a hegemonia nesse bloco no poder dependente da ascensão anterior dessa classe ou fração à posição hegemônica na sociedade, embora sejam possíveis defasagens entre um nível e outro. Como também o é entre o bloco no poder e sua presença na cena política, de tal forma que o partido político mais importante pode não corresponder à fração hegemônica na sociedade e no bloco no poder, a qual pode nem estar representada politicamente. Poulantzas (1986) chama as classes ou frações cujos partidos políticos se encontram nos lugares dominantes na cena política de classes reinantes, a fim de diferenciá-las das classes dominantes, participantes do bloco no poder. É importante pontuar que determinada articulação no bloco no poder, com uma fração específica na posição hegemônica, corresponde a um certo estágio de desenvolvimento do capitalismo, admitindo também nesse caso, porém, a possibilidade de defasagens, dissociações e deslocamentos entre um e outro.

Nesse contexto, a participação do Estado é fundamental para: a) impedir que essas diferentes frações dominantes se afundem em lutas infundáveis; e b) organizar a hegemonia da fração hegemônica frente às demais frações dominantes e, principalmente, frente às classes dominadas. O argumento do autor, nesse particular, é que as classes ou frações dominantes são incapazes de se organizar politicamente para garantir sua hegemonia na sociedade. Ao contrário de Miliband, ele julga que a classe trabalhadora apresenta maior capacidade que os capitalistas de se tornar “classe para si”, nos termos de Marx. Desta feita, o Estado é o centro de organização política da classe dominante, o que não significa que esse existe antes dessa classe e é, portanto, “tomado” por ela a fim de exercer a sua hegemonia, nem tampouco que a classe dominante preceda o Estado. Pelo contrário, ela somente se torna classe dominante através do Estado, sem que este seja um mero instrumento daquela. Além do mais, a consolidação da hegemonia é um processo complexo, que envolve fazer concessões para as classes dominadas, sem que isso interfira nos interesses políticos de longo prazo da classe dominante. O Estado, possuindo “autonomia relativa” frente às diferentes frações dominantes no bloco no poder, é o único que pode realizar tal façanha, aparecendo, conseqüentemente, não como representante deste ou daquele interesse dominante, mas como encarnação da vontade popular (realidade e ideologia confundindo-se, uma e outra verdades que se reforçam mutuamente). Assim, quando foi dito que os interesses da burguesia, apesar de não comandarem o Estado, são amplamente atendidos por esse, estava se considerando justamente

essas duas funções do Estado, imprescindíveis para a coesão social e para a reprodução das relações de produção capitalistas.

Poulantzas (1986) também questiona a caracterização da burocracia do Estado feita por Miliband (1972). Segundo ele, o fato de a burocracia ser recrutada em determinadas classes sociais não a torna agentes dessas classes no Estado, pois o Estado e o pessoal empregado nele possuem certa autonomia frente à sociedade, mesmo em relação a essas classes que administram o Estado, denominadas pelo autor de classes detentoras do Estado. Tais classes podem coincidir (ou não) com as classes dominantes, mas isso não altera o comportamento da burocracia estatal, pois o que a define como categoria social específica e lhe empresta certa unidade é a sua relação com o Estado. Como foi visto acima, o Estado é um centro de poder político (não possuindo ele próprio algum poder), o qual, ao exercer suas funções, atende os interesses políticos de longo prazo da burguesia, especialmente de sua fração hegemônica. Assim, por conta de sua relação com o Estado, e não por pertencer a uma classe social específica, a burocracia é defensora devotada dos interesses capitalistas. Com efeito, não basta apenas substituir os indivíduos que ocupam as posições-chave no Estado, é preciso que se altere o próprio Estado, a relação Estado-sociedade e a própria sociedade.

Em *O Estado, O Poder, O Socialismo*, Poulantzas (1980) assinala que as lutas populares também estão presentes no Estado, inscritas em sua “materialidade institucional”, mesmo em uma situação na qual as classes dominadas estão excluídas fisicamente do Estado ou de alguns de seus aparelhos. Ao contrário, porém, da luta entre as frações dominantes no bloco no poder, que visam exercer o poder nesses aparelhos e tomar a posição hegemônica no bloco, as lutas da classe trabalhadora funcionam como “focos de oposição” ao poder da classe dominante, ampliando as contradições entre as diferentes frações dessa classe. Mas nem por isso são menos importantes.

Mesmo nos casos em que as massas estão fisicamente excluídas de certos aparelhos, essas lutas sempre têm efeito em seu seio, ainda que esses efeitos se manifestem, aqui, de qualquer maneira à distância e entremeados por pessoas (o pessoal do Estado). Esses contornos de exclusão física das massas populares do Estado não devem, também aqui, ser entendidos como trincheiras e muralhas de isolamento de um Estado-fortaleza assediada apenas do exterior, em suma, como barreiras que formam uma verdadeira barragem do Estado diante das lutas populares, segundo duvidosas metáforas topográficas. Trata-se antes de uma série de painéis que comprovam ser *anéis de repercussão* das lutas populares no Estado. (POULANTZAS, 1980, p. 175, grifo do autor).

Apesar da consideração acima, e das várias menções à luta de classes nas obras referidas, Poulantzas e os teóricos que o seguiram são acusados de terem negligenciado o papel da interação estratégica entre os agentes sociais na definição das políticas adotadas pelo Estado. Uma vez que essas políticas correspondem à necessidade de reprodução sistêmica e são implementadas exatamente por cumprirem essa função, a luta de classes torna-se mero acessório nesse raciocínio. Enquanto que, se tivessem sido consideradas resultados dessas interações, não haveria razão para mencionar a sua funcionalidade e admitir-se-ia a possibilidade, realista, de o Estado adotar políticas que são disfuncionais ao sistema (PRZEWORKSKY, 1995). Esping-Andersen *et. al.* (1976) criticam essas abordagens por tratar os “imperativos” ou “constrangimentos” sistêmicos como entidades metafísicas, ao passo que o correto seria considera-los consequências das lutas pela dominação, travadas em um contexto econômico e político historicamente determinados. Por fim, Fred Block, em seu ensaio *The ruling class does not rule*, critica a análise “poulantziana” por ter mantido a suposição instrumentalista de uma classe dominante com capacidade para enxergar de forma ampla os entraves estratégicos para a acumulação de capital e propor soluções aos mesmos. Tal suposição foi responsável pela concepção equivocada que trata a capacidade do sistema capitalista de se reformar, propiciando novo ímpeto à acumulação de capital, como produto dessa qualidade ímpar de sua classe dominante.

Como alternativa, Block (1987) sugere que tratemos essa característica sistêmica como resultado inconsciente (ou seja, ocorrendo “*behind the backs*” dos agentes) da luta de classes entre capitalistas, trabalhadores e agentes estatais. Desde pelo menos a época da Revolução Industrial, a luta dos trabalhadores pela redução da jornada de trabalho, extinção do trabalho infantil, melhor educação, etc., geraram, ao mesmo tempo, melhores condições de vida para a classe trabalhadora e uma força de trabalho mais produtiva, atendendo os requisitos de longo prazo da acumulação de capital. Essa pressão da classe trabalhadora causou no capitalismo avançado – especialmente em períodos de guerra ou reconstrução e crises econômicas, quando o poder político de veto da classe capitalista, decorrente de sua posição estrutural como responsável pelo investimento privado e geração de empregos, está reduzido – a ampliação da participação do Estado, seja por meio da regulação dos negócios privados seja através de uma provisão de serviços públicos expandida. Também impulsionada pelo próprio interesse dos agentes públicos em aumentar os seus recursos e o poder que exercem. Em alguns casos, até mesmos os empresários, a fim de eliminar

concorrentes ou ganhar contratos públicos, defendem esse tipo de medidas, mas as forças motoras nesse primeiro momento são especialmente os trabalhadores e os burocratas.

Contudo, uma vez superados esses períodos excepcionais, os capitalistas gradualmente recuperam a sua força indireta frente ao Estado, iniciando-se um novo momento, no qual os administradores estatais não podem mais ignorar os desejos dessa classe. Neste novo contexto, a variável central, que será preservada a todo custo pelos governantes, é a chamada confiança do empresário, um misto de fatores objetivos (tamanho do mercado e custo da mão de obra) e variáveis intangíveis (estabilidade social, possibilidade de aumento de impostos, ingerência do Estado na economia, etc.). Assim, para não deprimir o nível de confiança, prejudicando dessa forma os níveis de investimento e de atividade econômica, os elementos mais radicais das reformas aprovadas no momento anterior são eliminados pelo Estado, enquanto as mudanças mais inofensivas à acumulação de capital são mantidas, até por pressão da burocracia que tem interesse em manter parte do poder adquirido com essas reformas. O resultado final desse jogo entre trabalhadores, capitalistas e administração estatal são reformas menos amplas do que as imaginadas pelos trabalhadores no início do processo, mas ainda assim significativas *vis-à-vis* as que seriam implementadas pelos capitalistas caso gozassem de controle irrestrito sobre o Estado.

Há, todavia, um elemento mais rígido nessa teoria elaborada por Block (1987) do que a narrativa acima deixa transparecer. Ele fica evidente na cadeia de mecanismos que o autor apresenta para explicar as tendências de governos de esquerda adotarem políticas muito similares aos dos seus opositores (inclusive mantendo os mesmos nomes nos principais ministérios e/ou não se preocupando em realizar uma reforma radical da administração pública, que os possibilitassem implementar as políticas prometidas) ou fracassarem em permanecer no poder até o final do seu mandato, observadas pelos teóricos marxistas do Estado que escreveram antes dele. O centro da explicação encontra-se na confiança do empresário e no seu efeito aprisionador sobre os governantes, não dependendo para o seu resultado final de conspiração alguma das classes em jogo, mas tão somente de elas perseguirem seus respectivos interesses.

A simples notícia da vitória de um governo de esquerda leva a confiança empresarial a despencar, resultando em uma queda dos investimentos e uma fuga de capitais do país. Para o autor, no entanto, essa fuga não é mera estratégia política dos especuladores para forçar uma capitulação do governo em questão, e sim um medo justificado de recrudescimento da inflação, por conta das políticas redistributivas geralmente adotadas por governos de esquerda e que serão compensadas

com aumentos de preços, promovidos pelos empresários para manter a sua participação na renda. Se o governo mesmo assim decide seguir em frente com o seu programa de reformas, o risco de uma crise cambial, oriunda desse afluxo de capitais e da deterioração da conta de transações correntes, é iminente. Caso essa crise se concretize, e o governo permaneça com ímpeto reformista, a saída que resta é isolar a economia do mercado internacional, por meio de controles de importação, cambiais e de preço. Isso será contestado pelos capitalistas, pois mexe com as suas liberdades de determinar os preços dos seus produtos, importar equipamentos e movimentar seu capital. Os resultados econômicos serão os seguintes: quedas ainda maior da confiança e do investimento, possivelmente seguidas por crise econômica, desemprego e desabastecimento. Diante de uma crise profunda, ou o governo renuncia ou procura reverter o cenário por meio da nacionalização das empresas privadas, mas como geralmente não há clima político para uma mudança radical no *status quo*, o resultado provável de o governo escolher a segunda via é a sua deposição por meios parlamentares ou por um golpe militar.

Of course, such a scenario is usually filled out with a great deal of editorializing against the regime in the bourgeois press, much grumbling among the upper classes, and even some conspiratorial activity. But the point is that conspiracies to destabilize the regime are basically superfluous, since decisions made by individual capitalists according to their own narrow economic rationality are sufficient to paralyze the regime, creating a situation where the regime's fall is the only possibility. (BLOCK, 1987, p. 62).¹⁵

Em suma, em tempos normais, a margem de manobra dos governos para implementar reformas que contrariem os interesses dos capitalistas é restrita. O controle sobre o investimento e sobre a geração de empregos põe os interesses da classe capitalista em primeiro plano dentro dessas sociedades, independentemente de ações políticas planejadas dessa classe. Neste contexto, não resta outra alternativa ao Estado que não aceder aos referidos interesses, sob pena de o grupo no poder não conseguir governar efetivamente ou deixar o seu mandato inconcluso. Sendo assim, a aparente flexibilidade dessa abordagem - introduzida pelo papel da luta de classes na definição das políticas adotadas pelo Estado - em relação a um funcionalismo mais rígido decorrente da visão

¹⁵ “Claro, tal cenário é geralmente preenchido com uma grande quantidade de editoriais contra o regime na imprensa burguesa, muita reclamação entre as classes altas e até mesmo alguma atividade conspiratória. Mas, o ponto é que as conspirações para desestabilizar o regime são basicamente supérfluas, uma vez que as decisões tomadas pelos capitalistas individuais, de acordo a sua estreita racionalidade econômica, são suficientes para paralisar o regime, criando a situação em que a queda do regime é a única possibilidade.” (BLOCK, 1987, p. 62, tradução nossa).

original de Poulantzas (exposta em seu artigo de 1969 e em sua obra *Poder Político e Classes Sociais*) - é senão ilusória ou limitada temporalmente. De maneira geral, o Estado age de acordo com os interesses da classe dominante, embora não seja dominada por ela e esta não saiba exatamente o que é necessário para a reprodução do sistema no longo prazo.

Portanto, o ponto em comum entre as teorias marxistas brevemente apresentadas nessa seção é a relação entre Estado e capital, mais precisamente a ampla defesa dos interesses da burguesia feita pelo Estado - ainda que para realiza-la precise, quando possível, agir contra os interesses econômicos imediatos dessa classe. A regularidade com a qual o Estado faz isso é motivo de debate entre as diferentes correntes: abordagens como as de Miliband e Domhoff (classificadas pela literatura como instrumentalistas)¹⁶ tendem a considerar que são raros os momentos em que o Estado age genuinamente motivado pelas pressões populares, ao passo que os estruturalistas (Poulantzas) consideram que essas ocasiões são mais regulares, em virtude da autonomia relativa que o Estado possui frente às frações capitalistas dominantes. Da mesma forma, não há consenso entre elas acerca do motivo pelo qual esse caráter de classe se manifesta nas ações estatais. A corrente instrumentalista o associa à uma dominação direta do Estado por parte dos capitalistas, por meio do emprego dos seus quadros nas instituições estatais ou de outros conhecidos mecanismos de pressão dessa classe, bem como à uma dominação ideológica, que conta com a ajuda de uma série de instituições criadas pelos capitalistas para formular e promover políticas que os beneficiem. Em ambos os casos, observa-se (como característica que distingue essa vertente das demais) uma conduta proativa da classe dominante para estimular esse comportamento favorável por parte do Estado. Enquanto para os estruturalistas a coincidência entre interesses dessa classe e ações do Estado é estrutural, seja porque as funções exercidas pelo Estado são fundamentais para a reprodução das relações sociais capitalistas (Poulantzas), seja porque a necessidade do crescimento econômico e da geração de receitas para continuar funcionando efetivamente impede que o governo se afaste mais do que por um período relativamente curto das vontades da classe capitalista (Block). As teorias sobre o comportamento do banco central e a aplicação da política monetária, analisadas a seguir, são desdobramentos dessas teorias mais gerais acerca da natureza e do papel do Estado.

¹⁶ Ver Barrow (1993) sobre as diferentes vertentes dentro da teoria marxista do Estado, indo além da divisão entre instrumentalistas e estruturalistas apresentada aqui.

2.3 POLÍTICA MONETÁRIA A PARTIR DA PERSPECTIVA DA ECONOMIA POLÍTICA RADICAL

2.3.1 Contested Terrain Approach

A primeira abordagem sobre o comportamento do banco central e a política monetária a ser analisada é a CTA, desenvolvida por Gerald Epstein e Juliet Schor¹⁷. Este *framework* foi elaborado para analisar as políticas macroeconômicas, sobretudo a política monetária, de uma série de países de desenvolvimento avançado no período pós-Segunda Guerra, a fim de preencher uma lacuna que existia na literatura a respeito das razões que levaram o banco central a agir de determinada forma. A suposição implícita de grande parte das análises era que as instituições de Estado, como o banco central, encarnavam os interesses do conjunto da sociedade, não refletindo em seu comportamento nenhum viés favorável a determinado grupo de interesse. Para a CTA, ao contrário, o banco central é um terreno de luta de classes e, por conseguinte, as políticas adotadas por ele espelharão o resultado líquido dessa luta. Mais recentemente, Epstein (2019b) buscou adaptar esse modelo à realidade dos países desenvolvidos que passam por um processo de financeirização de suas economias. Ao que tudo indica, de acordo com ele, a influência dos rentistas sobre o banco central, nesses países, ampliou-se significativamente nos últimos anos, de sorte que a luta entre as frações da classe capitalista em torno da política monetária perdeu força nesse período, dando lugar a um controle (ainda assim contestado) da instituição monetária central por parte desse segmento¹⁸.

Epstein e Schor (1988) questionam a adequabilidade das teorias gerais do Estado para tratar de políticas econômicas em contextos diversos do ponto de vista econômico e da própria estrutura interna do Estado, dando preferência a abordagens que versem sobre os fenômenos em tela levando em consideração a especificidade histórica e institucional. Isso significa, em termos práticos, que o banco central pode assumir comportamentos diferentes dependendo das condições econômicas e

¹⁷ Para uma brevíssima síntese da CTA, ver Epstein (2014).

¹⁸ Conforme explicado por Epstein (2019c) na introdução da coletânea de artigos, concernentes à CTA, lançada recentemente (*The political economy of central banking: contested control and power of finance*), o título da obra reflete essa mudança de concepção a respeito do comportamento do banco central. Abandonou-se o termo *contested terrain* e passou a ser usado *contested control* para se referir à nova relação entre as frações de classe dominantes e a autoridade monetária. Para facilitar a localização dos trabalhos citados nessa subseção, faz-se referência, quando possível, ao ano e página das publicações originais.

políticas vigentes. Assim, não se pode afirmar, de uma vez por todas, como fazem algumas vertentes dentro do marxismo, que o banco central é rentista ou defende os interesses da classe capitalista como um todo. Nem tampouco que o banco central pode fazer pouco para alterar os parâmetros econômicos, em virtude do poder imperioso de veto da classe capitalista.

A major problem with these views is that they deny the multiplicity of state and economic structures that appear to characterize modern capitalism. Elements of each of these theories might apply at different times and places, but none of them is likely to be appropriate in all modern capitalist countries at all times. We have thus tried to develop a theory of central banking that both incorporates the characteristic features of capitalism while allowing for the multiplicity of capitalist practices in today's world. (EPSTEIN, 1992, p. 3).¹⁹

Não obstante essas ressalvas (que não se tratam de mera retórica, pois de fato procura-se desenvolver uma concepção teórica que leve em conta a diversidade das estruturas e das práticas de Estado que caracterizam o capitalismo), o ponto de partida da CTA são as teorias marxistas do Estado, guardando especial semelhança com a perspectiva crítica de Esping-Andersen *et. al.* (1976). Como mencionado acima, esses autores criticam a abordagem marxista estruturalista do Estado por tratar os constrangimentos sistêmicos à ação estatal como “abstrações metafísicas”, e não como resultado da luta de classes. Ao mesmo tempo, pontuam que a concepção instrumentalista discute os interesses e as ações das classes sociais, em sua luta pelo controle do Estado, isoladas das estruturas econômicas, das relações Estado-economia e da estrutura interna do Estado, caindo em uma visão “voluntarista” das práticas sociais, na qual não há limites ou imperativos sistêmicos operando sobre os agentes. No lugar dessas duas visões propõem uma perspectiva dialética, em que o Estado é objeto, produto e determinante da luta de classes, uma vez que a sua estrutura interna afeta o acesso, a consciência política, a estratégia e a coesão de vários interesses e classes. Assim, o Estado não é nem um instrumento da classe dominante, como nas abordagens instrumentalistas mais vulgares, nem um termostato da sociedade, como se tem a impressão na leitura de certas análises estruturalistas. O Estado, nesse sentido, não é mero centro

¹⁹ “Um problema crucial dessas visões é que elas negam a multiplicidade de Estados e estruturas econômicas que parecem caracterizar o capitalismo moderno. Elementos de cada uma dessas teorias podem se aplicar em diferentes momentos e lugares, mas nenhuma delas é apropriada para todos os países capitalistas modernos em todos os momentos. Nós tentamos, portanto, desenvolver uma teoria de *central banking* que incorpora os aspectos característicos do capitalismo, permitindo ao mesmo as multiplicidades de práticas capitalistas no mundo de hoje.” (EPSTEIN, 1992, p. 3, tradução nossa).

de poder político, como se referia Poulzantzas, mas um poder real, influenciando ao mesmo tempo em que é influenciado pelas ações das diferentes classes sociais em luta. Os capitalistas buscam controlá-lo, através de mudanças estruturais no Estado, que limitem a participação da classe trabalhadora, mas a dominação nunca é total, como também não o é a neutralização da classe trabalhadora.

Seguindo nessa linha, a CTA fica no meio do caminho entre estruturalismo e instrumentalismo. De um lado, considera a influência direta dos agentes sociais sobre o Estado como determinante das políticas adotadas (esse aspecto ficará mais claro na discussão abaixo sobre a independência do banco central). Assim, embora não explicita todos os mecanismos por meio dos quais essa influência ocorre, quando uma classe não mais presente na estrutura do Estado, assume-se que os interesses da mesma são simplesmente desconsiderados. De outro, aproxima-se da abordagem estruturalista pois considera que os interesses das classes sociais mudam de acordo com a estrutura econômica, isto é, elas agem de acordo com uma estrutura historicamente determinada. Como consequência, não é sempre que rentistas lutarão por uma taxa de juros alta ou que capitalistas industriais defenderão uma política de pleno emprego. Essa flexibilidade no comportamento dos agentes faz com que se considere um maior número de situações e de coalizões possíveis do que em outros *approaches* que também trabalham sob o ponto de vista da Economia Política²⁰. Além disso, o tipo de análise realizado pelos autores não foca na ação de grupos ou atores empiricamente identificáveis (instrumentalismo), mas na permanência ou descontinuidade de estruturas no tempo e, sobretudo, entre países (estruturalismo).

A taxa real de juros é considerada na CTA uma variável sob o controle do banco central e, ao mesmo tempo, um parâmetro distributivo importante na economia (suposições em linha com a escola pós-keynesiana, mas também com Marx, vide seção 2.1). Desse modo, as diferentes classes e frações, divididas, simplificada, em capitalistas financeiros, capitalistas industriais e trabalhadores, buscarão influenciar o comportamento do banco central, de modo a trazer a taxa de juros mais próxima ao patamar que maximiza sua participação na renda. Supõe-se que os capitalistas, sejam financeiros ou industriais, almejam com isso ampliar os seus lucros, ao passo

²⁰ Ver, por exemplo, o livro de Smithin (1996). Neste caso, as classes comportam-se conforme o geralmente esperado, isto é, rentistas, de um lado, pressionando o banco central para que a taxa real de juros seja a mais elevada possível (em especial a partir do início dos anos 1980) e trabalhadores e capitalistas industriais, de outro, atuando para que a taxa real de juros se mantenha próxima a zero.

que os trabalhadores estão preocupados com os salários reais. A política adotada pela autoridade monetária será uma média ponderada de cada um desses objetivos, com o peso de cada um determinado pelo poder relativo desses grupos na sociedade e no Estado.

Em contraste com as ideias rraffianas abordadas na subseção 2.1.2, a distribuição de renda é apresentada em dois estágios pela CTA, a exemplo do esquema marxiano (ver a distinção entre os dois na subseção supracitada). Primeiramente, trata-se da distribuição da renda entre salários e lucros, sem a interferência direta de fatores monetários. Seguindo Boddy e Crotty (1975), a participação dessas duas fatias na renda será determinada pelo poder de barganha da classe trabalhadora, que se altera de acordo com o nível da capacidade utilizada na economia. Como a taxa de juros afeta este nível, mediante seus efeitos na demanda agregada, capitalistas e trabalhadores formarão preferências acerca da referida taxa. Em um segundo estágio, então, discorre-se sobre a divisão do excedente entre as frações financeira e industrial da classe capitalista. Neste momento, a taxa de juros interfere diretamente nessa divisão, determinando como o lucro será distribuído entre as duas. Uma vez que se considera que os juros afetam o nível de preços somente através de seus efeitos indiretos via demanda agregada, o impacto direto que uma alteração dessa taxa pode causar sobre o salário real e sobre a distribuição entre salários e lucros é negligenciado.

Além do conflito entre as referidas classes e frações, a política monetária também é constrangida e influenciada por uma série de características estruturais/institucionais da economia e do próprio banco central. Com base em estudos econométricos, análise documental, entrevistas com *policymakers*, além das contribuições da literatura da Economia Política e de instituições, os autores elencaram quatro características como sendo as principais, afora as contradições e a dinâmica da acumulação de capital: a estrutura do mercado de trabalho, as relações entre o setor industrial e o setor financeiro, o grau de independência do banco central e a inserção da economia doméstica na economia mundial.

A estrutura do mercado de trabalho (ou as relações capital-trabalho) é abordada, nas versões mais estilizadas desse modelo (EPSTEIN, 1992, 2019a), fazendo referência a apenas um resultado específico decorrente dessa estrutura, qual seja, a relação (positiva ou negativa) entre capacidade produtiva utilizada e a participação dos lucros na renda. Como se sabe, Boddy e Crotty (1975) observaram que a razão lucros/salários sofre uma compressão (*profit squeeze*) na segunda fase de expansão cíclica, por conta de um aumento significativo dos salários reais nessa fase (em função

da queda do exército industrial de reserva e de um maior poder de barganha da classe trabalhadora), bem como de uma queda no crescimento da produtividade *vis-à-vis* a primeira fase de expansão cíclica, explicada seja por questões técnicas seja pelo aumento do número de greves e pelo menor esforço dos trabalhadores no chão de fábrica nesse período (estimulados pelo momento de prosperidade econômica). Isso se somaria aos aspectos político-ideológicos levantados por Kalecki (1943)²¹ para explicar a resistência da classe capitalista a situações de pleno emprego dos fatores produtivos. Um mercado de trabalho com essas características, isto é, que apresente o fenômeno mencionado do *profit squeeze*, recebeu na CTA a alcunha de neomarxista. Nesse caso, os capitalistas (industriais) serão contrários a políticas monetárias que causem pleno emprego.

O caso oposto é chamado, paradoxalmente, de kaleckiano. Porém, não em referência aos elementos políticos e ideológicos da análise de Kalecki (1943), mas sim ao seu raciocínio econômico, que estabelecia uma relação não-negativa entre aumento da capacidade utilizada e participação dos lucros na renda. Conforme se extrai de sua teoria econômica, se a elevação na capacidade utilizada fosse acompanhada de uma diminuição da concorrência e de um aumento do poder de mercado das empresas, as firmas poderiam aumentar seu *mark-up*, de modo que a participação dos lucros na renda também se ampliaria ou, no pior dos casos, ficaria constante. Neste caso, os industriais se “uniriam” aos trabalhadores na defesa de políticas monetárias que gerassem pleno emprego. Cabe assinalar que essa relação direta ou inversa entre capacidade utilizada e participação dos lucros na renda é influenciada pela organização da classe trabalhadora no respectivo país e por sua capacidade política de participar dos ganhos de produtividade ocorridos nos momentos de expansão cíclica. Quanto mais forte e menos dividido internamente é o movimento dos trabalhadores, mais o mercado de trabalho tende a se aproximar do caso neomarxista.

²¹ Para Kalecki (1943), a resistência dos capitalistas às políticas de pleno emprego observada ao longo dos anos 1930 não pode ser explicada em razão de uma queda na taxa de lucro, uma vez que o aumento dos salários reais proporcionado por essa situação tenderia a se refletir mais possivelmente nos preços do que nos lucros. Assim, a causa dessa oposição, presente nos países desenvolvidos com exceção da Alemanha nazista, decorria, segundo o autor, das transformações políticas e sociais causadas pela manutenção da situação de pleno emprego, bem como de uma ojeriza natural dos capitalistas a qualquer intervenção do governo, particularmente às que interferem no poder dos capitalistas de determinar o nível de emprego na sociedade. Tal oposição dos “capitães da indústria”, cuja preocupação com a “disciplina nas fábricas” e a “estabilidade política” é maior do que com os lucros, conta com o apoio dos chamados “especialistas econômicos” e dos rentistas, os quais são contrários ao *boom* por conta de seus efeitos no nível de preços e no valor dos ativos financeiros.

Em Epstein e Schor (1988), além do referido aspecto, a legislação trabalhista também é mencionada como um fator que pode influenciar no comportamento da classe capitalista em relação à política monetária. Se um determinado país tiver leis de proteção ao emprego, que tornem cara a demissão de trabalhadores, os capitalistas tenderão a adotar uma postura mais neutra nessa questão, pois se, de um lado, uma política monetária contracionista possivelmente não trará a redução do custo unitário no trabalho na proporção esperada, de outro, não é vantajoso para os capitalistas contratar trabalhadores que custarão caro para demitir mais à frente.

É importante pontuar que, ao tratar a distribuição da renda entre capitalistas e trabalhadores separadamente dos fatores monetários, exclui-se a possibilidade de uma redução na taxa de juros (e uma queda na participação dos rentistas no excedente) servir como contraposição ao esmagamento dos lucros totais na renda. Isto é, se o modelo abordasse simultaneamente o conflito entre trabalhadores e capitalistas e entre capitalistas industriais e capitalistas financeiros, mesmo que o mercado de trabalho fosse neomarxista, os lucros dos capitalistas industriais poderiam, até certo ponto, permanecer constantes ou até mesmo aumentar em virtude de uma política monetária expansionista que levasse à uma situação de pleno emprego.

Marx considerou que havia bases para relações conflituosas entre o capital financeiro e o capital industrial, por conta da distribuição da mais-valia em lucros industriais e juros, mas também para cooperação entre os dois *vis-à-vis* a classe trabalhadora, pois eles dividem o mesmo total depois de subtraídos os salários. No entanto, geralmente, supõe-se que capitalistas industriais e rentistas estão em lados opostos na luta em torno da determinação da taxa de juros. Essa também foi a suposição de Marx, endossada por Keynes. Este último defendia que era preciso promover a “eutanasia dos *rentiers*”, por meio de uma taxa de juros permanentemente deprimida, para que as forças do lado da produção prosperassem, resultando em uma economia com pleno emprego. Dessa maneira, pode-se dizer que a aliança política imaginada por Keynes era formada por trabalhadores e capitalistas contra o rentismo, que paralisava os impulsos criativos da sociedade.

Com base no trabalho seminal de Zysman, *Government, Markets, and Growth*, Epstein (1992; 2019a) observa que as relações entre o setor industrial e o sistema financeiro ao redor do mundo não podem ser todas enquadradas dentro dessa ideia de conflito entre os dois setores. Nos chamados *credit-based systems*, cujos casos emblemáticos são Alemanha e Japão, os bancos, principais financiadores do investimento nesse tipo sistema, possuem elevada participação nos ativos do setor industrial, de tal forma que têm interesse em uma política monetária que também

amplie os lucros desse setor. No Japão, esses setores fazem parte por vezes de um mesmo grupo industrial, logo uma alteração na taxa de juros tem sobre essas empresas o mesmo impacto que uma mudança nos preços relativos dos bens produzidos por diferentes braços desse grupo. Ou seja, nesses casos, o impacto na distribuição de renda entre os setores industrial e financeiro causado por uma mudança na posição da política monetária será reduzido, o que estimula um comportamento cooperativo entre os dois (leia-se ambos defenderão uma taxa de juros que maximize seus lucros de forma conjunta). Os autores chamam sistemas financeiros com essas características de *enterprise finance*, em contraste com os casos de *speculative finance*, nos quais as relações conflituosas entre os dois setores prevalecem. Os exemplos geralmente mencionados desses últimos são Grã-Bretanha e Estados Unidos, não obstante a desregulamentação dos sistemas financeiros promovida em larga escala nas últimas décadas tenha aproximado parte significativa das economias desses casos. Ao contrário dos *credit-based systems*, a principal fonte de investimentos nesses países são os mercados de ações e de títulos (por isso recebem o nome de *capital market-based systems*). Nesse contexto, como os bancos têm uma menor participação no setor industrial, uma alteração na taxa de juros causa uma redistribuição da renda entre os setores. Consequentemente, o setor financeiro defenderá um comportamento da autoridade monetária que maximize seus lucros a despeito dos lucros do setor industrial.

A partir somente dessas duas características estruturais, é possível depreender os possíveis resultados em termos de política monetária e das coalizões de interesses que os sustentam, ignorando por enquanto a institucionalidade do banco central, assim como as relações externas da economia doméstica com o restante da economia mundial. Em um país com mercado de trabalho kaleckiano e sistema financeiro funcional ao investimento produtivo (*enterprise finance*), capitalistas industriais e financeiros defenderão, como ocorre geralmente entre os trabalhadores, uma política monetária frouxa, tendo como resultado possível uma situação de pleno emprego com salários reais mais elevados. A razão disso é que capitalistas industriais não sofrerão com o esmagamento dos seus lucros à medida que cresce a capacidade utilizada, enquanto o sistema financeiro tende a maximizar seus lucros conjuntamente com os lucros do setor industrial. Se, porém, mantida essa característica funcional do sistema financeiro, o mercado de trabalho for neomarxista ao invés de kaleckiano, os capitalistas industriais e financeiros passarão a ser contra uma política de pleno emprego, por conta do impacto negativo que gera nos lucros do setor industrial. Agora, pelo contrário, se o sistema financeiro fosse especulativo, e aparecesse

conjuntamente com um mercado de trabalho kaleckiano, o resultado seria o imaginado por Keynes: os rentistas, como têm seus interesses desvinculados do mundo da produção, defenderão uma política monetária contracionista, ao passo que trabalhadores e industriais terão seus salários e lucros, respectivamente, maximizados por uma política expansionista. Por fim, a combinação de um mercado de trabalho neomarxista com um sistema financeiro especulativo ocasionaria uma “fratura” entre os interesses das três classes, com os capitalistas industriais e rentistas unidos contra uma política de pleno emprego, mas não em relação à uma política contracionista, pois tal política também afeta os lucros do setor industrial.

Quadro 1 - Características estruturais, coalizões de classes e política monetária²²

SISTEMA FINANCEIRO \ MERCADO DE TRABALHO	KALECKIANO	NEOMARXISTA
	FUNCIONAL	<p>CORPORATIVISTA</p> <p>Todos defendem política monetária frouxa.</p>
ESPECULATIVO	<p>KEYNESIANO</p> <p>Industriais e trabalhadores defendem política monetária frouxa, ao passo que rentistas defendem política contracionista.</p>	<p>FRATURADO</p> <p>Trabalhadores defendem política monetária frouxa, industriais são contra pleno emprego e rentistas defendem política contracionista.</p>

Fonte: Adaptado de Epstein (1992, p. 10).

Entretanto, consoante mencionado anteriormente, para a CTA, a estrutura interna do Estado (nesse caso, a relação entre banco central e governo) também importa para determinar as políticas a serem adotadas. Dessa forma,

²² Além da substituição de alguns termos por outros com significados similares aos originais, corrige-se a descrição do caso “capitalista” tal como apresentado por Epstein (1992, p. 10), a saber, “Industry and finance support tight money”. Na verdade, os lucros do setor industrial também sofrem com taxas reais de juros elevadas, de modo que os capitalistas serão contra uma política de pleno emprego, mas não advogarão também uma política monetária contracionista.

While classes and class fractions have desired policies, their policies will not be implemented unless they have political power vis-à-vis the state. Thus policy will be determined by a combination of political structure of the economy and the political structure of the state. (EPSTEIN, 1992, p. 11).²³

Nesse particular, a suposição dos autores é que quanto mais independente for o banco central do governo, mais restritiva tende a ser a política monetária, pois mais importante será o apoio do sistema financeiro para garantir essa posição de independência. Nos casos vistos acima em que os setores industrial e financeiro compartilham os mesmos interesses em relação à política monetária, um banco central independente adotará políticas que maximizem também os lucros do setor industrial. Porém, nas situações em que estes interesses divergem, o banco central servirá aos interesses dos seus aliados naturais, os rentistas. Por outro lado, assume-se que os interesses dos trabalhadores tendem a ser ignorados pela autoridade monetária, tornando-se os mesmos ainda mais irrelevantes para a determinação da política monetária quando o banco central ganha independência do governo, pois fecha-se com isso o único canal de influência que eles tinham sobre o comportamento dessa instituição (via pressão sobre os representantes democraticamente eleitos).

Além das evidências econométricas que apontam nesse sentido, esse argumento dos autores está sustentado em análises documentais da formulação e execução da política monetária nos Estados Unidos. Epstein e Schor (2011) examinam a batalha travada por esses interesses divergentes no período antecedente ao Acordo *Federal Reserve-Tesouro*, em 1951, o qual reestabeleceu a independência do FED, após alguns anos em que a política monetária ficou subordinada à necessidade de financiar a Segunda Guerra Mundial ao menor custo possível. A história do Acordo mostra que nem a comunidade financeira era, logo de início, unânime no que concerne à independência do FED. O apoio praticamente integral dessa comunidade (e vital para que o desfecho fosse favorável ao Banco Central) foi conquistado com a substituição do principal instrumento de execução da política monetária – que passou a ser a taxa de juros, ao invés das reservas obrigatórias dos bancos –, bem como por decisões tomadas (primeiro de redução e depois

²³ “Embora classes e frações de classes tenham políticas desejadas, suas políticas não serão implementadas a menos que tenham poder político *vis-à-vis* o Estado. Assim, a política será determinada por uma combinação de estrutura política da economia e estrutura política do Estado.” (EPSTEIN, 1992, p. 11, tradução nossa).

de aumento da taxa de juros) perfeitamente alinhadas aos interesses dos grandes bancos. O apoio da indústria, por sua vez, veio somente de forma tardia e motivado pelo desejo de evitar que fossem implementados controles quantitativos de crédito e que a política monetária ficasse sob o comando do Executivo, tal como planejado por grupos dentro do governo que apoiavam o Presidente Truman. Em contraste, os trabalhadores mostraram, ao longo dos embates, relativa indiferença a essas questões, sendo representados indiretamente pelos elementos mais radicais presentes na administração pública. A assinatura do Acordo, conforme os autores, representou uma tentativa de impedir que essas forças radicais interferissem doravante na execução da política monetária, isolando-a permanentemente da influência (nas palavras de um dos diretores do FED) “negativa” dos trabalhadores.

Levando em consideração a discussão acima, a única possibilidade de um banco central independente (Quadro 2, abaixo) adotar uma política monetária expansionista é em uma economia com mercado de trabalho kaleckiano e sistema financeiro “funcional”, pois inclusive os capitalistas financeiros desejariam esse tipo de política. Caso o sistema financeiro seja funcional, mas apareça conjuntamente com um mercado de trabalho neomarxista, os lucros do sistema financeiro não serão maximizados em uma situação de pleno emprego, levando o banco central a adotar políticas que evitem esse estado. Contudo, combinado com um sistema financeiro especulativo, a independência do banco central significa que este terá necessariamente um comportamento rentista, ou seja, a política monetária apresentará um viés contracionista.

Quadro 2 - Características estruturais, coalizões de classes e política monetária (incluindo integração vs. independência do Banco Central)

		MERCADO DE TRABALHO	
		KALECKIANO	NEOMARXISTA
SISTEMA FINANCEIRO	FUNCIONAL	Independente CORPORATIVISTA CORPORATIVISTA	Independente CAPITALISTA LUTA DE CLASSES
	ESPECULATIVO	Independente RENTISTA KEYNESIANO	Independente RENTISTA FRATURADO
		Integrado	Integrado
		Integrado	Integrado

Fonte: Adaptado de Epstein (1992, p. 12).

Poder-se-ia criticar essa abordagem, do ponto de vista da teoria estruturalista do Estado, por atribuir excessiva importância aos tipos de influências interpessoais exercidas sobre o Estado (banco central) pelas diferentes forças sociais. Como visto na seção 2.2, Poulantzas (1980) criticava a ideia que a classe trabalhadora por estar ausente fisicamente de alguns dos aparelhos do Estado não teria efeito algum sobre o seu comportamento. De acordo com ele, essas instituições não são cercadas por trincheiras ou muralhas de isolamento que impedem o assédio das forças populares, a não ser que as mesmas se situem em seu interior. Pelo contrário, os diversos braços do Estado devem ser vistos como anéis de repercussão das lutas travadas na sociedade, porém contendo alguma opacidade e resistência próprias, fazendo com que essas lutas se expressem de maneira refratada.

Além do mais, ainda que se aceite o argumento de que, de fato, a independência do banco central limita as pressões exercidas por industriais e, sobretudo, pela classe trabalhadora sobre esta instituição, não se pode deixar de considerar que a política monetária é executada em um contexto

econômico e político determinado, fortemente influenciado pelo conjunto dessas forças. Assim, o banco central não agirá sempre da mesma forma independente das pressões inflacionárias, do *mix* de políticas e da estratégia de crescimento adotadas pelo governo. Mesmo que o objetivo declarado do banco central seja exclusivamente a estabilidade de preços, como ocorreu nas últimas décadas - e não se preocupe, portanto, com a coordenação com as demais políticas macroeconômicas e com a consecução de outros objetivos estabelecidos pelo governo – a política monetária é afetada pelas escolhas envolvendo as políticas fiscal e cambial e a adoção (ou não) de controles de capitais, por exemplo, bem como pela dinâmica da acumulação de capital e os seus efeitos sobre os preços. Tais fatores são resultados da luta de classes na sociedade, embora esta esteja temporariamente excluída do banco central²⁴.

Por fim, parece forçoso atribuir, como aparece em Epstein (2014), a subserviência do banco central aos interesses do setor financeiro, transparecida em suas políticas, à necessidade de apoio que o banco central supostamente tem para manter a sua independência em relação ao Executivo. É de se esperar que uma vez estabelecido um relativo consenso na sociedade de que este é o melhor formato para se operacionalizar a política monetária, essa necessidade diminua progressivamente.

Afora as condições domésticas, a forma de inserção do país na economia mundial é considerada pela CTA pois afeta os interesses e constrangimentos enfrentados pelos bancos centrais. Economias pequenas e abertas não constituem o campo de análise dessa abordagem, uma vez que a autoridade monetária não executa políticas de forma autônoma. Bancos centrais de economias maiores, mas com ampla inserção nos fluxos internacionais de capitais, também ficam muitas vezes refém de desequilíbrios no balanço de pagamentos. Quanto mais inserida a economia, maior a chance de que uma crise dessa natureza se abater sobre ela, desorganizando o cenário para

²⁴ O caso do *Bundesbank* no período pós-Segunda Guerra, mencionado por Epstein e Schor (1988), mostra como mesmo um banco central independente inserido em um determinado contexto econômico, forjado pela luta de classes, pode adotar uma atitude menos conservadora. Em função do histórico de duas hiperinflações, criou-se uma aversão inflacionária relevante na Alemanha. Assim, o banco central alemão já era um dos mais independentes do mundo à época. Não obstante, apresentou até o início dos anos 1970, quando eclodiu o primeiro choque do petróleo e uma série de outras mudanças nos cenários doméstico e internacional que resultaram em um recrudescimento da inflação, um comportamento relativamente expansionista em comparação com os bancos centrais (independentes) norte-americano e britânico. Ao contrário destes países, os sindicatos na Alemanha eram pouco aguerridos e adotaram uma postura cooperativa com as empresas, de sorte que o custo unitário básico do trabalho não representava uma ameaça à lucratividade. Ademais, o sistema financeiro alemão é um caso emblemático no tocante às suas íntimas interligações com o setor industrial, não se opondo também a política de câmbio desvalorizado preferida por esse setor. Essas características, somadas à estratégia de desenvolvimento puxada pelas exportações, à política fiscal relativamente mais austera e a adoção de uma série de controles no setor externo da economia, geraram um contexto no qual o *Bundesbank* acomodou amplamente as demandas por crédito.

a execução da política monetária. Por sua vez, possuir moedas-chave no cenário internacional aguça a preocupação da instituição monetária central com as condições internas de estabilidade, estimulando comportamentos mais restritivos de sua parte. Essa preocupação é corroborada pelos sistemas financeiros especulativos e voltados para a fora, encontrados nessas economias, para os quais a estabilidade é fundamental para garantir afluxo contínuo dos investimentos. Finalmente, em economias abertas, aumenta significativamente a probabilidade de se deparar com mercados de trabalho kaleckianos, uma vez que uma elevação substantiva do custo unitário do trabalho é respondida pelas firmas multinacionais com um deslocamento da produção para localidades com a mão de obra mais barata (EPSTEIN, 1992, 2019a; EPSTEIN e SCHOR, 1988).

Como afirma Epstein (2019b, p. 380), “[...] the increasing importance of financial markets, financial motives, financial institutions, and financial elites in the operations of the economy and its governing institutions, both at the national and international levels”²⁵, isto é, a financeirização, levou à uma mudança na economia política dos bancos centrais, especialmente nos Estados Unidos. Os interesses de capitalistas e financeiros tornaram-se mais coincidentes no que diz respeito ao nível ótimo da taxa de juros. Enquanto antes da financeirização a maior aversão à inflação de rentistas fazia com que tipicamente desejassem uma taxa de juros mais altas do que os industriais, essa distância reduziu significativamente nas últimas décadas, por uma série de razões. De um lado, os industriais passaram a se parecer muito mais com os rentistas, uma vez que os ganhos financeiros tornaram-se mais importantes em suas receitas. Mas isso paradoxalmente não ocasionou uma alteração da sua posição em relação à taxa de juros, pois a inflação já não preocupa como antigamente, em virtude das mudanças no mercado de trabalho (com enfraquecimento dos sindicatos e a competição com a mão de obra barata de economias em desenvolvimento) e a importação de produtos a preços comparativamente baixos advindos dessas economias. De outro lado, rentistas e industriais passaram a ter preferência por ganhos de capital, que são obtidos com a formação de bolhas especulativas infladas por taxas de juros excepcionalmente baixas. Em suma, ambos passaram a maximizar sua taxa de lucro com os juros em um nível deprimido.

²⁵ “[...] a crescente importância dos mercados financeiros, dos motivos financeiros, das instituições financeiras e das elites financeiras nas operações da economia e nas instituições de governança, tanto no nível nacional quanto internacional.” (EPSTEIN, 2019b, p. 380, tradução nossa).

2.3.2 A análise de Edwin Dickens sobre a política monetária do FED

Partindo da ideia que o banco central é um terreno de luta de classes, Edwin Dickens analisa a política monetária adotada nos Estados Unidos no período 1951-1975. Sua tese geral é que o *Federal Reserve Bank* (FED) representa uma aliança institucional entre os grandes bancos de Nova York e os grandes bancos regionais. Essa essência da autoridade monetária central foi obscurecida pela formação do *Federal Reserve Board* (composto por sete membros indicados pelo Presidente e confirmados pelo Senado), bem como pelos limites do seu mandato que estipula que o Banco deve perseguir tanto a estabilidade de preços quanto o pleno emprego. Assim, qualquer abuso no sentido de uma leniência com a inflação ou uma excessiva complacência com o desemprego seria considerado um descumprimento do seu mandato, resultando em uma deterioração da sua imagem frente à opinião pública. Apesar de sua retórica de preocupação com o “interesse geral” da sociedade, Dickens avalia que um dos principais propósitos das ações de política monetária é o de fortalecer o capital *vis-à-vis* o trabalho nas negociações acerca dos termos do contrato de trabalho, mediante uma política monetária contracionista que gere recessões suficientemente prolongadas. Assim, por conta desse viés altista que se forma no movimento da taxa de juros, o FED não consegue entregar o crescimento econômico não-inflacionário previsto em seu estatuto.

De um ponto de vista ampliado, essa intenção de enfraquecer o trabalho pode ser vista, de acordo com o autor, como uma oposição (não declarada) ao movimento pela social-democracia nos Estados Unidos, definida por ele como “[...] a strong and organized labor movement aligned with the interests of the unemployed.” (DICKENS, 2016, p. xvi)²⁶. Como o banco central não passa de um “gerente” do cartel formado por grandes bancos nacionais e regionais, todas as suas ações levam em consideração o impacto na lucratividade dos bancos. Nesse sentido, medidas para estabilizar a economia somente serão tomadas caso não representem uma ameaça aos rendimentos desse setor.

[...] I have argued that the Federal Reserve is essentially the manager of a cartel composed of the large New York banks and the large regional banks. Its primary function is to preserve and enhance the profit margins of cartel members by exercising monetary control over the supply of reserves available to banks and other financial institutions that are not

²⁶ “[...] um movimento trabalhista forte e organizado alinhado aos interesses dos desempregados.” (DICKENS, 2016, p. xvi, tradução nossa).

members of the bank cartel, and thus the amount of money and credit available to their customers. (DICKENS, 2016, p. 34).²⁷

Segundo Dickens (2016), os grandes interesses financeiros dominaram o FED praticamente desde a sua fundação em 1913. O único período em houve um “controle mais democrático” da política monetária foi entre as reformas financeiras do New Deal (1933-1935) e o Acordo *Federal Reserve*-Tesouro (1951), o qual restaurou a independência da autoridade monetária. Nesse ínterim, aproveitando-se dos conflitos de interesses entre os grandes bancos de Nova York e os seus pares regionais, o governo utilizou a política monetária para atingir objetivos mais amplos, como o financiamento da Segunda Guerra Mundial, mantendo as taxas de juros, constantemente, próximas de seu limite inferior. Contudo, a partir de 1951, o *modus operandi* do FED voltou a ser o mesmo que havia vigorado até a Grande Depressão e que gerou, em virtude de sua preocupação com o impacto das medidas sobre os lucros dos bancos, uma postura passiva do mesmo frente às repercussões da crise de 1929 (EPSTEIN e FERGUSON, 1984).

Também significativo para o enredo em questão é o fortalecimento da classe trabalhadora norte-americana a partir de meados dos anos 1930, quando “[...] the industrial proletariat organized itself into a cohesive political force for the first and only time in U.S. history” (DICKENS, 1995, p. 92)^{28 29}. Nesse contexto, os trabalhadores reivindicavam um planejamento democrático nacional dos investimentos para lidar com o problema do desemprego. Porém, uma vez que isso representaria, do ponto de vista dos capitalistas, uma ingerência inaceitável do Estado em suas prerrogativas, esses interesses promoveram uma solução intermediária, qual seja, a adoção de políticas contracíclicas. Dickens (2016) entende que a independência conferida ao FED também faz parte desse suposto esforço do governo de criar instituições que gerassem pleno emprego com estabilidade de preços, embora, na prática, faltassem constrangimentos institucionais que

²⁷ “Eu argumentei que o *Federal Reserve* é essencialmente um gerente de um cartel composto pelos grandes bancos de Nova York e pelos grandes bancos regionais. Sua função primária é preservar e aumentar as margens de lucros dos membros do cartel exercendo controle monetário sobre as reservas disponíveis para os bancos e outras instituições que não são membros do cartel, e assim os montantes de dinheiro e crédito disponíveis para os seus clientes.” (DICKENS, 2016, p. 34, tradução nossa).

²⁸ “[...] o proletariado industrial se organizou em uma força política coesa pela primeira e única vez na história dos Estados Unidos.” (DICKENS, 1995, p. 92, tradução nossa).

²⁹ Dickens (2016) reúne versões ligeiramente modificadas dos seus trabalhos que tratam da política monetária no período 1951-1975. No entanto, assim como na subseção anterior, quando possível, far-se-á referência ao ano e páginas das publicações originais, com o objetivo de facilitar sua localização.

impedissem tanto o governo quanto o banco central de se desviarem desses objetivos, como viria a ocorrer no período analisado abaixo.

Em 1950, a *General Motors* firmou um importante acordo com o sindicato dos trabalhadores do setor automobilístico, garantindo o controle privado dos investimentos e do processo de trabalho, bem como um período de cinco anos sem atividades grevistas, em troca da indexação dos salários ao crescimento da produtividade e do custo de vida, além da realização de rodadas trienais de negociação dos termos dos contratos de trabalho, a partir do sexto ano. Esse acordo serviu de referência para os demais setores com sindicatos organizados, em particular para a indústria do aço, repercutindo, portanto, no custo unitário do trabalho na economia (preocupação constante da autoridade monetária, como se verá a seguir).

Embora pudesse fixar livremente a taxa de juros, o FED foi cauteloso na primeira metade da década de 1950, devido também à sua preocupação em não precipitar instabilidades no mercado financeiro. Até 1956, o principal instrumento da política monetária foi as operações de mercado aberto. A partir de então, o FED passou a utilizar alterações na taxa de redesconto, proporcionando a maior flexibilidade almejada pela autoridade monetária à época. Essa alteração coincidiu com a expiração do acordo de 5 anos sem greves e com o início das rodadas trienais de negociações salariais. As minutas das reuniões do *Federal Open Market Committee* (FOMC), analisadas por Dickens (1995), mostram uma preocupação dos seus membros com a espiral inflacionária que poderia se formar, segundo eles, se o FED não agisse para reprimir aumentos expressivos nos salários, bem como o repasse destes aos preços. Assim, elevações na taxa de redesconto foram usadas para “[...] maintain as far as possible the kind of climate that would hold some restraint against wage moves”³⁰ (FOMC Minutes, October 1, 1957, p. 23³¹ *apud* Dickens, 1995, p. 98).

Em vez de considerar a recessão que se abateu sobre a economia norte-americana em 1957-1958 um problema a ser atacado, o Banco promoveu novo aumento da taxa de redesconto depois de iniciada a crise. Em sua visão, tinham sido cometidos excessos nas rodadas de negociações realizadas até então, os quais foram transmitidos aos preços e deprimiram a demanda agregada. Dessa maneira, lembrando o raciocínio do Secretário do Tesouro Andrew Mellon, nos anos 1930,

³⁰ “[...] manter, o máximo possível, o tipo de clima que conteria movimentos nos salários.” (FOMC Minutes, October 1, 1957 *apud* Dickens, 1995, p. 98, tradução nossa).

³¹ *Federal Open Market Committee of the Federal Reserve System. Minutes. 1951-1960.*

que defendia como saída da crise a liquidação de absolutamente tudo³², os membros do FOMC eram da opinião de que a economia norte-americana voltaria a crescer quando houvesse uma reversão completa dos preços e salários. Em 1959, um deles questionava inclusive o *link* entre salários e produtividade do trabalho, afirmando que o crescimento do primeiro poderia pressionar a inflação ainda que não superasse o do segundo:

He was...concerned by the line of thinking which held that as long as wage increases did not exceed productivity the situation might be all right. This, he felt, was a fallacy, and he saw no basis for agreement with the idea that wages should take all of the increased productivity. As he saw it, to accept such a view would mean automatically accepting the idea of inflation (FOMC Minutes, May 5, 1959, p. 23 *apud* Dickens, 1995, p. 101).³³

Nas análises do autor acerca da política monetária ao longo do todo o período em questão, está presente a ideia que a autoridade monetária procuraria dissimular sua verdadeira motivação para adoção de políticas restritivas, de modo que no lugar de “controle da inflação” deveríamos ler “enfraquecimento do trabalho”. Ao raciocinar dessa forma, sua tese ganha ares de “teoria da conspiração” – traço relativamente comum em análises instrumentalistas menos sofisticadas, mas totalmente dispensável para a sustentação da ideia que as instituições do Estado atendem, geralmente, os interesses da classe capitalista. Como visto acima, Miliband (1972, 1983) advogava (a nosso ver, corretamente) que, em vez de tomar as afirmações da elite estatal de preocupação com o “interesse nacional” como falsas, dever-se-ia tentar entender a partir de qual ponto de vista esse interesse é definido e qual classe é beneficiada por essa definição, encontrando-se, em ambos os casos, a classe capitalista. Epstein e Schor (2011) assinalam que, embora os formuladores de política monetária acreditem que estão agindo no interesse de todos, o *lobby* implacável do sistema financeiro e a dependência que o FED tem do apoio desse setor em sua luta contra o Congresso e

³² "liquidate labor, liquidate stocks, liquidate the farmers, liquidate real estate." (*apud* Epstein e Ferguson, 1984, p. 963).

³³ "Ele estava...preocupado com a linha de raciocínio que sustentava que contanto que os aumentos salariais não ultrapassassem a produtividade ficaria tudo bem. Isso, ele sentiu, era uma fâlcia, e ele não via base para a concordância com a ideia de que salários deveriam tomar todo o aumento de produtividade. Como ele viu isso, aceitar tal visão significaria automaticamente aceitar a ideia de inflação." (FOMC Minutes, May 5, 1959, p. 23 *apud* Dickens, 1995, p. 101, tradução nossa).

o presidente influencia sua visão de “interesse público”³⁴. Kalecki (1943), por seu turno, lembra que o fato de existir razões políticas para a oposição às políticas de pleno emprego não quer dizer que os chamados “especialistas econômicos” não acreditem na teoria que professam, por mais pobre que ela seja (diante da evidente fragilidade do raciocínio econômico que levou o FOMC a elevar a taxa de redesconto em plena recessão, essa ressalva parece adequada).³⁵ Em concordância com o exposto, não nos parece que a preocupação externada pelos técnicos do banco central com a inflação seja um simples “truque” para esconder a sua motivação de classe, até porque as próprias evidências trazidas por Dickens mostram algumas ocasiões em que elas reconhecem que ao agirem de determinada forma estariam fortalecendo o lado do capital nas negociações salariais, ainda que apenas internamente³⁶. Mas isso não as constrangeu de forma alguma: pelo contrário, o objetivo era a criação de um clima no qual os trabalhadores não tivessem força para demandar reajustes salariais mais expressivos. Embora, de fato, os impactos distributivos não sejam geralmente explorados nos comunicados dessa autoridade ao público, isso não quer dizer que o favorecimento do capital e não a inflação seja o objetivo final perseguido pela mesma, mas apenas que a ênfase dada a inflação predomina sobre outras questões, podendo, inclusive, implicar no sacrifício de ganhos salariais, como reconhecido nas citações acima. Essa ênfase, assim como o tipo de inflação a ser atacada (qualquer elevação mais significativa nos salários e o sinal de alerta de possível espiral inflacionária é ligado, ao passo que reajustes para cima nas margens de lucros não despertam a mesma reação³⁷), demonstra um viés de classe nas prioridades estabelecidas para o (pelo) banco central.

Com a eleição de John F. Kennedy em 1960, o movimento pela social-democracia ressurgiu na sociedade americana. Este presidente adota uma política de rendas, em substituição às operações monetárias, para controlar a inflação, com a seguinte dinâmica: onde os salários eram baixos, por

³⁴ “However much the Federal Reserve officials see themselves as operating in the general interest, the unrelenting lobbying by and dependence of the financial community in its fights against Congress and the president inevitably strongly influence the way the Federal Reserve “views” the public interest.” (EPSTEIN e SCHOR, 2011, p. 12).

³⁵ “This suggests that there is a political background in the opposition to the full employment doctrine, even though the arguments advanced are economic. *That is not to say that people who advance them do not believe in their economics, poor though this is.* But obstinate ignorance is usually a manifestation of underlying political motives.” (KALECKI, 1943, p. 2, grifo nosso).

³⁶ “He [Shepardson] was very much in accord with the views Mr. Balderston had expressed that some definitive action on the part of the System would strengthen the hand of industry in wage negotiations coming up (FOMC Minutes, March 27, 1956, p. 34 *apud* Dickens, 1995, p. 96)

³⁷ Ver Wray (2004).

conta da posição de barganha fraca dos trabalhadores, os salários deveriam crescer acima da produtividade do trabalho, ao passo que a elevação dos salários deveria ser inferior à da produtividade do trabalho nos setores nos quais esses eram elevados, em virtude do vigor do movimento sindical. Como geralmente acontece em situações em que o governo interfere nas prerrogativas dos capitalistas, houve uma fuga de capitais dos Estados Unidos nesse período, a qual foi atacada pelo sucessor de Kennedy, Lyndon Johnson, com um programa de controle de capitais (“*Voluntary Foreign Credit Restraint Program*”), adotado no início de 1965. Tal programa revoltou, de acordo com Dickens (2016), os capitalistas financeiros norte-americanos e, por conseguinte, seus representantes do FED, levando-os a manifestarem novamente sua preocupação com o perigo de uma espiral inflacionária. Como contrapartida à aceitação dessas políticas, a comunidade financeira exigiu do Banco uma política restritiva, nos moldes da adotada entre 1954 e 1956, isto é, aumentos na *Treasury-bill* por meio de operações de mercado de aberto. Em 1965, a taxa de redesconto também sofreu novo acréscimo, que causou nova onda de aumentos de preços, em função do maior custo de capital. Isto resultou em uma mudança de estratégia do FED, passando a adotar a partir de então restrições quantitativas do volume de crédito, porém sem o efeito desejado: falhou em produzir maior moderação nas rodadas de negociações nas indústrias automobilística e do aço em 1967-1968. Em decorrência disso, celebrou-se a recessão que marcou o final da década de 1960.

Contudo, a atitude do FED, em contraste com o que havia acontecido no episódio anterior, foi de afrouxamento da política monetária, com uma redução da taxa básica de juros de 9% em fevereiro de 1970 para 3,3% em fevereiro de 1972. A explicação oferecida por Dickens (1996) para esse comportamento da autoridade monetária que aparentemente destoava de sua narrativa foi que, apesar de a preocupação em enfraquecer os trabalhadores permanecesse vigente, uma ação nesse sentido, nesta ocasião, significaria um abalo muito significativo à liquidez do sistema financeiro. Assim, em uma inversão da fórmula “poulantziana”³⁸, o autor assevera que o FED teria privilegiado os interesses de curto prazo do segmento financeiro em detrimento dos interesses de longo prazo da classe capitalista. É importante ressaltar que, em seu raciocínio, a incapacidade do banco central em adotar políticas que firam os interesses de curto prazo do referido setor é uma característica

³⁸ Para Poulantzas, as instituições de Estado poderiam, por vezes, sacrificar os interesses econômicos de curto prazo de sua fração hegemônica, preservando, todavia, seu interesse político de longo de prazo.

perene dessa instituição, e não um fato isolado ao longo de sua história. Portanto, é possível afirmar que o banco central de Dickens não goza de “autonomia relativa” frente ao cartel de bancos que o domina, sendo, como se diz, um mero “joguete” nas mãos desse grupo.

Não obstante, a taxa de juros foi elevada, por um período limitado, em duas ocasiões entre 1970 e 1972. A primeira das quais ocorreu em virtude de um aumento retroativo dos salários, concedido pelo Congresso e pela Administração, aos trabalhadores dos correios, após atividade grevista dos mesmos. O FED agiu, então, elevando levemente a taxa de juros por temer as repercussões desse aumento nas demandas dos trabalhadores do setor privado, mas sofreu um revés não apenas dos bancos, mas também do Congresso, que formou um subcomitê para analisar a proposta de criação de um banco nacional de desenvolvimento e aprovou uma legislação que impôs sérias restrições às prerrogativas dos bancos. O segundo episódio, por sua vez, aconteceu ante o fracasso da política de rendas anunciado pela administração Nixon, estimulando uma subida da taxa de juros até o momento em que foi implementado um congelamento de preços e salários, em agosto de 1971. Esses breves surtos não atrapalharam, contudo, a queda pronunciada dessa variável no período mencionado, realizada sob a batuta de seus maestros oriundos das grandes finanças.

A narrativa se encerra com uma nova recessão no período 1973-75, durante a qual o FED elevou a taxa básica em 2,9 pontos percentuais, ao longo de 8 meses. De acordo com os dados apresentados por Dickens (1997), considerando as recessões vivenciadas pela economia norte-americana de julho de 1953 a março de 1991, somente na recessão de janeiro a julho de 1980, quando decidiu-se ampliar a taxa em 3,8 p.p., é possível observar movimento similar. Porém, ao contrário do que ocorreu na recessão dos anos 1970, quando demorou exatamente um ano para a referida variável ficar abaixo do seu nível no início da recessão, nesse segundo caso, o intervalo foi de apenas quatro meses. Por tal acontecimento não encontrar explicação nas teorias convencionais, tanto monetarista quanto novo-keynesiana, que previam que o banco central deveria ter adotado o comportamento oposto se desejasse estabilizar a economia, é que o referido episódio se mostra tão importante para corroborar a tese do autor. Em consonância com toda argumentação apresentada até aqui, ele defende que estabilizar a economia não era, de fato, a preocupação do FED. A verdadeira razão para essa atitude tão exagerada dessa autoridade foi o aumento extremamente expressivo nos preços das *commodities*, causado não somente pelo choque do petróleo, mas também pela expansão das economias avançadas e uma série de calamidades naturais. Logo, o FED agiu para evitar que os salários seguissem essa mesma tendência, ou seja,

para forçar os trabalhadores a absorverem perdas no seu padrão de vida diante dessa nova realidade dos preços.

Dickens tem a vantagem *vis-à-vis* o *mainstream* de não acreditar no mito de um banco central neutro e independente das pressões oriundas dos diversos setores da economia. Ele também mostra como é fundamental levar em consideração a mobilização dos trabalhadores e o conflito capital-trabalho para interpretar as ações da autoridade monetária. No entanto, uma visão excessivamente simplista da relação entre os diferentes interesses sociais e as instituições de governança parece entrar no caminho da acurácia da análise apresentada. Especificamente, é pouco crível o enredo de uma dominação tão absoluta e por um período tão longo - ao longo de mais de século de profundas transformações estruturais - quanto a que o autor argumenta existir do cartel de bancos sobre o banco central. A falta de dinâmica em sua história também aparece na imputação da adoção de políticas contracíclicas a partir dos anos 1930 somente à uma iniciativa da classe capitalista (por medo de alternativas mais radicais), sem reconhecer o papel que a própria classe trabalhadora tem em “forçar” o Estado, em um primeiro momento, a implementar reformas e políticas que a beneficie. Também salta aos olhos a falta de autonomia que Dickens atribui ao banco central, bem como a pouca relevância de impedimentos estruturais e institucionais à adoção de políticas excessivamente subservientes ao setor financeiro. De fato, o único mecanismo desse gênero que o autor menciona é, como ele chama, “um problema de relações públicas dessa instituição”, o que significa que, em virtude de mandato do banco central estabelecer como meta a perseguição de um estado de pleno emprego com estabilidade de preços, esses objetivos não podem ser ignorados por um período de tempo suficientemente prolongado. Mas, na prática, sua narrativa leva-nos a crer que, de maneira geral, esse também não parece ser um obstáculo relevante a ponto de impedir ações “viesadas” por parte da autoridade monetária. Finalmente, as ricas evidências documentais trazidas por Dickens demonstram, ainda que não fosse exatamente esse o seu intuito, como uma preocupação excessiva em relação à inflação, e uma minimização da importância de ganhos salariais (traços resultantes das séries de pressões exercidas sobre o governo e seu “braço” financeiro e monetário, bem como da inclinação ideológica dos *policymakers*), emperraram transformações mais significativas em termos econômico e social.

2.3.3 Outras abordagens

De acordo com Suzanne de Brunhoff (1978, p. 10), “[...] as pesquisas marxistas ficaram por demais frequentemente dependentes de uma concepção simplificada do papel do Estado em relação ao “poder dos monopólios”, não nos fornecendo o elemento que necessitamos.” Com base em uma concepção marxista estruturalista do Estado, Brunhoff (1978) argumenta que a moeda não é um mero instrumento manipulado pela classe dominante para realizar o seu desejo de acumulação infinita. Ela é antes de mais nada o equivalente geral em uma economia mercantil, seja ela capitalista ou pré-capitalista. Esse tipo de economia tem como característica a produção de bens para comercialização no mercado, necessitando para tanto, caso as transações ocorram além de uma escala muito limitada, de um meio de pagamento estável e válido domesticamente e no plano internacional. Quem realizou historicamente essa função de manutenção do valor da moeda, quer por meio de alterações diretas em seu valor ou agindo sobre a circulação financeira (funções denominadas pela autora de sanção e gestão da moeda, respectivamente) foi e continua sendo o Estado. Este, ao contrário do que propala a visão convencional, não opera geralmente em benefício de todos, nem tampouco detém o controle estrito sobre o volume de meios de pagamento em uma economia. De acordo com Brunhoff (1978), com o desenvolvimento da circulação financeira, o Estado ficou em larga medida impotente para determinar a expansão ou contração de liquidez, a qual segue a lógica própria desse circuito. Não obstante, suas intervenções são ainda fundamentais para garantir a conversibilidade dos diferentes “sinais de valor” presentes nas economias nacional e internacional. É nesse sentido, de permitir que as mercadorias e os capitais sejam transacionados fora dos limitados circuitos em que foram criados, que a autora fala em um Estado essencialmente burguês e de uma política monetária que atende os interesses dessa classe.

Dito de outra forma, através da coerção exercida pela moeda sobre o Estado, cujo sentido é obriga-lo a tomar ações que viabilizem a sua troca pelas mercadorias e outras moedas em circulação, são criadas as condições para a reprodução do capital industrial. A partir disso, fica patente o quão falaciosa é a ideia usual (presente inclusive em abordagens marxistas) de uma política monetária ofensiva, ou seja, implementada unicamente com a intenção de realizar os objetivos estabelecidos pelo banco central ou pela classe que supostamente o domina. A economista francesa, ao contrário, defende que, mesmo assumindo que a autoridade monetária é sincera em relação aos objetivos que persegue, suas ações são determinadas pela força das

condições objetivas, não se devendo buscar, por isso, as razões do seu comportamento em qualidades cognitivas dos *polycymarkers* ou somente em pressões exercidas pelos diferentes grupos de interesse. Sendo assim, julgar uma política monetária como bem ou mal sucedida, em função da consecução ou não de suas metas, é trata-la como se detivesse o controle sobre o seu objeto (a moeda), enquanto, na verdade, este influencia diretamente em seu direcionamento.

Em termos menos abstratos, Costas Lapavitsas (2001) também considera exageradas as expectativas que foram criadas em torno da política monetária. Com a atenuação da disciplina das reservas e a onda de inovações financeiras no ambiente pós-Bretton Woods, emergiram novas formas de moeda crédito emitidas por bancos e por instituições financeiras não-bancárias, tornando duvidosa a capacidade de controle dessas formas por parte do banco central, armado unicamente com a taxa de juros. Em segundo lugar, Lapavistas (2001) assinala que o livre fluxo de capitais e a adoção de regimes de câmbio flutuante levaram à uma volatilidade sem precedentes nas taxas de câmbio, gerando implicações importantes para o produto e estabilidade de preços nas economias. Todavia, como a política cambial permanece, em geral, sob o comando dos governos eleitos, o banco central encontra-se em uma situação frágil: suas ações têm reflexos sobre essa variável externa, a qual impacta na consecução das metas de inflação, mas a política usada para administrá-la está fora de sua alçada. Por fim, a instabilidade financeira, com a formação de bolhas em diferentes mercados, reduz ainda mais a possibilidade de o banco central focar em um único objetivo, sendo obrigado a manipular com cautela a taxa de juros para não contribuir com o aparecimento desses fenômenos ou evitar uma reversão abrupta dos preços dos ativos. Em síntese, no mundo formado a partir de meados dos anos 1970, apesar da retórica enganosa dos formuladores de política que afirmam que a situação sob controle com um foco exclusivo na estabilidade de preços, os bancos centrais estão precisando responder à uma série de eventos gerados por esse cenário de instabilidades, com instrumentos cada vez mais ineficazes para atenuá-los.

Nesse mesmo texto, Lapavitsas (2001) questiona também a noção de independência do banco central. Assim como Epstein e Schor (2011), argumenta que essa instituição não pode ser independente dos capitais industrial e, sobretudo, financeiro, nem tampouco do Estado. Contudo, sua lógica é mais estrutural do que a dos referidos autores, não dependendo de um apoio circunstancial desses segmentos à sua condição de independência em relação ao Estado. Ele explica que o banco central nasce espontaneamente do setor financeiro, por conta dos ganhos de eficiência trazidos pela concentração das reservas em apenas um banco. Sendo, portanto, uma criatura do

sistema financeiro, que guarda uma densa rede de ligações (profissionais, de treinamento e até mesmo pessoais, compartilhando também as informações) com o mesmo, não obstante seu manto de instituição pública, sua atividade continua marcada por seu caráter original de banco privado. Como exerce influência nas condições de crédito para o setor industrial, além de estar exposto também ao seu pessoal e instituições, não pode ser concebido como totalmente separado deste, ainda que a influência seja mais remota do que no primeiro caso. A relação com o Estado, por sua vez, remonta às origens do banco central, em que o banco que detinha as reservas do sistema financeiro foi usado para receber impostos, realizar algumas despesas e financiar as atividades do governo, especialmente guerras. Mesmo com a proibição desses empréstimos, a comunicação entre o banco central e os planejadores econômicos e financeiros do governo segue ocorrendo. Por essas razões, a independência *de facto* representa uma situação inatingível para esse tipo de instituição.

Finalmente, cabe trazer as divergências de Lapavitsas (2009) com Epstein (2019b) e outros autores marxistas/pós-keynesianos que compartilham da mesma visão em relação à financeirização. De acordo com ele, essa visão atribui a financeirização à classe rentista, enquanto na verdade suas origens são muito mais profundas e sistêmicas. Assim, ao invés de ser sua força motora, essa classe é o resultado desse processo, portanto não existindo antes dele. Neste último ponto reside a diferença de fundo entre essas duas visões: enquanto em consonância com a interpretação de Marx exposta na seção 2.1 (também compatível com Keynes), Epstein (2019b) divide a sociedade antes e depois da financeirização em capitalistas industriais, capitalistas financeiros (rentistas) e trabalhadores, Lapavitsas (2009) considera que, embora encontre guardada na obra de Marx uma leitura nesse sentido, a contraposição que geralmente se faz entre capitalistas industriais “ativos” e rentistas “ociosos”, recebendo estes parte dos lucros obtidos por aqueles com a exploração dos trabalhadores simplesmente por serem os verdadeiros proprietários do capital, repousa em bases frágeis. Propondo no lugar que se trate o capital produtor de juros não como propriedade exclusiva de uma classe, mas como resultado essencialmente de “vazamentos” do curso normal de acumulação de capital industrial e comercial, os quais seriam transformados em capital de empréstimo pelo sistema financeiro e redirecionados para a acumulação. Nesse sentido, os bancos realizariam esse trabalho fundamental de intermediação de recursos entre capitalistas

produtivos em fases distintas do circuito do capital, recebendo para tanto a taxa média de lucro³⁹. A financeirização, de acordo com este autor, trouxe uma distorção no funcionamento das instituições financeiras, direcionando-as para o que ele chamou de “expropriação financeira”, mas essencialmente não há razões para trata-las como meros parasitas subsistindo do empreendedorismo de capitalistas produtivos. As rendas são extraídas do setor financeiro por um grupo de indivíduos que permeia todas as classes sociais e que não pode ser caracterizado pela propriedade de capital de empréstimo destinado à acumulação produtiva, mas, sim, por sua posição em relação ao sistema financeiro. Desse modo, a luta contra a financeirização não envolve o apoio a industriais contra a classe tradicional de rentistas.

³⁹ Ver também Lapavitsas (1997).

2.4 CONSIDERAÇÕES FINAIS DO CAPÍTULO

A CTA poderia ser enriquecida pelas discussões realizadas por Lapavitsas e Brunhoff acerca dos limites da política monetária. Embora Epstein e Schor, ao contrário de Dickens, reconheçam que há estrangulamentos estruturais ao comportamento do banco central, sua análise é relativamente limitada nesse sentido. O risco de não se levar esses estrangulamentos a sério é o de realizar uma interpretação excessivamente voluntarista da política monetária, isto é, considerar decisões que foram tomadas em função dos requerimentos da acumulação de capital como resultado das pressões exercidas pela classe dominante sobre o banco central. Realizar uma análise equilibrada, que leve em consideração a efetividade e os limites dessas pressões, é certamente um desafio nesse tipo de abordagem, inexistindo uma fórmula exata que possa resolver a questão de uma vez por todas.

Também pode-se extrair importantes lições das teorias marxistas do Estado. A CTA evitou tanto um funcionalismo exacerbado quanto um instrumentalismo ingênuo, ou seja, não se atribui às políticas adotadas pelo banco central um sentido de preenchimento de funções dessa instituição definidas de forma abstrata *a priori* (parece que não se pode dizer o mesmo de Brunhoff (1978)), nem tampouco os interesses das classes sociais foram tratados de forma isolada da estrutura econômica historicamente determinada. Todavia, a inserção da variável independência do banco central parece retirar a flexibilidade do modelo, supondo-se que se o banco central é independente do Estado, muito provavelmente apresentará um comportamento rentista, pois fecham-se as vias de influência dos trabalhadores e, em menor grau, dos industriais sobre a autoridade monetária, aproximando-a de sua base de sustentação natural, o sistema financeiro. Em outras palavras, essa instituição deixa de ser um terreno de luta de classes para se tornar um comitê da alta finança. Algumas objeções a esse raciocínio já foram apresentadas ao longo do capítulo, as quais caberia adicionar que a independência do banco central é mais o resultado do que a causa da predominância desses interesses financeiros na sociedade e nas políticas públicas, tendo dessa forma uma influência menor do que a imaginada no resultado final da equação⁴⁰. Como consequência, não

⁴⁰ Do ponto de vista teórico, esse raciocínio segue talvez uma versão menos radical da argumentação de Poulantzas (1969, 1986), em que afirma que a ocupação de postos-chave na administração pública por representantes dos monopólios em nada altera o caráter de classe das ações estatais. Mas também parece encontrar sustentação empírica em Posen (1995), uma vez que os testes econométricos realizados pelo autor demonstram que o grau de independência do banco central é maior onde a oposição do sistema financeiro à inflação é mais efetiva.

basta integrar o banco central ao governo novamente caso não sejam alterados o regime e os propósitos da política monetária, o que parece depender de mudanças mais amplas na correlação de forças na sociedade. Certamente, a análise da política monetária realizada por Dickens poderia ser aprimorada por uma discussão prévia da natureza e do papel do Estado no capitalismo, em linha com a apresentada acima.

Além disso, há espaço para melhoramento da CTA em pelo menos dois outros aspectos. Primeiro, como vista acima, parte-se de um esquema distributivo em dois estágios *à la* Marx, com a diferença que o salário real não é dado pelo nível de subsistência e sim pela posição de barganha da classe trabalhadora, seguindo a proposição neomarxista. Assim, em um primeiro momento, determinam-se os lucros totais em função da posição relativa de capitalistas e trabalhadores no conflito capital-trabalho e, posteriormente, o excedente é distribuído entre as frações capitalistas industrial e financeira de acordo com o nível da taxa de juros (os lucros industriais são o resíduo). De acordo com a CTA, o capitalista industrial forma sua preferência acerca da política monetária com base unicamente na definição dos lucros totais operada no primeiro estágio, mais especificamente levando em consideração a possibilidade de um aumento dos salários gerar um esmagamento dos lucros. Se essa for uma possibilidade real, o capitalista preferirá uma política monetária menos frouxa. Contudo, uma taxa de juros mais baixa gera também uma queda nos custos de produção dos capitalistas industriais e uma redistribuição dos lucros em seu favor, em função da redução da parte que precisam entregar aos capitalistas financeiros. Logo, ao contrário do que diz o modelo, os capitalistas industriais podem ocasionalmente apoiar uma política monetária expansionista mesmo em uma economia com mercado de trabalho neomarxista, se esses efeitos compensarem o esmagamento dos lucros. Além do mais, a taxa de juros sendo considerada um dos componentes do custo de produção, em consonância com a argumentação explorada na subseção 2.1.2, produzirá efeitos sobre os preços (além daqueles indiretos via demanda agregada) e sobre os salários reais, de modo que esta variável e a participação dos lucros na renda passam a ser influenciados também por fatores monetários. A demanda agregada mudará de acordo com esses efeitos distributivos. Em síntese, esse tratamento diferenciado para a taxa de juros permite integrar os dois estágios da distribuição de renda.

Segundo, ao invés de abordar a política monetária de forma isolada, poder-se-ia tratá-la conjuntamente com a política fiscal. Como mostram Epstein e Schor (1988), as diferenças estruturais das economias avançadas no pós-Segunda Guerra Mundial levaram não somente à uma

diferença no direcionamento da política monetária, mas no *mix* de políticas econômicas. Aquelas economias que adotaram uma política monetária mais expansionista a combinaram com uma política fiscal mais austera, e vice-versa. Essa mudança teria implicações nos resultados do Quadro 1. Por exemplo, no caso de uma economia de trabalho neomarxista, é possível imaginar uma situação em que os industriais apoiem uma política monetária expansionista, mas ao mesmo tempo defendam uma política fiscal restritiva, a fim de impedir que a demanda agregada fique muito aquecida e os salários reais subam. Neste cenário, os casos “capitalista” e “fraturado” seriam transformados em “corporativista” e “keynesiano”, respectivamente⁴¹.

Nos próximos capítulos, o foco se volta para o comportamento do banco central e a política monetária no Brasil. A incursão nesse terreno é realizada tendo como referência aquilo que foi discutido ao longo do presente capítulo, em particular o *framework* desenvolvido por Epstein e Schor. Como desbravar a realidade econômica e social, em todas suas nuances e miragens, quase nunca é fácil, uma bússola é imprescindível. Mas é importante não nutrir ilusões em relação à bússola: ela aponta os caminhos, mas não as dificuldades que encontraremos pela frente. O mundo real é sempre mais complexo do que qualquer teoria que procure iluminá-lo.

⁴¹ Os resultados do quadro 2 também seriam alterados. Como os quatro casos possíveis inicialmente na tabela 1 seriam reduzidos para apenas dois (corporativista e keynesiano), no quadro 2, com banco central independente, a política monetária seria ou corporativista ou rentista, dependendo se o sistema financeiro é especulativo ou funcional. Vale lembrar que nesse exemplo se considerou apenas uma mudança nas preferências da fração industrial, mas poderia se fazer o mesmo exercício para outras classes. Por exemplo, os trabalhadores tendem a ser afetados muito mais diretamente pela política fiscal do que pela monetária. Assim, pode-se supor que eles concentrarão suas energias mais em torno da primeira do que da segunda. Essa amplitude de possíveis resultados com o acréscimo de variáveis ou com a mudança das relações entre as já presentes no modelo mostra que, como reconhecido por Epstein (1992, p. 11), “any attempt to model the policymaking process inevitably requires heroic simplification”.

3 POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL (1964-1980)

Nesse capítulo analisamos a condução da política monetária no Brasil, no período 1964-1980, a partir da perspectiva da EPR. Isto é, as decisões de política monetárias são tratadas como decorrentes da influência, direta ou indireta, das diferentes classes e frações sociais, em particular dos capitalistas industriais, capitalistas financeiros e trabalhadores, bem como do contexto econômico, que constrange o comportamento da autoridade monetária.

Segundo a CTA, os interesses das referidas frações sociais causam e são causados por mudanças na estrutura econômica, particularmente na estrutura do mercado de trabalho e do sistema financeiro. Mercados de trabalho neomarxistas, caracterizados por um poderoso movimento laboral, que promove um crescimento dos salários acima da produtividade, encolhendo a participação dos lucros na renda, fazem com que os capitalistas industriais sejam contrários à uma política de pleno emprego. Em contraste, no caso de mercados de trabalho kaleckianos, em que o movimento dos trabalhadores é fraco e, portanto, não ocorre o *profit-squeeze*, os industriais defenderão uma política monetária expansionista. Quanto à estrutura do sistema financeiro, quanto mais próximo esse for do setor industrial, mais os capitalistas financeiros defenderão uma política monetária que maximize seus lucros de forma conjunto com a dos industriais.

Em qualquer uma dessas situações, os trabalhadores serão favoráveis à uma política monetária expansionista, que estimule o crescimento do emprego e do salário real, mas nem sempre estão em condições de influenciar no comportamento da autoridade monetária. Para que isso seja possível, é fundamental que a autoridade monetária não goze de autonomia do governo. Caso contrário, segundo a CTA, essa instituição fica alheia à sua influência e torna-se presa fácil dos capitalistas, em especial do sistema financeiro.

Este capítulo aborda cada uma dessas características estruturais detalhadamente, abarcando também outros pontos que consideramos relevantes para entender a correlação de forças e o comportamento da política monetária no período. Nas seções 3.1, 3.2 e 3.3, analisam-se os aspectos estruturais/institucionais mencionados acima, começando pela autoridade monetária, seguida do mercado de trabalho e, por último, o sistema financeiro. A seção 3.4 trata das políticas macroeconômicas de forma geral, com destaque para a política monetária. A seção 3.5 encerra o capítulo, buscando interpretar a condução da política à luz das informações e das análises feitas nas seções anteriores.

3.1 AUTORIDADES MONETÁRIAS

De acordo com Casimiro Ribeiro (BCB, 2019a, p. 162), em 1964, o Brasil era “O único país do mundo, com alguma importância, que não tinha um banco central”. As resistências à sua criação eram fortes e múltiplas. Até 1945, o Banco do Brasil (BB), além de sua atividade de banco comercial, desempenhava as funções típicas de autoridade monetária. A partir da criação da Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC) no referido ano, em tese, o BB teve que ceder essas funções para aquela instituição. Na prática, porém, o BB continuou responsável pela operacionalização das políticas monetária e creditícia, mas, agora, subordinado a um conselho, chamado de Conselho da SUMOC. Este desenho das autoridades monetárias foi pensado por Octávio Gouveia de Bulhões em razão da principal causa do excesso de moeda e, por conseguinte, da inflação, em seu diagnóstico, estar localizada no Ministério da Fazenda e não propriamente na condução da política monetária. Esta política, segundo ele, apenas sancionava o excesso de moeda na economia, oriundo originalmente dos déficits públicos. Como a colocação de títulos públicos no mercado era irrisória na época, o BB tinha que financiar esses déficits via emissão monetária, gerando inflação. Assim, ficaria a cargo do Conselho da SUMOC, cujo presidente era o ministro da Fazenda e o vice-presidente era o presidente do BB (contando ainda com a participação de mais três diretores de carteiras administrativas do Banco, por meio das quais se operacionalizava as políticas monetária, creditícia e cambial, e o diretor executivo da SUMOC) a formulação destas políticas em consonância (sendo essa a razão da sua criação) com a política fiscal (LAGO, 1982; MALAN, 1984).

Em função de sua visão sobre o funcionamento do Estado, economistas convencionais costumam enfatizar em suas análises reações corporativas dos aparelhos de Estado e de seus dirigentes contra qualquer mudança institucional que implique perda de seu poder dentro estrutura estatal. Sem negar que essas reações existem e não podem ser negligenciadas, no caso em questão, a resistência mais importante à criação do banco central não parece ter advindo de um interesse corporativo de dentro do Estado (como o do BB) ou de congressistas defendendo posições partidárias, mas, sim, de forças econômicas “de fora” do Estado, especialmente do setor industrial, que progressivamente se firmou, no período pós-Segunda Guerra, como a fração hegemônica no “bloco no poder”. De acordo com o relato de Denio Chagas Nogueira (BCB, 2019c, p. 248),

participante das negociações da Lei nº 4.595 (chamada de Lei da Reforma Bancária), que instituiu o Banco Central do Brasil (BCB), e primeiro presidente desta instituição,

Eu diria, portanto, que todos os Congressos sempre resistiram à criação do Banco Central. Mas diria também que essa resistência não era do Congresso em si. O Congresso apenas refletia uma pressão vinda de fora, resultante da conjugação de diversos interesses. O mais forte deles era proveniente da área urbana, fundamentalmente do setor industrial. A atividade econômica urbana – comércio e indústria – habituou-se ao longo dos anos a viver à custa da expansão monetária e, conseqüentemente, da inflação. Falar em controle do crédito para indivíduos que dependem de sua expansão para o dia a dia das operações que realizam é realmente assustador.

Sobre o papel do BB, Nogueira (BCB, 2019b, p. 119-121) afirma:

O Banco do Brasil reagia muito à criação do BCB, mas eu diria que essa reação era estimulada por grupos muito mais fortes que ele próprio [...] Evidentemente, eles usavam os funcionários do Banco do Brasil para engrossar o grupo contrário à criação do BCB, porque os funcionários do Banco do Brasil tinham certo prestígio, muito maior do que têm hoje, já que era da carreira deles serem assessores de ministros, eventualmente até ministros.

No entanto, os industriais não apenas resistiram à criação do banco central (fazendo com que este tivesse que ser criado em etapas, sendo precedido pela SUMOC), mas também disputaram o formato institucional desse órgão com trabalhadores e, sobretudo, capitalistas financeiros. Industriais e trabalhadores queriam que o BB fosse transformado em banco central, ao passo que os banqueiros defendiam que este fosse criado a partir da SUMOC. Para compreender o motivo dessa controvérsia, é preciso atentar para o propósito dessas instituições, para os posicionamentos dos seus dirigentes em relação à política monetária e para suas relações com o setor privado. Como visto acima, a constituição da SUMOC foi pensada dentro de um plano para promover um maior controle da oferta de moeda, o qual não existia no período em que o BB era a única autoridade monetária. Os funcionários da SUMOC eram oriundos do setor financeiro e estavam em contato permanente com os dirigentes dos bancos, em virtude da função de fiscalização e regulamentação deste setor desempenhada pela referida instituição. Do ponto de vista teórico, os “sumoqueanos” eram seguidores de Bulhões e Eugênio Gudin, defendendo estratégias contracionistas como forma de combater a inflação, que era sua preocupação principal. De outro lado, em função do baixo desenvolvimento do setor financeiro privado até meados da década de 1960, o BB ocupava uma

grande fatia do mercado na provisão de crédito para as empresas não-financeiras. Além do mais, o presidente do BB foi, no Conselho da SUMOC, uma resistência importante aos planos de contração monetária intentados ao longo dos anos 1950 e princípio da década de 1960, reverberando a oposição das classes produtoras a esse tipo de política. Portanto, pode-se dizer que a SUMOC estava mais próxima dos interesses financeiros, enquanto o BB era ligado mais intimamente aos interesses da produção (LAGO, 1982).

Outro ponto de conflito entre as frações de classe era em relação à composição do Conselho Monetário que, de acordo com o projeto da Reforma Bancária, seria o substituto do Conselho da SUMOC. Para os banqueiros, no que tange ao desenho das autoridades monetárias, além da transformação da SUMOC em banco central, a prioridade parecia ser garantir uma ampla participação (majoritária, se possível) nesse conselho. Questões polêmicas como o tempo de mandato dos diretores do banco central foram evitadas por essa fração. Por outro lado, logicamente os industriais preferiam um conselho monetário mais amplo, constituído por representantes de diferentes setores, além da representação do setor público. No começo dos anos 1960, a Confederação Nacional dos Trabalhadores das Empresas de Crédito (CONTEC) formulou o seu projeto de reforma bancária, reivindicando uma participação de um terço em todos os órgãos colegiados do setor, e não inferior à participação patronal (MINELLA, Ary, 1988).

Depois de aproximadamente 17 anos tramitando no Congresso Nacional, a Lei nº 4.595 foi finalmente aprovada em 31 de dezembro de 1964, já sob a ditadura militar, demonstrando o caráter polêmico da matéria e a sua capacidade de mobilização dos diferentes interesses dentro da sociedade. Como queriam os banqueiros, a SUMOC foi transformada em autarquia federal, passando a se chamar Banco Central da República do Brasil. De acordo com a referida lei, “Compete ao Banco Central da República do Brasil cumprir e fazer cumprir as disposições que lhe são atribuídas pela legislação em vigor e as normas expedidas pelo Conselho Monetário Nacional.” (BRASIL, 1964). Isto é, assim como a SUMOC, o BCB era o braço executivo de um conselho formado acima dele, cuja função era formular a política monetária e creditícia e aprovar o Orçamento Monetário preparado pelo BCB. Tal orçamento era peça-chave na formulação da política monetária à época, pois estimava o impacto monetário do conjunto de políticas, permitindo julgar a sua consistência também desse ponto de vista (PASTORE, 1973). É importante lembrar que a política monetária na época era executada por meio do (suposto)

controle dos agregados monetários e de crédito, e não pela definição da taxa básica de juros, como ocorre hoje.

O Conselho Monetário Nacional (CMN) tinha objetivos mais amplos do que os atribuídos às autoridades monetárias atualmente, a saber: “I - Adaptar o volume de meios de pagamento às reais necessidades da economia nacional e de seu desenvolvimento; II - Regular o valor interno da moeda, para tanto prevenindo ou corrigindo os surtos inflacionários ou deflacionários de origem interna ou externa, as depressões econômicas e outros desequilíbrios oriundos de fenômenos conjunturais; III - Regular o valor externo da moeda e o equilíbrio no balanço de pagamento do País, tendo em vista a melhor utilização dos recursos em moeda estrangeira; IV - Orientar a aplicação dos recursos das instituições financeiras, quer públicas, quer privadas; tendo em vista propiciar, nas diferentes regiões do País, condições favoráveis ao desenvolvimento harmônico da economia nacional; V - Propiciar o aperfeiçoamento das instituições e dos instrumentos financeiros, com vistas à maior eficiência do sistema de pagamentos e de mobilização de recursos; VI - Zelar pela liquidez e solvência das instituições financeiras; VII - Coordenar as políticas monetária, creditícia, orçamentária, fiscal e da dívida pública, interna e externa.” (BRASIL, 1964).

Cabe destacar, em primeiro lugar, o uso da palavra “desenvolvimento” nos objetivos I e IV, mostrando que a política monetária era vista dentro de um quadro mais amplo, fazendo parte de um conjunto de políticas que poderiam contribuir para a consecução de objetivos que extrapolavam o seu campo de ação. Em segundo lugar, não havia uma priorização da estabilidade de preços em detrimento de outras metas. Em terceiro lugar, o equilíbrio do balanço de pagamentos fazia parte desse conjunto de metas, o que não é comum nos dias atuais. Por fim, o CMN mantinha o intuito de coordenação das políticas macroeconômicas que havia estimulado a criação do Conselho da SUMOC.

A composição inicial do CMN era a seguinte: ministro da Fazenda, que o presidia; presidente do BB; presidente do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE); e “Seis (6) membros nomeados pelo Presidente da República, após aprovação do Senado Federal, escolhidos entre brasileiros de ilibada reputação e notória capacidade em assuntos econômico-financeiros [...]” (BRASIL, 1964). Além destes, também participavam das reuniões o ministro da Indústria e do Comércio e o ministro do Planejamento, mas sem direito a voto. Dentre os seis nomeados pelo Presidente, quatro seriam escolhidos pelo Conselho para formar a diretoria e

presidência do BCB. Assim, embora não estivesse na lei, pelo menos dois desses membros eram representantes da iniciativa privada. Todos os seis tinham mandatos escalonados de seis anos. Ao menos em teoria, esses mandatos garantiam a independência desses membros em relação ao Executivo.

Embora a presença de representantes do setor privado no CMN não fosse tão expressiva quanto a desejada pelos capitalistas, foram criadas quatro comissões consultivas (bancária, de mercado de capitais, de crédito rural e de crédito industrial) para promover o intercâmbio de opiniões entre as áreas pública e privada. No entanto, à exceção das comissões bancária e de mercado capitais nos anos iniciais após a sua formação, que se mantiveram ativas por conta do processo de modernização pelo qual passava o sistema financeiro, o resultado dessas comissões foi pouco expressivo. Com o tempo, elas passaram a se reunir com menos frequência e tão somente para discutir questões polêmicas (VIANNA, 1987). Uma das razões para o esvaziamento dessas comissões é que o intercâmbio entre público e privado ocorria também por meio de canais não-oficiais, tais como contatos informais entre autoridades e empresários, as chamadas “redes clientelistas” (por meio das quais um ministro recebia as reivindicações de seu respectivo setor de atividade e transformava-as em estudos e projetos, que depois seriam levados ao CMN) e os chamados “anéis burocráticos”- alianças momentâneas entre empresários e burocratas de agências governamentais ou administradores de empresas públicas, em torno de questões específicas (MANCUSO, 2007; DINIZ, 1994).

Humberto de Alencar Castelo Branco, primeiro presidente da ditadura militar, nomeou para o CMN dois banqueiros (Gastão Eduardo de Bueno Vidigal e Ruy de Castro Magalhães) e, pelo menos, dois “técnicos” ligados ao grupo da SUMOC (Casimiro Ribeiro e Dênio Nogueira) para ocupar quatro dos seis lugares designados pelo Presidente da República. No Ministério da Fazenda e na presidência do BNDE estavam dois outros importantes “sumoqueanos”, a saber, Octávio Bulhões e José Garrido Torres. A presidência do BB, por sua vez, foi entregue a outro banqueiro (Luiz de Moraes Barros). Como mencionado acima, os seis membros nomeados pelo Presidente tinham mandatos fixos, o que lhes dava vantagem numérica em relação aos três membros sem mandato. Segundo Nogueira (BCB, 2019c, p. 255), no seu período como presidente do BCB, na administração Castelo Branco, “[...] esses seis membros se reuniam, discutiam as questões que deveriam ser submetidas ao Conselho Monetário e tomavam suas decisões, que eram registradas em Ata e levadas ao Conselho, na maioria das vezes, de forma monolítica.” Diante

desse retrato, poder-se-ia assumir que o BCB tinha independência do Executivo Federal, embora não do setor financeiro, para tomar as decisões de política monetária. Entretanto, cabe observar que, apesar da Lei da Reforma Bancária prever votações formais para decidir as questões no CMN, elas de fato não ocorreram nessa época. (VIANNA, 1987). Conforme Nogueira (BCB, 2019c, p. 257),

Jamais tivemos que nos valer da maioria independente dos membros da diretoria do Banco Central dentro do Conselho Monetário. Todas as vezes em que havia um assunto mais delicado, eu tinha uma discussão prévia com ele [Bulhões], dava-lhe conhecimento das razões do nosso voto, e não tive discordância de sua parte. Era muito mais fácil presidir um órgão de política monetária independente tendo o professor Bulhões como Ministro da Fazenda. Não sei se essa facilidade se manteria caso fosse outro ministro.

Portanto, é difícil dizer se essa independência era substantiva ou se era resultado simplesmente da harmonia de pensamento entre Ministério da Fazenda e BCB. Dez anos antes, no governo Café Filho, o ministro da Fazenda Eugênio Gudin tinha escolhido para a presidência do BB um banqueiro de sua confiança, permitindo que Bulhões (então dirigente da SUMOC) realizasse uma política marcadamente contracionista. O que possibilitou isso foi o alinhamento ideológico entre os três, pois o BB tinha maioria no Conselho da SUMOC e poderia obstaculizar qualquer iniciativa com a qual não estivesse de acordo, como ocorreu outras vezes. No caso em análise, ao contrário, os seis membros nomeados compunham maioria no CMN e contavam com mandatos que eram valorizados por Castelo Branco⁴², mas já não se vivia sob uma democracia. Como bem assinalado por Franco (2016, p. 56), “É claro que os mandatos não protegeriam os dirigentes do BC de constrangimentos e intimidação praticados por um regime autoritário”. Isso nos leva a um certo ceticismo de que esse grupo conseguiria impor a sua linha de ação caso essa destoasse significativamente do plano econômico do governo.

Esse ceticismo também se justifica pelos fatos ocorridos depois da administração de Castelo Branco, sem desconhecer as diferenças na forma de atuação de Castelo para os seus sucessores e do próprio contexto político a partir do Ato Institucional nº 5 (AI-5). Ao assumir em março de

⁴² De acordo com Nogueira (BCB, 2019c, p. 254), “Porém, o próprio presidente Castelo Branco me deu instruções para aumentar o período para seis anos, por considerar de tal importância a independência do Banco Central que o mandato de seus diretores deveria ser superior ao mandato do presidente da República, que na época era de cinco anos.”

1967, Artur da Costa e Silva pede que Delfim Netto, seu ministro da Fazenda, converse com os diretores e presidente do BCB para que eles renunciem aos seus cargos. As condições econômicas haviam mudado: a inflação já estava controlada e chegara a hora de priorizar o crescimento econômico. Nesse novo contexto, não fazia sentido manter a mesma equipe econômica que havia realizado a política de estabilização. O governo precisava de novos rostos com uma nova filosofia, pois a equipe econômica anterior já estava desgastada frente à opinião pública. Delfim Netto era identificado como um economista mais próximo ao desenvolvimentismo e com trânsito entre os empresários dos diferentes setores econômicos, e não apenas do setor financeiro. O pedido de renúncia de seus cargos gerou alguma resistência no início, pois eles realmente acreditavam que os mandatos garantiam uma posição de independência da autoridade monetária em relação ao governo. Interessante notar que a exoneração não implicou em um desaparecimento formal dos mandatos para os membros nomeados, mas agora estava claro que o governo não toleraria divergências em relação à linha estabelecida. Por desavenças com o ministro da Fazenda relacionadas à implementação de uma medida destinada a reduzir a taxa de juros, Ruy Leme foi substituído por Ernane Galvêas na presidência do BCB, no final do primeiro ano de governo (VIANNA, 1987).

Delfim Netto também incluiu mais um diretor do BCB para tratar da área de câmbio, mas isso em nada modificou a dinâmica do CMN. Segundo um dos participantes, “A presença de cinco diretores do Banco Central, ao invés de quatro, no plenário do Conselho, era dispensável do ponto de vista numérico, uma vez que o CMN não realizava votações formais.” (*apud.* VIANNA, 1987, p. 119). Essa foi apenas a primeira de algumas modificações realizadas na composição do Conselho no sentido de ampliar seu número de participantes (ver Tabela 1 abaixo). O ministro foi aos poucos agregando representantes de diversas áreas do governo, de modo a ter um controle mais amplo sobre o volume de crédito e as políticas setoriais. Com efeito, o CMN reforça ainda mais o seu caráter de “colegiado supremo da política econômica”. De acordo com Lafer (1978, p. 91), transformou-se “[...] num órgão colegiado que tratou praticamente da coordenação de toda a política econômica do governo, acompanhando e quase determinando globalmente os seus efeitos”. Delfim Netto era o responsável pela tomada de decisões, mas isso não significava um isolamento das demandas empresariais. As reuniões do CMN, segundo relatos, contavam às vezes com mais de cinquenta pessoas na sala, entre ministros e convidados externos. Além disso, o ministro da

Fazenda dedicava parte do seu tempo para o contato com empresários, fortalecendo o papel do canais não-oficiais na comunicação com o setor privado (VIANNA, 1987).

Tabela 1 – Composição do CMN entre 1964 e 1980

	1964	1967	1969	1972	1974	1976	1979
Min. Fazenda	1	1	1	1	1	1	1
Pres. BCB	1	1	1	1	1	1	1
Dir. BCB	3	4	4	4	-	-	-
Pres. BNDE	1	1	1	1	1	1	1
Pres. BB	1	1	1	1	1	1	1
Setor privado	2	2	2	2	3	3	8
Min. Planejamento	-	-	1	1	1	1	1
Min. Ind. e Com.	-	-	1	1	1	1	1
Demais ministros	-	-	1	2	1	-	1
Pres. BNH	-	-	-	1	1	1	1
Pres. CEF	-	-	-	1	-	-	1
Outros	-	-	-	-	-	1	3
Total	9	10	13	16	11	11	20

Fonte: Adaptado de Franco (2016).

No governo Geisel, entre 1974 e 1979, há uma mudança importante na “tecnologia organizativa” do Estado (CODATO, 1997). O CMN perde as atribuições que possuía no período do “milagre econômico” e volta a se focar somente em assuntos monetários e financeiros. Além disso, segundo a Lei nº 6.045, de 15 de maio de 1974, ele deveria funcionar “[...] segundo diretrizes estabelecidas pelo Presidente da República.” (BRASIL, 1974a). Essa frase demonstra o grau de centralização maior das decisões nessa fase. Ainda que tenha se reduzido em apenas um o número total de participantes no CMN (16 para 15), o número de membros votantes caiu de 16 para 11, pois a diretoria do BCB perdeu seu direito a voto. Também se decretou oficialmente o fim dos mandatos fixos para os membros nomeados pelo Presidente, sob o argumento de que os mesmos não eram mais efetivos na prática. Apesar de as comissões consultivas terem parado de funcionar até 1976, a representação do setor privado no CMN passou de 2 para 3 participantes. No entanto, dentro da nova estrutura do Estado, os capitalistas estavam mais distantes do centro de poder real, que agora estava localizado no Conselho de Desenvolvimento Econômico (CDE). Criado em 1974 para “[...] assessorar o Presidente da República na formulação da política econômica e, em especial, na coordenação das atividades dos Ministérios interessados [...]” (BRASIL, 1974b), o CDE tratou de uma ampla gama de questões, incluindo políticas macroeconômicas de curto prazo. As decisões

tomadas no CDE eram transmitidas para as respectivas áreas pelos ministros, que também participavam ou presidiam os conselhos e agências situadas abaixo desse Órgão, como o CMN. Ao contrário deste, o novo conselho não contava com participação do setor privado, sendo integrado apenas pelo Presidente e por um pequeno número de ministros (CODATO, 1997).

Essa situação gerou um grande descontentamento no setor empresarial, o qual já estava em campanha contra a “estatização da economia”. Em seu modo de ver, a exclusão do setor privado do processo decisório contribuía para agravar a intervenção e o peso do Estado na economia. Como o regime não poderia prescindir do apoio dos capitalistas, aliados estratégicos de primeira hora, quando João Figueiredo assume a Presidência da República, em março de 1979, ele trata de restaurar os canais oficiais de influência do setor privado sobre o Estado, que haviam sido interrompidos no governo Geisel. O CDE continua operando no seu primeiro ano de governo, mas agora estava mais focado nas questões relacionadas ao tamanho do Estado e de suas empresas. Ademais, há uma progressiva transferência do centro de poder real para a Secretaria de Planejamento (Seplan), que estava sob o comando de Mário Henrique Simonsen. Este presidia também o CMN, que teve suas atribuições ampliadas novamente, voltando a ser o órgão responsável pela coordenação e planejamento da política econômica do governo. O número de representantes do setor privado no CMN passa de 3 para 8. A diretoria do BCB, por sua vez, permaneceu sem direito a voto nesse conselho ampliado da administração de Figueiredo (CODATO, 1997).

Em suma, procurou-se mostrar nessa seção que a autoridade monetária passou por várias transformações no que diz respeito ao seu grau de independência do governo e do setor privado. No tocante à primeira, de 1964 a 1966 é o único momento, no ciclo de governos militares até 1980, que podemos falar em relativa independência na formulação da política monetária, observando a dinâmica do CMN e o respeito aos mandatos da diretoria do BCB. Colocamos em dúvida, no entanto, se essa independência resistiria ao assédio de um governo autoritário que quisesse seguir uma linha completamente diferente da estipulada pela diretoria do BCB e pelos representantes do setor privado. Os mandatos perdem a sua importância a partir de 1967, com a renúncia forçada dessa diretoria e, em 1968, com a troca de Leme por Galvêas na presidência do BCB, mas continuaram a existir até o governo Geisel. Na gestão Delfim Netto no Ministério da Fazenda de Costa e Silva e depois de Emílio Garrastazu Médici, não parece existir dúvida que era o ministro que coordenava as ações do CMN, tomando as decisões de forma solo, depois de escutar os

diferentes interesses em questão. Todavia, apesar da dominação do CMN pelo Ministério da Fazenda no “milagre econômico”, consideramos que a não independência do CMN tornou-se ainda mais aguda no governo Geisel, em função deste órgão estar diretamente subordinado ao CDE, comandado pelo próprio Presidente da República. No período Figueiredo, talvez tenhamos uma situação mais ou menos próxima à do “milagre econômico”, pois o poder decisório estava concentrado nas mãos do ministro que presidia o CMN (nesse caso, Ministro da Seplan). Porém, a diretoria do BCB continuava sem direito a voto nas reuniões do CMN, perdido em 1974.

A segunda forma de independência, a dos interesses capitalistas, geralmente não é tratada pela economia convencional, pois assume-se que a fonte de corrupção de decisões “científicas” e “isentas” tomadas pelo banco central é o governo. Alain Blinder, profundo conhecedor da realidade dos bancos centrais, pensa diferente:

But there is another type of independence that, while just as important in my view, is rarely discussed: independence from the financial markets. Central bankers are often tempted to "follow the markets," that is, to deliver the interest rate path that the markets have embedded in asset prices. Living in a central bank for a while taught me how such a temptation arises. Central bankers are only human; they want to earn high marks— from whomever is handing out the grades. While the only verdict that really matters is the verdict of history, it takes an amazingly strong constitution to wait that long. In stark contrast, the markets provide a kind of giant biofeedback machine that monitors and publicly evaluates the central bank's performance in real time. So central bankers naturally turn to the markets for instant evaluation—or, rather, they have that evaluation constantly thrown in their faces (BLINDER, 1999, p. 60).⁴³

Analisando uma realidade mais próxima do presente, Blinder (1999) enfatiza o papel que o julgamento dos mercados financeiros acerca dos banqueiros centrais exerce sobre as decisões tomadas por eles. Na teoria marxista, os aparelhos do Estado possuem, no máximo, uma “autonomia relativa” dos interesses da classe dominante. Isso acontece porque, mesmo quando os

⁴³ “Mas, existe um outro tipo de independência que, embora igualmente importante em minha visão, é raramente discutida: independência dos mercados financeiros. Banqueiros centrais são frequentemente tentados a “seguir os mercados”, isto é, entregar o caminho de juros que os mercados incorporaram nos preços dos ativos. Viver em um banco central por um tempo ensinou-me como essa tentação aparece. Banqueiros centrais são apenas humanos; eles querem ganhar notas altas – de quem quer que esteja dando as notas. Embora o único veredito que realmente importa é o veredito da história, é necessária uma constituição extraordinariamente forte para esperar por tanto tempo. Em mercado contraste, os mercados proveem um tipo de máquina gigante de *biofeedback* que monitora e avalia publicamente o desempenho do banco central em tempo real. Assim, banqueiros centrais naturalmente se voltam para os mercados para avaliação instantânea – ou, ao invés, eles têm essa avaliação constantemente jogada na sua cara.” (BLINDER, 1990, p. 60, tradução nossa).

capitalistas não estão presentes no Estado ou os canais de influência dessa classe sobre o aparelho estatal são fechados, o Estado, ainda assim, continua agindo, de maneira geral, em favor dos interesses capitalistas, ainda que essa não seja sua intenção. A razão disso está na própria natureza do Estado, como fator de coesão social e de reprodução das condições de produção do sistema. Por exemplo, ao garantir a estabilidade do valor do meio de pagamento, o banco central está, ao mesmo tempo, gerando as condições para a acumulação de capital e beneficiando (mais diretamente) os rentistas. Para reduzir a frequência em que o Estado age contra seus interesses econômicos imediatos, os capitalistas buscam dominar política e ideologicamente o Estado, reduzindo sua autonomia relativa. No entanto, o Estado precisa se apresentar, para sua legitimação, como defensor dos interesses da coletividade, e não apenas de uma fração do capital. Para isso, é necessário que suas ações também beneficiem outras frações do capital e a classe trabalhadora. Mesmo ditaduras militares não podem sobreviver por um período prolongado tendo como única arma a repressão (POULANTZAS, 1976).

Pode-se dizer que o regime militar no Brasil surgiu também como uma reação dos capitalistas a aumento do grau de influência das forças populares sobre o Estado e ao projeto de profundas reformas estruturais que elas tinham para o País, as quais afetavam alguns interesses estabelecidos (FONTES e CORRÊA, 2018). A classe capitalista desconfiava que essas reformas representavam a continuação de um processo, supostamente apoiado pelo governo João Goulart, rumo à “república sindicalista” ou, equivalentemente, ao comunismo. Por isso, jogaram um papel importante na desestabilização dos governos trabalhistas, apoiando o golpe militar de 1964. Uma vez no poder, os capitalistas e técnicos organicamente ligados ao meio empresarial ocuparam posições-chave nos ministérios civis (DREIFUSS, 1981). Isso fez com que eles participassem diretamente do processo de formulação das políticas adotadas pelo regime. A participação dos capitalistas também foi garantida nas inúmeras agências e conselhos criados no regime militar, bem como nas comissões consultivas formadas em torno deles, como demonstrado no caso do CMN. Assim, os interesses capitalistas estavam no âmago do Estado na ditadura militar brasileira, cujo surgimento estava vinculado a esses interesses. No entanto, a autonomia relativa que os aparelhos de Estado gozaram em relação a essas forças também passou por oscilações ao longo do período em análise.

O arranjo institucional das autoridades monetárias no Brasil, no período em análise, está intimamente vinculado às pressões exercidas, principalmente, pelas frações capitalistas industrial

e financeira sobre os tomadores de decisão e sobre o Congresso Nacional. Por conta também dessas pressões, o Brasil conviveu durante um longo tempo com mais de uma autoridade monetária: a SUMOC foi criada para proporcionar um maior controle monetário, mas acima dela operava um conselho do qual participavam o ministro da Fazenda e que era dominado pelo BB. Assim, os planos de contração monetária formulados pelos sumoqueanos estavam fadados ao fracasso, a não ser quando contaram com um apoio mais assertivo do governo e do BB. Esse arranjo institucional foi mantido pela Lei da Reforma Bancária, com duas diferenças importantes: (i) a política monetária passou a ser de fato operacionalizada pelo BCB, ao contrário dos tempos da SUMOC em que os instrumentos monetários continuavam no BB; e (ii) quando foi criado, o CMN tinha autonomia do BB e, em alguma medida, do próprio governo, ainda que isso tenha mudado ao longo do tempo.

A Lei da Reforma Bancária estabelecia uma composição para o CMN que não estava totalmente de acordo com a idealizada pelos banqueiros, integrada, ao menos, por metade dos participantes oriundos do setor privado. Todavia, ao longo do governo Castelo Branco, os interesses financeiros estiveram bem representados neste Conselho, considerando que três dos nove participantes eram banqueiros e que os sumoqueanos ocupavam a maioria dos outros assentos. A harmonia entre esses dois grupos no CMN reforça a nossa hipótese de que havia ligações próximas entre eles. Essa situação mudou na gestão de Delfim Netto, passando a se observar conflitos entre a diretoria do BCB e os dois banqueiros que permaneceram como representantes do setor privado. Apesar da centralização decisória, Delfim Netto trouxe (extraoficialmente) para dentro do CMN os diferentes interesses públicos e privados.

A proliferação de agências e conselhos durante o período militar (cada uma com a sua respectiva “clientela”) levou a um quadro de certa desorganização e heterogeneidade nas tomadas de decisões. Procurando reverter esse quadro, Geisel criou o CDE (encabeçado por ele), que não contava com representação privada, e “esvaziou” o CMN. Isso por si só já tornava mais difícil para os capitalistas exercerem influência sobre as principais decisões. Como relatou um dos empresários entrevistados por Vianna (1987, p. 176), “esses líderes, do tipo Roberto Campos ou Delfim Netto, viviam a mesma vida que a gente; a gente se encontrava em um jantar, à noite, em um almoço, ou encontrava em reuniões que a gente tinha oportunidade de bater papo. Isso é muito mais difícil com um Presidente da República”. Portanto, desse ponto de vista de canais diretos e indiretos de comunicação entre os tomadores de decisões e a classe capitalista, esse período foi o de maior

autonomia do Estado em relação aos interesses privados. No entanto, a mudança na conjuntura política e econômica em relação ao período do “milagre econômico”, com a redução das taxas de crescimento econômico e do próprio apoio político ao regime, não permitia um descolamento completo do governo em relação à sua base de sustentação. Para tentar reverter as críticas feitas pelos empresários ao regime, Figueiredo recompõe e amplia a participação destes nos conselhos, ao mesmo tempo em que esses conselhos recuperam suas atribuições anteriores.

Se a nossa narrativa está correta, e o Estado autoritário brasileiro tinha apenas autonomia relativa em relação aos interesses de classe, como argumentam, entre outros, Diniz (1994), Fiori (1994) e Sallum Junior (1996), é possível sustentar, como fazemos nesse capítulo, que a condução da política monetária é influenciada pela luta de classes.

3.2 MERCADO DE TRABALHO

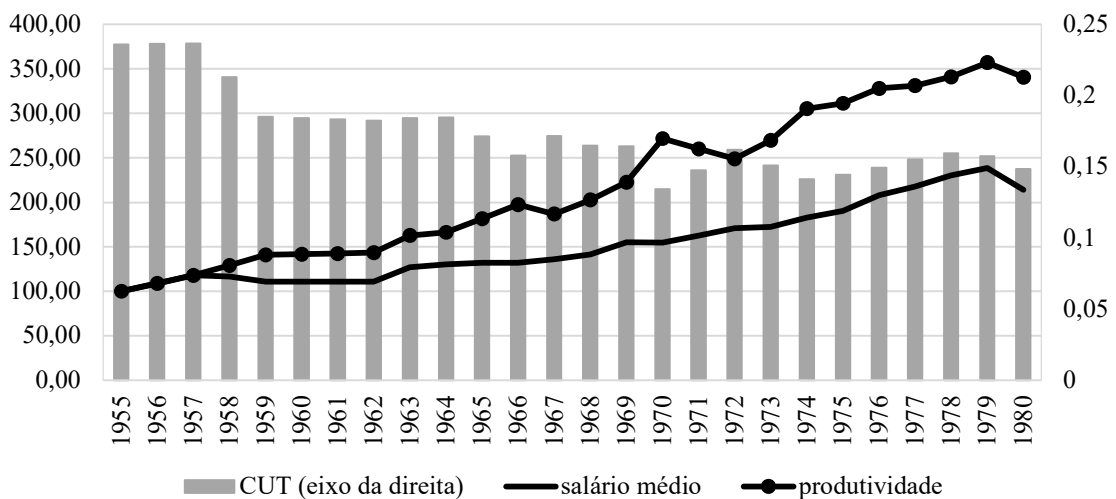
Para entender as condições do mercado de trabalho nos primeiros anos do regime militar e como elas foram criadas, é necessário retroceder alguns anos. O Gráfico 1 ilustra a evolução do salário real médio na indústria de transformação para o pessoal ocupado na produção, da produtividade do trabalho (medida pela razão entre o valor da transformação industrial e o pessoal total ocupado na produção) e do custo unitário do trabalho (CUT), que representa a participação do trabalho na renda e é calculado pela divisão do salário real médio pela produtividade do trabalho. Todos os dados foram deflacionados pelo Índice de Preços ao Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-DI), em virtude desse Índice excluir as fases de comercialização posteriores ao atacado, tornando-o uma medida adequada para avaliar a evolução dos preços dos insumos pagos pelos empresários e possibilitando, dessa forma, uma comparação com a produtividade do trabalho (COLISTETE, 2009).

Como se pode observar, no final dos anos 1950, a produtividade cresce mais do que o salário real, abrindo um *gap* entre as duas curvas e levando à uma queda significativa no CUT. Nos anos 1960, a diferença entre essas duas variáveis fica constante, em função do crescimento mais acelerado do salário real (17,39% entre 1960 e 1964, contra 16,06% entre 1951 e 1959)⁴⁴

⁴⁴ A taxa anual do crescimento do salário real entre 1960 e 1964 foi de 3,48%, ao passo que no período 1951-1959 foi de apenas 1,78%.

acompanhado por uma taxa de crescimento equivalente da produtividade de 17,12%. Por esses dados, não teria havido um crescimento maior do salário real *vis-à-vis* a produtividade como argumentado pelos empresários e pelo governo Castelo Branco. Cumpre destacar que provavelmente o incremento do salário real nesse período está superestimado, pois houve uma mudança metodológica, valendo para 1963 em diante, que incluiu entre o pessoal ligado à produção engenheiros e técnicos. Segundo os cálculos de Colistete (2009), supondo que a razão entre salários pagos aos operários e ao pessoal total ocupado se manteve nos anos 1963 e 1964 a mesma registrada em 1962, o salário real teria crescido entre 1960 e 1964 apenas 12,07%. Ainda assim, a taxa de crescimento anual teria sido superior à verificada em 1951-1959 (2,41% contra 1,78%).

Gráfico 1 – Evolução do salário médio do pessoal ligado à produção na indústria de transformação, da produtividade do trabalho e do CUT entre 1955 e 1980 (1955 = 100)



Fonte: Elaborado pelo autor com base em Colistete (2009) e IBGE (1990).

Entretanto, se deflacionarmos os dados salariais utilizando outros índices de preço, como, por exemplo, o Índice Geral de Preços ao Consumidor do Ministério do Trabalho (IGPC-Mtb), o crescimento dessa variável na série ajustada de acordo com a hipótese acima, entre 1960 e 1964, foi de 32,74% (ver Anexo A). Isso talvez tenha contribuído para a percepção subjetiva dos empresários e dos *policymakers* de que essa variável cresceu em um ritmo maior do que o da produtividade. Além do mais, no final do governo João Goulart foi concedido um aumento nominal de 60% para os salários do funcionalismo e de 56% para o salário-mínimo (em termos reais, o mínimo cresceu 12,17% entre 1963 e 1964), de modo que não era tão estranho responsabilizar os salários pelo crescimento da inflação. Por fim, não se pode deixar de notar que os dados acima se

referem apenas à indústria de transformação, de forma que outros setores podem ter vivenciado um crescimento maior dos salários e/ou um incremento menor da produtividade.

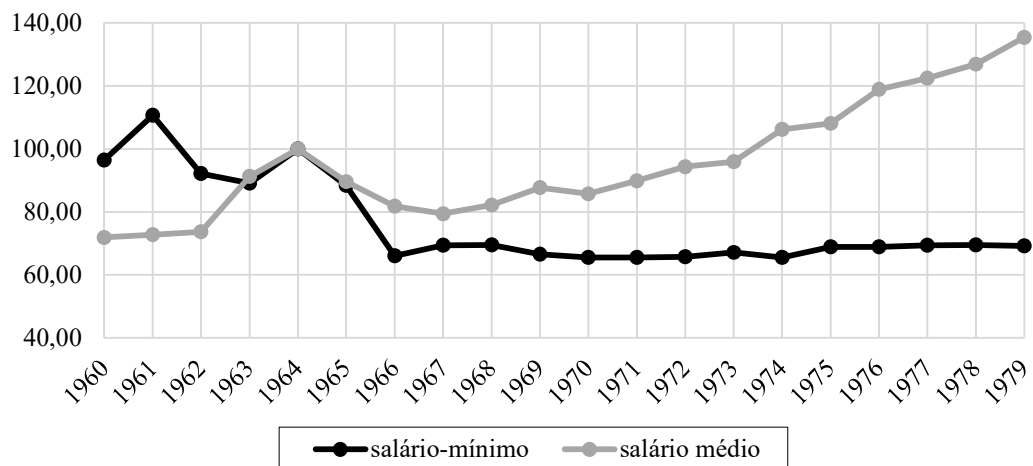
O motivo de fazermos essas observações é que não acreditamos que a tese de crescimento dos salários acima da produtividade tenha sido simplesmente inventada para justificar um arrocho nos salários, uma vez que existiam fatores reais que justificavam esse tipo de interpretação, ainda que tal interpretação não resistia à uma análise mais acurada dos dados e que tenha sido influenciada pela posição que empresários e militares ocupam na sociedade. Ademais, como argumentado na subseção 2.3.2, esse tipo de raciocínio é absolutamente desnecessário para demonstrar o nosso ponto de vista de que existia um viés de classe nas políticas econômicas implementadas, inclusive na política salarial. Tal viés de classe transparece, por exemplo, na magnitude do arrocho salarial implementado e na escolha de um “tratamento de choque” justamente nessa área enquanto nas demais se optou por uma estratégia gradualista. Embora as despesas do Governo Federal tenham sido reduzidas e tenha havido uma contenção da expansão da moeda e do crédito, nenhuma outra variável econômica apresentou, de 1964 a 1966, uma contração real de quase 35% como ocorreu no caso do salário-mínimo. Isso aconteceu porque, ao contrário dos ativos financeiros, dos contratos de financiamento imobiliário e de aluguéis, das tarifas dos serviços de utilidade pública e das obrigações fiscais em atraso, não se adotou a correção monetária no caso dos contratos de trabalho (SIMONSEN, 1970).

Para esse tipo de contrato, foi criada uma regra que determinava que os salários deveriam ser ajustados, anualmente, conforme o salário real nos 24 meses anteriores ao reajuste, acrescido da metade da inflação prevista para o próximo ano na previsão orçamentária do governo federal e da estimativa de produtividade no ano anterior ao reajuste. A lógica era a seguinte: em um ambiente de inflação em queda, a correção pela média do salário e não pelo pico (como acontecia antes dessa fórmula ser implementada) impediria o carregamento da inflação mais alta no passado para o período presente, de inflação mais moderada. Contudo, se a taxa de inflação nos 24 meses anteriores ao reajuste fosse muito elevada e passasse a cair a partir da aplicação da regra salarial, como era a previsão do governo, o salário real médio estaria muito deprimido em relação ao valor máximo que atingiu antes do reajuste, de modo que o acréscimo da metade da inflação prevista para o próximo ano não seria suficiente para recompor o seu poder de compra original. Desse modo, se o cenário projetado pelo governo se concretizasse, ocorreria, logo após a aplicação dessa fórmula, um reajuste para baixo no valor do salário real. Para piorar a situação, as estimativas de

inflação do governo para o ano seguinte ficaram sempre abaixo da inflação efetiva, sobretudo nesse período inicial, marcado por uma maior volatilidade inflacionária. Por exemplo, para o período jul./1964 a jul./1965, o governo Castelo projetava uma inflação de 25%, enquanto o aumento do custo de vida verificado para esse período foi de 74,3% (CARVALHO, 1982).

Enquanto o salário-mínimo real caiu 33,93% de 1964 a 1966, praticamente estabilizando-se a partir então, o salário real médio na indústria de transformação atingiu seu ponto mais baixo em 1967, registrando uma queda de 20,61% em relação ao seu valor em 1964. Como visto acima, o cálculo do salário médio a partir de 1963 incorporou os rendimentos de técnicos e engenheiros, cuja evolução foi diferente em comparação com a dos operários (como será visto a seguir), possivelmente explicando uma parte dessa diferença entre as quedas dos salários mínimo e médio.

Gráfico 2 – Salário-mínimo e salário médio na indústria de transformação, no período 1960 - 1979 (1964 = 100)



Fonte: Elaborado pelo autor com base em IPEA (2021), Colistete (2009) e IBGE (1990).
Notas: séries deflacionadas pelo IGPC-Mtb.

A equipe econômica de Castelo Branco responsabilizava os sindicatos e os “governos populistas” pelo crescimento “desordenado” dos salários. O argumento era que setores mais organizados conseguiam reajustes salariais maiores do que a média, criando uma espécie de “aristocracia” dentro da classe trabalhadora. Pressionado por esses sindicatos, que faziam parte da base de sustentação dos seus governos, líderes populistas, por sua vez, praticavam uma política salarial incompatível com o crescimento da produtividade. O resultado dessa irresponsabilidade conjunta era a carestia dos produtos consumidos pelos trabalhadores, corroendo, dessa forma, os

ganhos nominais nos rendimentos, sobretudo dos setores menos organizados. Assim, ao invés desse “populismo distributivista”, focado em ganhos de curto prazo para a classe trabalhadora que geravam, em um segundo momento, inflação e estagnação econômica, dever-se-ia migrar para um modelo “produtivista”, no qual a distribuição de renda estivesse alicerçada no crescimento econômico e na geração de empregos. Para isso, era necessário criar um “novo trabalhismo”, cujo foco das reivindicações deveria ser em melhores condições de vida para a população, proporcionadas por serviços públicos de melhor qualidade. Além de ser mais sustentável no tempo, esse modelo geraria um aumento da poupança interna, considerado pela equipe econômica condição *sine qua non* para a retomada do crescimento econômico (CAMPOS, 1994; SIMONSEN e CAMPOS, 1974).

As intervenções nos sindicatos praticadas pelos governos militares, concentradas especialmente no governo Castelo Branco, devem ser entendidas, em nossa visão, dentro de um quadro mais amplo, que vai além, embora inclua, as preocupações com a inflação e com o crescimento econômico. Desde os anos 1950, os sindicatos vinham ganhando força, em função do ambiente de industrialização acelerada, sobretudo na segunda metade da década, e da política de não intervenção nas entidades sindicais praticada a partir do governo Getúlio Vargas. Tal política possibilitou que líderes de esquerda e independentes se instalassem na diretoria dessas entidades. Também se observou um processo de maior conscientização da classe trabalhadora em geral, intensificando suas lutas e fazendo-se notar também no cenário político eleitoral e extra-eleitoral (SINGER, 1976). Lembrando que até aquele momento as únicas vozes ouvidas pelos políticos eram das elites e de parte da classe média (BRESSER-PEREIRA, 2015). A elevação da inflação no princípio dos anos 1960 empurra os trabalhadores para as ruas, em busca de maiores salários. Nos dois anos anteriores do Golpe militar foram realizadas ao todo mais de 200 greves, contra a média do período 1945-1964 de 43 greves ao ano, que era um número já bastante elevado se comparado com períodos anteriores (NORONHA, 2009).

Segundo Almeida (2008, p. 289),

[...] o Ministério do Trabalho, entre 1964 e 1970, praticou 536 intervenções em entidades sindicais, destituindo diretorias em exercício e nomeando interventores. Destas, 432 (80,6%) ocorreram em 1964 e 1965. [...] Não foram poucas as lideranças e ativistas sindicais perseguidos, presos e processados, sobretudo na fase de implantação do regime e em certos momentos de endurecimento (69-70). Entre 1964 e 1969 108 dirigentes sindicais e representantes políticos dos trabalhadores

foram punidos com suspensão de seus direitos políticos e perda de seus mandatos parlamentares. [...] De mais a mais, a simples ameaça de coerção, em um regime que a permitia arbitrária e sem controle, constituiu poderoso instrumento de obtenção de silêncio e conformismo.

Essas intervenções concentraram-se nos sindicatos maiores, com maior tradição de luta e ocupados por lideranças progressistas (SANTANA, 2008). Levando em consideração esse conjunto de fatores, o “tratamento de choque” dado aos sindicatos parece ter sido resultado também de uma reação capitalista às mudanças políticas e sociais ocorridas no final de um ciclo de crescimento acelerado. Além disso, havia uma desconfiança muito grande entre os empresários de que as lideranças sindicais de esquerda quisessem, na verdade, a dissolução da propriedade privada (COLISTETE, 2007). Assim, era imprescindível para a classe capitalista o afastamento dessas lideranças, como de fato aconteceu logo nos primeiros anos do período militar.

Passado esse período, o regime afrouxou um pouco “a corda no pescoço do movimento sindical”, possibilitando um aumento do número de greves e o surgimento de uma oposição dos trabalhadores à política econômica, à intervenção nos sindicatos e à criação do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS), regulamentado em dezembro de 1966. O FGTS procurava dar conta das críticas empresariais ao regime de estabilidade no emprego vigente desde os anos 1940. A reclamação dessa classe era que este regime, ao garantir a estabilidade para os trabalhadores que completassem dez anos na mesma empresa, gerava uma queda da produtividade entre aqueles que atingiam essa condição. Além disso, criava um passivo trabalhista para as empresas, dificultando a obtenção de crédito e o processo de fusão entre elas, o qual estava em um ritmo acelerado na época. A solução foi a criação de um fundo no qual o empresário seria obrigado a depositar mensalmente 8% do valor da remuneração pago ao trabalhador no mês anterior. Dessa forma, quando ocorresse uma demissão sem justa causa (ou em outros casos especificados pela lei), o trabalhador teria acesso a esse fundo, acrescido de uma multa equivalente a 10% do montante depositado em nome do funcionário durante o período em que ele esteve empregado na empresa. Na prática, a grande diferença do ponto de vista do empresário foi que o valor despendido no momento de demissão do trabalhador diminuiu consideravelmente, especialmente no caso de funcionários com dez ou mais anos de empresa. Neste caso, a indenização devida pelo empresário, de acordo com o regime de estabilidade, era equivalente a dois salários por ano trabalhado na empresa, com base na maior remuneração recebida pelo trabalhador durante o período em que

esteve empregado, praticamente inviabilizando a demissão dessa mão de obra (MACEDO e CHAHAD, 1985).

Sob o ângulo do referencial teórico deste trabalho, o regime de estabilidade era alvo de críticas porque interferia na liberdade fundamental do capitalista de determinar o volume de mão de obra que deseja empregar. Assim, em uma situação de pleno emprego que gerasse um *profit-squeeze*, eles teriam mais dificuldade de demitir trabalhadores mais experientes, que geralmente ganham maiores salários, de forma a reduzir seus custos e recompor seus lucros. Nessas condições, como visto na seção 2.3.1, os capitalistas industriais fariam uma defesa menos enfática de medidas contracionistas que buscassem reverter essa situação de pleno emprego. No entanto, não é só por interferir em sua liberdade ou dificultar o ajustamento nos seus custos que capitalistas não gostam de leis de proteção ao emprego, mas também porque a ausência do medo de desemprego faz com que os trabalhadores fiquem mais propensos a se envolverem em movimentos reivindicatórios, como acontece por exemplo em situações de pleno emprego. Dito de outra forma, o desemprego é a principal arma que os capitalistas têm a sua disposição para reafirmar a sua posição de mando e “colocar os trabalhadores em seu devido lugar”. No caso brasileiro, segundo Singer (1976), os trabalhadores estáveis e os que estavam há mais tempo na empresa, mas que não tinha atingido ainda o estatuto da estabilidade, representavam lideranças naturais nos movimentos dentro e fora da empresa. Assim, ao baratear o desligamento desses trabalhadores, o FGTS criou entre eles o medo do desemprego, redundando possivelmente em um comportamento menos combativo. Cabe pontuar, no entanto, que as lideranças sindicais continuaram gozando de estabilidade, mesmo depois da implementação do FGTS, desde o momento de sua candidatura até um ano depois de terminado sua gestão.

Anualmente realizaram-se 13 greves em média no período 1965-1968, representando menos de um terço do total de greves do período 1945-1964 e quase um oitavo se comparado com os dois anos antecedentes ao golpe. Em 1967, embora não fosse permitida a organização horizontal dos sindicatos, surgiram o Movimento Intersindical Antiarrocho em São Paulo, a Frente Intersindical Antiarrocho no Rio de Janeiro e Comitê Intersindical Antiarrocho em Minas Gerais. O ponto mais alto das lutas operárias foi, sem dúvida, as greves de Contagem (Minas Gerais) e Osasco (São Paulo), iniciadas em abril e junho de 1968, respectivamente. A primeira reuniu, em cerca de uma semana, 15 mil trabalhadores das principais indústrias da região. A reivindicação desse movimento era um reajuste salarial de 25%, em vez dos 17% estabelecidos pelo governo.

Como forma de quebrar o ânimo do movimento, o governo concedeu um abono salarial de 10% para os grevistas, que depois foi estendido para o conjunto dos trabalhadores. A greve de Osasco, por sua vez, não teve o mesmo desdobramento da sua antecessora e foi duramente reprimida pelas forças policiais (COSTA, 1997).

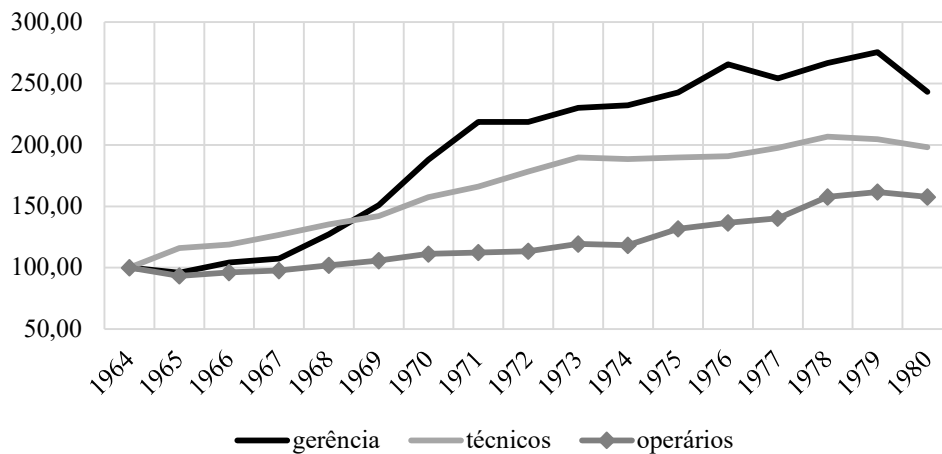
A Lei nº 5.451, de 12 de junho de 1968, introduziu um coeficiente de correção da estimativa de inflação na fórmula salarial, tornando, para fins de cálculo, o salário desde o último reajuste igual ao que teria sido pago caso não houvesse erro nessa estimativa. Porém, os erros eram muito menores nesse momento do que nos anos anteriores e o governo não concedeu nenhuma compensação pelas subestimativas no passado. Como mostrado no Gráfico 2, a média anual dos salários do pessoal ligado à produção na indústria de transformação foi maior em 1968 do que em 1967, entrando a partir de então em uma trajetória ascendente que duraria praticamente até 1979. No entanto, esse crescimento foi, em média, até o ano de 1975, bastante inferior ao aumento na produtividade do trabalho (4,36% contra 7,60%), resultando em uma queda da participação dos trabalhadores na renda (ver Gráfico 1). Logo, o “milagre econômico” foi um período particularmente alvissareiro para os capitalistas.

Outros trabalhos corroboram essa afirmação. Considera (1980) analisou os dados de distribuição funcional da renda em 20 gêneros da indústria de transformação no período 1959-1974 e encontrou que entre 1959 e 1970 todos os gêneros, exceto um, apresentaram aumento da participação dos lucros na renda. As elevações mais acentuadas ocorreram nos setores menos mecanizados, ou seja, nos quais a relação capital/trabalho é menor. Como o grau de concentração nesses setores apresentou uma mudança insignificante ao longo desse período, depreende-se que a contenção dos salários ao longo década de 1960 é o fator responsável por esses resultados. No período 1970-1974, ocorreu uma queda da participação dos lucros na renda em 7 gêneros da indústria de transformação, ao passo que nos 13 restantes houve uma elevação. No entanto, esse crescimento foi menor do que no período anterior (0,5% a.a. frente 1,7% a.a.), coincidindo com a evolução dos salários mais favorável no princípio dos anos 1970.⁴⁵

⁴⁵ De acordo com os dados de Marquetti, Maldonado Filho e Lautert (2010), não foi apenas a participação dos capitalistas na renda que aumentou nesse período, mas também as taxas de lucro. De 1962 a 1973, esta variável cresceu 0,8% a.a., com a produtividade do capital sendo responsável por 0,5 p.p. desse aumento e o *profit-share* por 0,3 p.p.

Utilizando os dados da Pesquisas em Relações Industriais Ltda. - PRIL (empresa tradicional de consultoria nessa área à época), que têm a vantagem de possibilitar uma desagregação da remuneração de acordo com a posição ocupada dentro da empresa, Ócio (1986) mostra que a remuneração da alta gerência – cuja evolução, segundo Bacha (1976), está relacionada à taxa de lucro – cresceu de forma extremamente expressiva no período 1967-1974 (116,50%). Os salários de técnicos, por seu turno, apresentaram um aumento de 48,88% no mesmo período. Já os operários desfrutaram de um aumento do salário real de 21,18%, apropriando-se dessa forma da menor parte das taxas de crescimento espetaculares do “milagre econômico”.

Gráfico 3 – Evolução da remuneração de acordo com a posição ocupada dentro da empresa, 1964 - 1980 (1964 = 100)



Fonte: Elaborado pelo autor com base em Ócio (1986).

Com a decretação do AI-5 no final de 1968, desapareceram os movimentos reivindicatórios de maior envergadura no País (ALMEIDA, 1982). Naquele contexto era necessário ser inteligente para não se expor à repressão do regime. Assim, ao invés de greves por categoria ou paralisação de uma fábrica, os trabalhadores organizaram operações tartaruga (consistindo em reduzir o ritmo de trabalho até que os patrões decidissem negociar as reivindicações laborais), faltas combinadas ao trabalho, recusa de fazer horas extras (as quais apresentaram uma ampliação durante o período do regime militar) e paralisações de seções importantes das fábricas (implicando na redução da produção como um todo), além de greves por atrasos de pagamento, as quais, por atacarem uma prática considerada condenável, eram menos reprimidas (COSTA, 1997). Nessa época, em função

do contexto repressivo, as atividades políticas dos sindicatos foram abandonadas, tornando-os quase que meros prestadores de serviços aos seus associados, incluindo assistência médica, jurídica e odontológica, cursos, bibliotecas e mesmo colônias de férias (ALMEIDA, 2008).

Essa situação começou a mudar com a ascensão de Geisel ao poder e o início do processo de abertura política no País, que implicou também em maior autonomia para as entidades sindicais. Como resposta às críticas ao crescimento moderado dos salários e ao aumento da concentração de renda, evidenciado pelos dados do Censo de 1970, Geisel fez novas alterações na política salarial. Em vez do salário médio dos últimos 24 meses, passou-se a considerar essa variável em um horizonte de apenas 12 meses, diminuindo dessa forma a distância entre a média e o pico do salário real, a qual havia se ampliado com a aceleração da inflação. Além disso, a taxa de produtividade estimada para o ano anterior, que antes era adicionada ao salário médio e à inflação prevista para o próximo ano, tornou-se o multiplicador do primeiro fator. Como resultado, o salário real médio na indústria de transformação cresceu, em média, 5,49 % a.a. entre 1975 e 1979, ante os 4,36% registrado no período 1968-1974. Ao contrário deste período, em que os salários dos operários apresentaram um crescimento bem inferior aos dos técnicos e, sobretudo, aos dos ordenados recebidos pela gerência, na segunda metade da década de 1970, os operários tiveram um ganho mais expressivo do que os demais, tendo sua remuneração acrescida em 6,52 % a.a., contra 3,57% a.a. da gerência e 1,65% a.a. dos técnicos. De outro lado, o crescimento médio anual da produtividade do trabalho caiu de 7,02% na primeira metade da década para apenas 3,21% na segunda. Em termos acumulados, a produtividade cresceu 17,01% no período 1974-1979, enquanto o salário médio cresceu 30,50%, resultando em um aumento do CUT de 11,52%. Houve, portanto, um processo de redistribuição de renda em favor dos trabalhadores, resultando em um *profit-squeeze*.

No entanto, apesar de ter um papel muito importante, a política salarial sozinha não consegue explicar esse resultado, devendo-se prestar atenção também no avanço do movimento dos trabalhadores sobretudo nos últimos anos da década 1970. Aproveitando-se do clima de maior liberdade vivenciado com o começo do governo Geisel, a sociedade civil retornou progressivamente às ruas para se manifestar contra os abusos cometidos pelo regime e para pedir a redemocratização do País. Os trabalhadores também intensificaram suas lutas, por meio das estratégias mencionadas acima, e cresceu a sua articulação por meio dos sindicatos. A partir da paralisação da fábrica da Scania em maio de 1978, iniciou-se um ciclo de greves sem precedentes

na história do País. Entre 1978 e 1984 foram realizadas, em média, 214 greves ao ano (NORONHA, 2009). Esse movimento não ficou limitado ao cinturão automotivo e metalúrgico do ABC, de onde surgiu, espalhando-se para diferentes setores e regiões. Até mesmo os trabalhadores do setor de serviços, com pouca tradição de luta, participaram desse movimento, que atraiu, pela primeira vez, os profissionais assalariados de classe média, principalmente médicos e professores (ALMEIDA, 2008). Portanto, mesmo com todas as limitações impostas por um regime autoritário, os trabalhadores tornaram-se novamente uma força política importante, levando o governo a implementar uma nova política salarial, em dezembro de 1979, como uma forma de neutralizá-los, por meio do esvaziamento do seu discurso.

Essa política oficializou algumas conquistas que já vinham sendo obtidas pelos trabalhadores através dos seus movimentos reivindicatórios, como, por exemplo, reajustes maiores do que os oficiais e antecipações salariais, além da prática de negociação direta entre patrões e empregados acerca dos percentuais de reajuste, quebrando com um longo período em que os salários foram decididos somente pelo governo (COSTA, 1997). A nova lei dizia que os salários deveriam ser reajustados semestralmente tendo como base o Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC), isto é, finalmente há uma indexação oficial dos salários, mas agora em um ambiente de inflação crescente, contribuindo para o seu carregamento para o período futuro. Além disso, os reajustes não eram homogêneos, com as faixas salariais mais baixas tendo seus valores corrigidos por um percentual acima do INPC, ao passo que no caso das faixas mais altas o reajuste era inferior a esse índice. Por fim, a taxa de produtividade acrescida ao salário deveria ser negociada entre patrões e empregados e não poderia ser repassada aos preços (CARVALHO, 1982).

Portanto, é possível observar, entre 1964 e 1980, três fases relativas ao movimento dos trabalhadores e à evolução dos salários. Uma primeira, que durou até 1967-1968, marcada pela contração significativa dos salários reais, resultando em uma queda da participação dos trabalhadores na renda, após um período de crescimento dos salários mais próximo da produtividade do trabalho. Nessa fase, depois de um período extremamente intervencionista em relação aos sindicatos, no qual se procurou realizar uma faxina ideológica nos mesmos, nota-se uma relevância do movimento dos trabalhadores, embora nada comparado ao que aconteceu antes de golpe militar. O auge da mobilização dos trabalhadores ocorreu em 1968, quando houve duas greves de proporções ainda não vistas durante o regime militar. A resposta do governo ao crescimento dos movimentos contestatórios (não apenas dos trabalhadores) foi, por um lado, o

endurecimento do regime e, por outro, a mudança na política salarial, corrigindo um de seus principais defeitos (a estimativa de inflação para o ano vindouro). A partir então, portanto, os salários começaram a crescer mais do que os preços, ganhando poder de compra progressivamente. No entanto, esse crescimento ficou muito aquém do expressivo aumento da produtividade do trabalho durante o período do “milagre econômico”, resultando em uma ampliação da participação dos capitalistas na renda. Nessa época, a forte repressão do Estado levou os trabalhadores a se dedicarem a “pequenas lutas”, que geraram resultados para os trabalhadores de uma fábrica específica, mas que não ameaçavam mais o regime ou os lucros dos capitalistas.

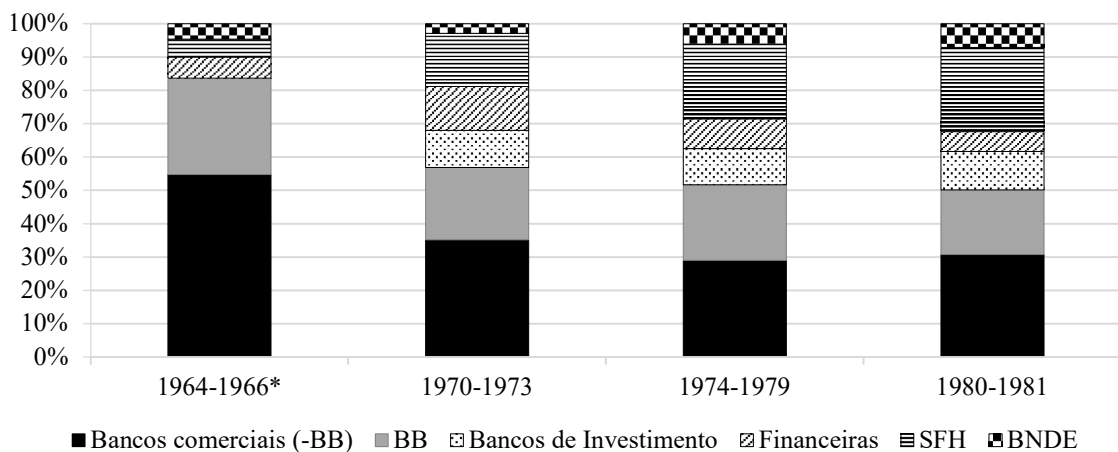
Desse modo, a mudança na política salarial em 1974 não pode ser atribuída a pressões por parte dos trabalhadores, mas, sim, pela necessidade do regime de manter a sua legitimidade em um contexto político diverso, marcado pela progressiva perda de sua popularidade. Uma política salarial mais frouxa permitiu que os salários crescessem acima da produtividade do trabalho entre 1975 e 1979, produzindo uma redistribuição entre salários e lucros em favor do primeiro. O movimento dos trabalhadores jogou um papel importante, no final da década, pois garantiu ganhos salariais maiores do que os concedidos pelo governo e motivou uma nova alteração na política salarial, dessa vez favorável às faixas salariais mais baixas. Poder-se-ia questionar se em um regime autoritário é correto atribuir aos trabalhadores tal mudança, uma vez que eles continuavam distantes do centro de poder real. Nossa resposta, com base em Poulantzas (1976, 1980), é que os trabalhadores podem influenciar o comportamento do Estado mesmo sem estar fisicamente presente nele, pois o Estado não é um instrumento que precisa ser dominado internamente por uma classe para agir de acordo com os interesses dela. Quando o ataque advém de fora do Estado, ele gera reações muitas vezes contraditórias nos campos repressivo, econômico e ideológico, como ocorreu no Brasil no final da década de 1970, quando ao mesmo tempo em que se afrouxou a política salarial, endureceu-se a repressão sobre a classe trabalhadora. Essas contradições, que nada mais são do que oposições entre as frações dominantes a respeito de como manter a dominação sobre a classe trabalhadora, contribuem, ao final, para a derrocada do regime.

De acordo com os termos da CTA, observa-se na metade da década de 1970 uma transição de um mercado de trabalho kaleckiano para um neomarxista, caracterizado por um crescimento do salário real acima da produtividade e por um encolhimento da participação dos capitalistas industriais na renda. Isso deveria gerar uma rejeição dessa fração a políticas de pleno emprego, produzindo as condições políticas para que políticas de estabilização fossem adotadas.

3.3 SISTEMA FINANCEIRO

Enquanto o setor industrial parecia se desenvolver aos saltos nas décadas de 1950 e 1960, tendo o Plano de Metas do governo JK internalizado a produção de bens de consumo duráveis e criado uma incipiente indústria de bens de capital no País, o setor financeiro progredia de forma muito mais lenta. No princípio dos 1960, o setor financeiro nacional (SFN) era composto basicamente por bancos comerciais - respondendo por aproximadamente 80% dos empréstimos realizados para o setor privado, sendo que o BB ocupava mais de um quarto desse mercado – casas bancárias e sociedades de crédito, financiamento e investimento, conhecidas como “financeiras” (STUDART, 1995; MINELLA, Ary, 1988). Os bancos nessa época tinham um caráter regional, familiar e ofertavam uma gama limitada de serviços. Eles proviam empréstimos de curto e médio prazos, com base em depósitos à vista (BARKER, 1990). Além disso, os haveres não-monetários compunham menos de 8% dos haveres totais da economia. Os Gráficos 4 e 5 (abaixo) trazem os referidos dados e sua evolução ao longo do período 1964-1980, demonstrando a baixa diversificação e sofisticação do SFN nos anos iniciais.

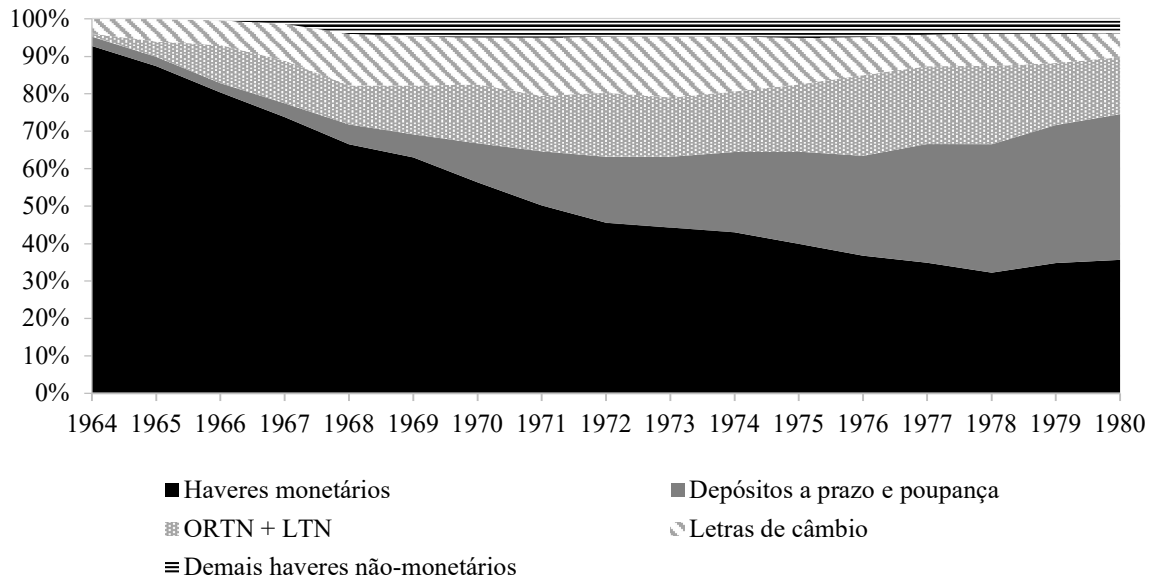
Gráfico 4 – Participação de cada tipo de instituição financeira no total de empréstimos ao setor privado – 1964 - 1981



Fonte: Elaborado pelo autor com base em Studart (1995).

Notas: Não foram encontrados dados para o período 1967-1969. * Os dados para esse subperíodo incluem empréstimos para empresas estatais.

Gráfico 5 – Participação de cada ativo no total, 1964 - 1980



Fonte: Elaborado pelo autor com base em IPEA (2021).

Uma deficiência histórica do SFN é a ausência de um braço privado que financie investimentos de longo prazo, delegando ao setor público, por meio dos bancos públicos e Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE), essa função precípua. Além do setor público, os empréstimos tomados no exterior, especialmente a partir do final dos anos 1960, com o desenvolvimento do euromercado e a ampla liquidez disponível no sistema financeiro internacional, também desempenharam um papel importante nesse sentido, sobretudo para o capital estrangeiro atuando no Brasil. Sendo assim, como se conseguiu internalizar a produção de bens de consumo duráveis e, em alguma medida, de bens de capital no final no final dos anos 1950/ princípio dos anos 1960? Além dos dois aspectos mencionados acima, outro fator que contribuiu decisivamente para o desenvolvimento da economia brasileira foi a capacidade de autofinanciamento da indústria, em razão do elevado nível de concentração nesse setor e da reserva de mercado criada pela política governamental. Isso possibilitava a formação de um elevado *mark-up* sobre os custos de produção, permitindo o pagamento e a recontração de dívidas de curto prazo junto ao SFN. Nessa época, as empresas estatais também foram extremamente importantes, uma vez que realizaram os investimentos em infraestrutura e em bens intermediários, cujo alto requerimento de capital e longo prazo de maturação tornavam difíceis sua realização por parte da iniciativa privada (CRUZ, 2016). Entretanto, a inflação crescente e a insuficiência de demanda na

primeira metade da década de 1960 romperam esse padrão de financiamento, chamando a atenção das autoridades públicas para a necessidade de reformas prementes nessa área.

Foi no governo Castelo Branco, entre 1964 e 1966, que ocorreram as principais reformas nessa área, as quais, até certo ponto, moldaram o desenvolvimento do sistema financeiro no período em análise. As primeiras mudanças relevantes ocorreram por meio da Lei da Reforma Bancária. Como mencionado na seção 3.1, até o final de 1964, embora a SUMOC e o Conselho da SUMOC constituíssem, em tese, as autoridades monetárias brasileiras, na prática, o BB desempenhava essa função. Por conta disso, os depósitos compulsórios e voluntários das instituições financeiras eram recolhidos por ele. A Lei da Reforma Bancária determinou que os depósitos compulsórios deveriam ser direcionados para o BCB, mas as reservas voluntárias continuaram sendo recolhidas pelo BB. Além disso, em virtude de algumas reminiscências de sua função de autoridade monetária mantidas por essa lei, criou-se a chamada “conta movimento” entre o BCB e o BB, que, com o tempo, passou a crescer, de maneira expressiva, em favor do último. Portanto, o papel de autoridade monetária desempenhada pelo BB até 1965, que lhe dava claras vantagens competitivas *vis-à-vis* os demais bancos comerciais, foi enfraquecido pela Reforma Bancária, mas não completamente eliminado.

Um segundo ponto nessa lei que merece destaque é a proibição da formação de conglomerados financeiros contida no Artigo nº 30, nos seguintes termos:

As instituições financeiras de direito privado, exceto as de investimento, só poderão participar de capital de quaisquer sociedades com prévia autorização do Banco Central da República do Brasil, solicitada justificadamente e concedida expressamente, ressalvados os casos de garantia de subscrição, nas condições que forem estabelecidas, em caráter geral, pelo Conselho Monetário Nacional (BRASIL, 1964).

De acordo com Ary Minella (1988), esse trecho desagradou os banqueiros. Especialmente os grandes bancos defendiam que a conglomeração poderia trazer ganhos de economias de escala, gerando redução dos custos operacionais e das taxas de juros cobradas por eles, consideradas muito elevadas pelo setores não-financeiros. Portanto, ao invés de proibir a conglomeração, o governo deveria estimulá-la. Por seu turno, os capitalistas proprietários de bancos de menor porte eram mais cautelosos em afirmar os ganhos derivados de economias de escala, bem como arguíam que o processo de conglomeração deveria ocorrer impulsionado pelas forças de mercado,

não devendo o Estado intervir nesse processo. Eles também manifestavam preocupação com o resultante aumento das vantagens dos grandes bancos. Tal preocupação era, de certa forma, compartilhada pelos setores não-financeiros, que não viam com bons olhos a concentração das operações de crédito em pouco grupos, desequilibrando as forças de oferta e demanda em favor deles, assim como o aumento do seu poder econômico.

Outra mudança importante ocorreu com a introdução da correção monetária nos contratos financeiros. Em 1933, Getúlio Vargas havia criado uma legislação que, por um lado, proibia a estipulação do pagamento contratual em outra moeda que não a moeda de curso legal no País (bem como a indexação a qualquer índice de preços, embora não estivesse expresso na lei) e, por outro, limitava as taxas de juros nominais nesses contratos a 12% a.a., conhecidas, respectivamente, pelo nome de cláusula-ouro e Lei da Usura (SIMONSEN, 1995). Com a ascensão da inflação, os bancos desenvolveram diversas maneiras de contornar essa limitação e manter a lucratividade das suas operações, como por meio da exigência de saldos médios dos seus clientes e da cobrança de taxas de serviços. Não obstante, a combinação da referida legislação com inflação alta produziu uma série de distorções importantes na economia brasileira, entre as quais destacam-se a inexistência de *funding* de longo prazo para o setor financeiro, prejudicando principalmente o setor imobiliário e o financiamento da acumulação de capital, e o financiamento inflacionário dos déficits públicos, em virtude do rendimento negativo dos papéis do Tesouro. Para corrigir essas distorções, decidiu-se introduzir a correção monetária nos títulos públicos e privados.

Para completar as reformas no SFN, a Lei do Mercado de Capitais (Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965) criou novos instrumentos e instituições financeiras. O destaque ficou por conta dos bancos de investimento, que deveriam fornecer crédito de longo prazo para as empresas e estimular o desenvolvimento do mercado de capitais, participando das operações de *underwriting* e constituindo fundos de investimento. É importante assinalar que “[...] embora [o mercado acionário] não fosse uma criatura recente, jamais desfrutara de um desenvolvimento significativo.” (MACARINI, 2008, p. 153). Conforme Studart (1995), menos de 4% dos fundos disponíveis para investimento advinham da emissão de ações através desse mercado.

A equipe econômica de Castelo considerava o mercado de capitais uma peça fundamental no desenvolvimento da economia brasileira pois, de acordo com o desenho projetado para o SFN com base no modelo norte-americano, ele seria outra fonte importante de capital de longo prazo

para as empresas. A fim de desenvolvê-lo, além da criação dos bancos de investimento, modificou-se a regulamentação do mercado e concedeu-se uma série de incentivos fiscais para a compra de ações e abertura de capital das empresas, tais como a redução da tributação sobre o recebimento de dividendos e a permissão para pessoas físicas e jurídicas investirem, respectivamente, 5% e 10% dos seus gastos tributários nos chamados Fundos 157, administrados pelos bancos de investimento (STUDART,1995).

Segundo Macarini (2008), essa política de incentivos, que foi renovada e ampliada nos anos seguintes, aliada à conjuntura econômica alvissareira do período do “milagre econômico”, gerou um surto especulativo na bolsa de valores brasileira na primeira metade de 1969 (apresentando uma reversão na segunda metade), retomado em 1970 e 1971. Embora o número de empresas de capital aberto tenha aumentado nesses anos, as chamadas de capital não eram tão frequentes, permitindo afirmar que as empresas abriram capital para aproveitar as vantagens fiscais (como a isenção de 5% do imposto de renda incidente sobre a distribuição de lucros) e os elevados ágios na emissão primária de ações. Ainda em 1971, surgem reclamações de um excesso de papéis na bolsa de valores, levando à uma queda das cotações das ações, que, apesar de todos os incentivos concedidos pelo governo, seguiu impávida ao longo dos anos seguintes. À exceção de alguns movimentos espasmódicos, a bolsa de valores continuou deprimida durante toda a década. Com isso, o lançamento de novas ações tornou-se escasso, afastando os bancos de investimento das operações de *underwriting*. Portanto, o mercado de capitais, estimulado pela sua capacidade de fornecer recursos de longo prazo para as empresas, desde o final da década de 1960, acabou revelando no Brasil com muito mais força sua outra faceta, que é a de proporcionar ganhos especulativos para os investidores.

Supostamente, os bancos de investimento deveriam emitir obrigações indexadas de longo prazo (certificados de depósito) para combinar com empréstimos de longo prazo com juros pós-fixados. Em realidade, não foi o que ocorreu, por razões de duas ordens. Primeira, com a redução da inflação para a casa dos vinte e poucos por cento a partir de 1968 e sua relativa estabilidade a partir de então, a demanda pela maioria das aplicações indexadas não cresceu de forma substancial. A exceção aqui parece ter sido os depósitos de poupança, que eram acessíveis à grande parte da população, funcionavam como um poderoso instrumento de manutenção do poder de compra da renda e não eram sujeitos ao ágio (ver Gráfico 5). Por outro lado, as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTNs) – títulos públicos criados para auxiliar

na execução da política monetária e, principalmente, para permitir o financiamento não-inflacionário dos déficits governamentais, que, na década de 1970, foram substituídos como instrumento de política monetária pelas Letras do Tesouro Nacional (LTNs) – eram demandadas, em sua maioria, como alternativa ao recolhimento compulsório em moeda (possibilidade criada às instituições financeiras justamente para aumentar a demanda desses papéis) e pelas instituições públicas, especialmente pelo Banco Nacional de Habitação - BNH (MINELLA, André, 1995).

Segunda, os agentes não-financeiros mostraram forte resistência à contração de dívidas indexadas, de modo que as instituições financeiras não precisaram emitir obrigações indexadas para casar com uma estrutura ativa do mesmo gênero. Há pelo menos três motivos que explicam essa resistência dos agentes não-financeiros. Em primeiro lugar, ao mesmo tempo em que a indexação acaba com a incerteza acerca do valor real do contrato, ela cria outra a respeito do seu valor nominal. Como os agentes não tem certeza a respeito do comportamento futuro da inflação e de qual será a relação, ao longo do tempo, entre esse comportamento e os preços dos produtos produzidos pela sua empresa ou, no caso do indivíduo, seu rendimento nominal (é sabido que inflações altas podem trazer mudanças nos preços relativos), há uma relutância natural de ser parte de um contrato sobre o qual paira incerteza de que será capaz de cumprir no futuro. Isso explica, por exemplo, por que foram necessárias várias alterações nas regras do Sistema Financeiro de Habitação (SFH) para que os indivíduos se sentissem seguros em contrair uma dívida imobiliária, principalmente a limitação do valor da correção monetária de acordo com o rendimento profissional do mutuário. Em segundo lugar, o planejamento econômico é um elemento fundamental de qualquer empresa. A indexação, como mencionado acima, traz incerteza em torno do montante em dinheiro que será despendido no futuro, entrando no caminho da programação desses pagamentos.

Por último, mas não menos importante, até 1974, o setor industrial (com exceção da construção civil) não precisava de empréstimos de longo prazo para financiar a acumulação de capital, e sim de crédito de curto e médio prazo para capital de giro e consumo dos trabalhadores, para os quais não era necessária a cláusula de correção monetária em um contexto de maior previsibilidade da inflação (MINELLA, André, 1995). As razões são as seguintes: (i) a economia brasileira havia crescido relativamente pouco entre 1963 e 1967 (3,46% a.a. em média, contra 9,26% a.a. no período 1957-1961), de modo que a capacidade instalada durante o Plano de Metas não estava sendo completamente utilizada (em 1970, primeiro ano para o qual essa informação

está disponível, a média da indústria era de 85,75%, ao passo que na indústria de bens de capital apenas 78,67% da capacidade estava ocupada); e (ii) tanto as empresas públicas quanto as privadas tinham uma boa capacidade de autofinanciamento, em virtude da política de realismo tarifário praticada pelos primeiros governos militares e do crescimento expressivo dos lucros no período do “milagre econômico” (CRUZ, 2016).

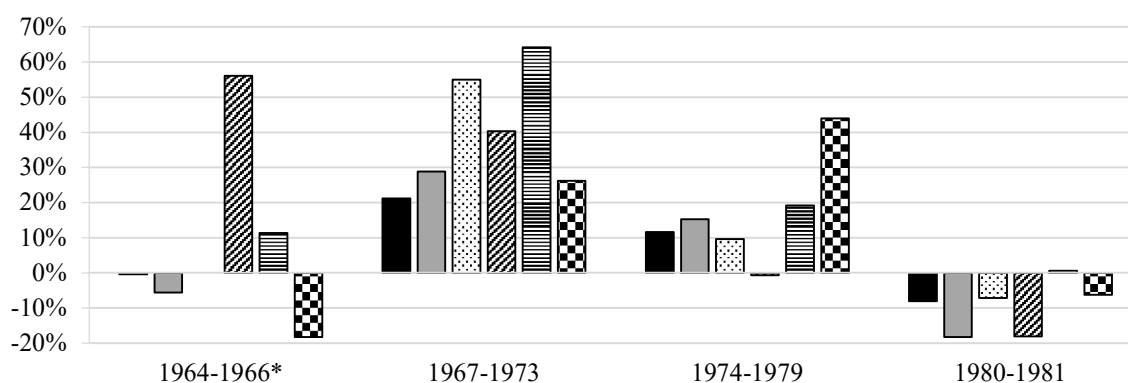
Em função desse conjunto de fatores, os certificados depósitos indexados e de longo prazo tiveram uma vida extremamente curta, assim como as letras de câmbio indexadas emitidas pelas financeiras. No caso dessa última, através da introdução da correção monetária, o governo pretendia eliminar os elevados ágios com que esses títulos eram comercializados, vistos como fonte de resistência à queda da inflação, uma vez que as expectativas de inflação no presente não correspondiam ao patamar mais baixo que essa variável deveria se encontrar no futuro. Para estimular a adoção desses títulos indexados, o governo tributou as receitas obtidas com ágio em 15%, enquanto a correção monetária não era tributada. Porém, nem isso foi suficiente para que se introduzisse a indexação nesses títulos. Não muito tempo depois dessa tentativa feita pelo governo, tanto as letras de câmbio quanto os certificados de depósito passaram a ser emitidas com maturidades mais curtas e elevadas taxas nominais de juros, as quais receberam o nome curioso de “correção monetária *a priori*”, contornando, por essa via, a Lei da Usura (MINELLA, André, 1995; STUDART, 1995).

O encurtamento da maturidade do passivo dessas instituições resultou no mesmo movimento do lado do seu ativo. Os bancos de investimento, que, conjuntamente com o mercado de capitais, eram para ser a fonte de capital de longo prazo para o setor industrial, acabaram se especializando no fornecimento de capital de giro para as empresas. As financeiras, por sua vez, supostamente destinadas ao financiamento de capital de giro, focaram em crédito ao consumidor. Por fim, os bancos comerciais não alteraram sua rota em relação ao período antes das reformas e continuaram provendo empréstimos de curto prazo para as empresas e famílias, porém com menor participação do BB nos empréstimos totais do setor.

O Gráfico 6 mostra a evolução dos empréstimos para o setor privado de acordo com o tipo de instituição financeira. Conforme se pode observar, o período 1964-1966 foi de contração do crédito para os bancos comerciais e para o BNDE e de expansão para o SFH – composto pelo BNH, caixas econômicas, sociedades de crédito imobiliário e associações de poupança e empréstimo – e, sobretudo, para as financeiras, que cresceram expressivos 56,13%. No período seguinte (1967-

1973), as financeiras continuaram apresentando um alto ritmo de crescimento (40,30%), mas nesse intervalo foram superadas pelos bancos de investimento (55,00%) e pelo SFH (64,17%). O BB e os demais bancos comerciais também cresceram no “milagre econômico”, mas menos do que essas outras instituições criadas ou regulamentadas pelas reformas. Desse modo, em 1970-1973, o SFN era substancialmente diferente daquele de 1964-1966, como é possível visualizar no Gráfico 4. No período inicial, os bancos comerciais (inclusive BB) eram responsáveis por 83,6% em média dos empréstimos para o setor privado, ao passo que de 1970 a 1973 esse número cai para 56,9%. O BB sozinho contribuía com 28,8% dos empréstimos totais em 1964-1966, enquanto no início da década de 1970 com 21,7%. Portanto, ao menos no que diz respeito ao quesito diversificação do SFN, as reformas implementadas pelos militares tinham sido bem-sucedidas.

Gráfico 6 – Taxas anuais médias de crescimento dos empréstimos para o setor privado por tipo de instituição financeira, 1964 - 1981



■ Bancos comerciais (-BB) ■ Banco do Brasil ▣ Bancos de Investimento ▤ Financeiras ▥ SFH ▦ BNDE

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Studart (1995).

Notas: *Os dados para esse subperíodo incluem empréstimos para empresas estatais.

No entanto, essa diversificação do SFN é parcialmente enganosa, pois o encurtamento dos prazos das operações de bancos de investimento e financeiras colocou-as em disputa com os bancos comerciais (mais poderosos financeiramente), resultando em sua incorporação pelas instituições bancárias. Portanto, ao invés de instituições financeiras independentes, grande parte das financeiras e bancos de investimento (apesar de juridicamente independentes em função da proibição, na Lei da Reforma Bancária, de participação no capital de outras empresas) tornaram-se parte de conglomerados financeiros, encabeçados pelos grandes bancos. De acordo com Macarini (2007),

quase dois terços das 155 financeiras existentes em 1972 faziam parte desses grupos, respondendo por aproximadamente 85% das letras cambiais emitidas naquele ano. Quanto aos bancos de investimento, de um total de 55 bancos de investimento em operação em 1978, somente 4 eram independentes.

Esse movimento fez parte um processo de centralização de capitais (fusões e aquisições) no SFN que se iniciou logo depois das reformas financeiras e contou com a contribuição expressa das autoridades públicas, especialmente na gestão de Delfim Netto no Ministério da Fazenda. Várias medidas tomadas pelos governos ajudaram a impulsionar esse processo, entre as quais: a restrição da abertura de novas agências bancárias, limitando ao máximo de duas novas agências por banco a partir de 1966 e, em 1970, a suspensão de licenças para esse fim (a qual somente seria retomada no final de 1976), incentivando a aquisição de outros bancos para a ampliação da rede de agências; em 1971, impôs-se exigências de capital mínimo para a atividade bancária, bem como estreitou-se a relação com a magnitude dos depósitos; no mesmo ano, criou-se a Comissão de Fusões e Incorporações de Empresas para examinar os respectivos processos; também em 1971, foram concedidos incentivos fiscais às fusões e aquisições (Decreto-Lei nº 1.182); no que denominou de “saneamento e fortalecimento do sistema”, o Estado desembolsou 28 bilhões de cruzeiros para facilitar a aquisição de bancos menores, cujos principais beneficiados, entre 1973 e 1978, foram quatro grandes bancos privados (Bradesco, Itaú, Unibanco e Banco de Crédito Nacional), além do Banerj; e, finalmente, a chamada “intervenção branca”, realizada no governo Médici, consistindo em pressão direta do Ministério da Fazenda e do BCB sobre os acionistas de instituições em dificuldade para transferir seu controle para outro grupo (MINELLA, Ary, 1988; MACARINI, 2007).

Como resultado, houve uma redução expressiva do número de bancos comerciais, passando de 336 em 1964 para 178 em 1970 e para 111 em 1980. As financeiras e as corretoras e distribuidoras de valores também passaram por um processo de enxugamento. No caso das financeiras, observa-se um crescimento do seu número entre 1964 e 1966, de 134 para 272, e depois uma queda no restante da década de 1960 e na década seguinte, para 212 em 1970 e 115 em 1980. Além dessa centralização de capitais, houve também um aumento da concentração nesse setor, com os cinco maiores bancos privados concentrando 32,2% dos depósitos em 1980, enquanto em 1965 esse percentual era de 18,8%. Embora não haja nas fontes pesquisadas dados de evolução da concentração no segmento não-bancário, no final do período, 51,75% dos empréstimos

concentravam-se em apenas 10 financeiras, boa parte delas controladas por grandes bancos (MINELLA, Ary, 1988).

Além dos alegados ganhos de economias de escala, havia também razões mais ambiciosas que justificaram o apoio dos governos Costa e Silva e Médici a esse processo de centralização e concentração no SFN, que passavam pelo fortalecimento do setor privado nacional para fazer frente às grandes empresas transnacionais. Para tanto, a estratégia idealizada por Delfim Netto e sua equipe era de integração entre o setor financeiro e o setor industrial, puxada pelos grandes bancos comerciais. Segundo o ministro da Fazenda,

Toda a tradição da política bancária nacional é contra a integração entre o setor financeiro e o setor industrial, o que além de impedir a formação de grandes empresas capazes de absorver o progresso tecnológico e competir no exterior, desvincula o setor bancário do mundo da produção física. É evidente que neste campo é preciso agir com cautela, mas é evidente, também, que a cautela excessiva (com medo do monopólio ou da iliquidez) é muito prejudicial ao desenvolvimento de um capitalismo eficaz. (WANDERLEY e PIMENTEL, 1970⁴⁶ *apud* MACARINI, 2007, p. 360).

Esse plano foi consubstanciado em algumas medidas efetivas tomadas na época, como a redução de 0,5% no depósito compulsório dos bancos comerciais para aplicação obrigatória em ações ou debentures conversíveis de empresas não-financeiras com capital não superior a 70.000 vezes o maior salário mínimo vigente, mantendo esses títulos na sua carteira por um prazo mínimo de dois anos (Resolução nº 184, de 20 de maio de 1971). No entanto, os bancos não se mostraram muito interessados em entrar no setor industrial. Os banqueiros afirmavam que o produto que eles lidavam (o dinheiro) era completamente diferente dos bens industriais (BARKER, 1990), alegando falta de vocação para administrar uma indústria. Do lado objetivo, é possível observar pelo menos dois fatores que podem ter levado à essa posição: primeiro, a inflação elevada a partir da metade da década de 1970 desestimulava empreendimentos que exigissem um horizonte de longo prazo mais claro; e, segundo, as operações especulativas de curto prazo com títulos públicos, bem como o repasse de recursos públicos e externos pelos bancos, ofereciam elevado rendimento com baixo risco (MACARINI, 2007). Desse modo, a integração entre o setor financeiro e o setor industrial

⁴⁶ WANDERLEY, C. A.; PIMENTEL, R. B. O caminho brasileiro dos bancos de investimento. *Cadernos Halles*, n. 5, 1970.

ficou limitada a alguns projetos de investimento conjuntos nas áreas petroquímica, de mineração, de extensão da fronteira de recursos naturais e siderúrgica. Entretanto, os recursos para esses projetos eram obtidos junto ao BNDE e ao sistema financeiro internacional, não implicando, portanto, em uma reorganização empresarial, no sentido dos grupos empresariais japoneses, cuja fonte de financiamento é o próprio núcleo financeiro do grupo (TAVARES, 1982; MIRANDA e TAVARES, 1999).

Apesar das questões mencionadas acima (encurtamento das operações dos bancos de investimento, caráter fortemente especulativo do mercado de capitais e elevada concentração no setor financeiro), é importante pontuar que esse setor desempenhou um papel fundamental no crescimento econômico sem precedentes entre 1968 e 1973. Conforme mencionado anteriormente, a indústria estava com capacidade ociosa, de modo que o que precisava naquele momento era de crédito para o consumo, fornecido em grande escala pelas financeiras. Na outra ponta do processo produtivo, os bancos de investimento provinham o capital de giro necessário para expansão da produção industrial. Igualmente importante foi a estruturação do SFH, o qual possibilitou o *boom* no setor de construção civil, exatamente o terceiro vetor de crescimento nesse período. Para realizar investimentos, as empresas contavam com os seus (elevados) lucros acumulados e com a ampla liquidez no sistema financeiro internacional (especialmente as empresas estrangeiras). O governo Castelo Branco havia liberado empréstimos entre empresas situadas no Brasil e no exterior, bem como a tomada de crédito no exterior para repasse interno pelos bancos de investimento, bancos comerciais e BNDE (STUDART, 1995).

Assim, tudo parecia ir bem até 1974, quando se fizeram sentir os efeitos do chamado “primeiro choque do petróleo” sobre o balanço comercial brasileira, registrando um déficit de US\$ 4,7 bilhões naquele ano. Ao invés de desvalorizar o câmbio e adotar uma política de restrição da absorção interna, o governo Geisel decidiu lançar um ambicioso plano econômico, chamado de II Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND), que buscava dar continuidade ao processo de substituição de importações, com o foco nos setores de bens de capital e bens intermediários, cuja dependência nos últimos anos havia crescido. Os investimentos necessários para a realização desse plano eram capital-intensivos e de longo prazo de maturação, precisando de fontes de financiamento capazes de suprir essa demanda. Do ponto de vista interno, o forte crescimento econômico nos anos anteriores havia preenchido parte da capacidade instalada, chegando a quase 90% de ocupação média na indústria em 1973. Desse modo, para manter o ritmo de crescimento

de 10% a.a. como gostaria o governo, era necessário aumentar a taxa de investimento de 20,37% em 1973 para em torno de 25%.

Essa mudança na conjuntura econômica deixava exposto o fracasso das reformas financeiras em desenvolver um segmento privado de longo prazo no SFN. Com efeito, teria que se recorrer novamente às fontes públicas de financiamento, especialmente BNDE, que teve seus recursos incrementados pela transferência do PIS-PASEP, antes controlados pelo BNH. Todavia, diferentemente do que ocorria antes das reformas, quando os empréstimos se destinavam basicamente ao setor público (para o financiamento de empresas públicas e autarquias), nos governos militares, o BNDE foi progressivamente se afastando dessa função e se aproximando do setor privado. No governo Geisel essa política foi levada ao extremo, sob o argumento de “fortalecimento da perna fraca do tripé”, referente à empresa privada nacional (CRUZ, 2016).

Como se observa no Gráfico 6, o crédito do BNDE ao setor privado cresceu mais de 40% a.a. entre 1974-1979, ao passo que os bancos comerciais, os bancos de investimento e as financeiras apresentaram um incremento nos empréstimos próximo ou abaixo de 10% a.a. (houve uma contração no nível de crédito das últimas). Outras duas fontes domésticas importantes de capital de longo prazo para as empresas e famílias foram o BB e o SFH, registrando um aumento no crédito ao setor privado de mais de 15% a.a. entre 1974 e 1979.

Além do mais, o governo estimulou que as empresas tomassem crédito no exterior, aproveitando a liquidez no sistema financeiro internacional decorrente da reciclagem dos petrodólares, por meio das seguintes medidas: redução do prazo mínimo dos empréstimos tomados no exterior de dez para cinco anos; concessões fiscais sobre o pagamento de juros desses empréstimos e isenções do imposto de renda sobre operações financeiras; e manutenção das taxas de juros domésticas em patamares elevados (STUDART, 1995). As empresas estatais, principais responsáveis pelos investimentos do II PND (por conta do alto requerimento de capital e do longo prazo de maturação destes), sem poder contar com os recursos do BNDE e afetadas em sua capacidade de autofinanciamento pelo represamento de preços e tarifas - utilizado para controlar a inflação e para prover serviços de infraestrutura e bens intermediários a preços subsidiados ao capital privado (CRUZ, 2016) -, foram levadas a tomar crédito no exterior, com o objetivo de ajudar na correção do déficit do balanço de pagamentos.

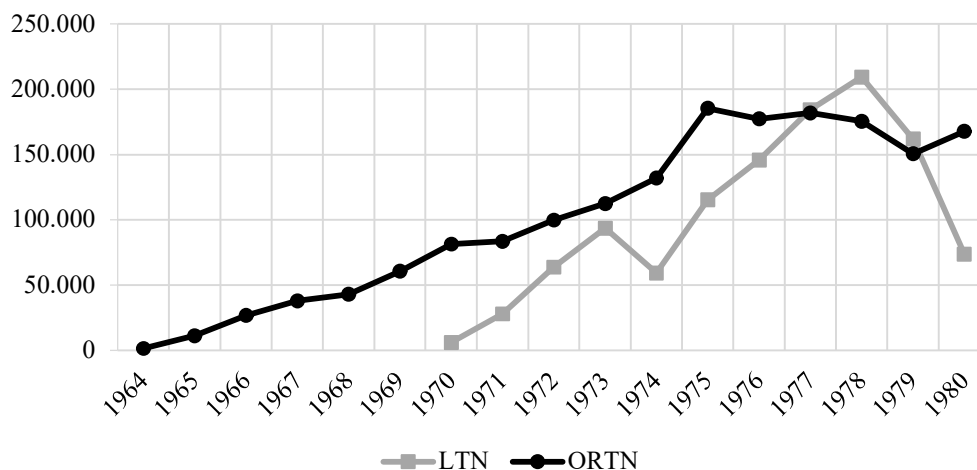
A partir do quadro descrito acima, fica claro que o crescimento do setor industrial se tornou ainda mais autônomo da provisão de crédito pelo setor financeiro privado nacional. No início do

ciclo do “milagre econômico”, em função da capacidade ociosa existente na indústria, o aumento da formação bruta de capital fixo não era tão fundamental para manter taxas de crescimento elevadas desse setor. Essas taxas poderiam ser alcançadas com o preenchimento da capacidade ociosa, com base no crédito ao consumo e de capital de giro. O aumento da demanda por bens industrializados proporcionado pelo crédito e pela concentração de renda induziu as empresas a realizarem novos investimentos (financiados com recursos próprios ou obtidos no exterior), gerando um ciclo virtuoso na economia. Contudo, esses investimentos não foram suficientes para impedir um aumento gradual da utilização da capacidade instalada. Assim, ao final desse ciclo, cresce a necessidade de novas inversões para manter um ritmo de expansão elevado. Além disso, sua complexidade também aumenta, de modo que eram necessárias novas fontes de financiamento para realizá-las. Como, apesar dos esforços para reverter esse quadro, o sistema financeiro privado nacional continuou atrelado principalmente ao curto prazo, coube às fontes públicas viabilizarem a continuidade do crescimento da indústria, ainda que em um patamar bem mais baixo do que no período anterior.

Ao mesmo tempo, as instituições financeiras se envolveram cada vez mais, a partir da segunda metade década de 1970, em operações especulativas. Como visto acima, até 1974, quando se observa o início de uma escalada inflacionária e, portanto, o aumento da incerteza acerca do valor real dos contratos, a demanda por ativos indexados, com exceção da caderneta de poupança, não era tão substancial, tanto que o governo permitiu que os bancos compusessem uma parcela de seus compulsórios com ORTNs e utilizou as instituições financeiras públicas para aumentar a demanda por esses títulos. Além disso, desenvolveu-se a chamada “carta de recompra”, para esses títulos se tornarem mais competitivos em relação aos ativos não-indexados, com prazos mais curtos. A carta de recompra era usada tanto na compra de títulos públicos por instituições financeiras (nesse caso, o BCB garantia a recompra do título a partir do 31º dia da aquisição) quanto entre essas instituições e seus clientes, dentro de um prazo ainda mais curto. Para se ter uma ideia, em 1977, 70% dos acordos de recompra eram realizados com vencimento de até 7 dias. No final da década de 1970, o coeficiente de rotatividade das LTNs (ou seja, o tempo que passar de um agente para outro) era de um pouco mais de 2 dias (MINELLA, André, 1995). Essas cartas de recompra ganham impulso justamente na segunda metade dos anos 1970, quando as operações de mercado aberto se tornam mais frequentes, em função da política monetária crescentemente contracionista adotada no período, e da maior demanda por ativos indexados, especialmente

depósitos de poupança e títulos públicos (ver Gráfico 5). O Gráfico 7, abaixo, mostra os patamares mais alto de emissões de ORTNs e LTNs atingidos nesse período.

Gráfico 7 - Evolução da emissão de títulos públicos federais (em milhões de reais), 1964 - 1980



Fonte: Elaborado pelo autor com base em IPEA (2021).

Notas: séries deflacionadas pelo IGP-DI.

Esse era um negócio extremamente lucrativo para os bancos, pois o retorno oferecido aos clientes (*overnight*) era menor do que o rendimento desses títulos (indexados à ORTN ou à taxa de câmbio), e praticamente sem risco. Para eliminar o risco de taxas nessas operações, o BCB tinha o compromisso informal de manter a taxa *overnight* abaixo da ORTN. Caso isso não fosse possível em virtude de uma necessidade de política monetária, o BCB recomprava os títulos antigos e vendia títulos novos com a remuneração adequada à nova taxa *over*. Outro fator que contribuiu para mitigar o risco das instituições na compra desses títulos foi o mecanismo conhecido como “zeragem automática”, que consistia na aquisição (venda) por parte do BCB, ao final do dia, da parcela de títulos que não tinha conseguido financiamento no mercado ou que as instituições não haviam conseguido prover (BARROS, 2016). Diante dessa oportunidade, e da crescente incerteza econômica relacionada ao aumento da inflação, não é nenhuma surpresa que os empréstimos para o setor privado tenham crescido menos a partir do período 1974-1979 (caindo no momento seguinte) e que as instituições financeiras tenham se refugiado em operações especulativas de curto prazo.

Para finalizar essa seção, cabe destacar o aspecto singular do sistema financeiro brasileiro em relação aos modelos apresentados no capítulo teórico, mais especificamente na subseção 2.3.1. De um lado tem-se o modelo anglo-saxão, no qual o mercado de capitais joga um papel decisivo no financiamento da acumulação de capital. Este tipo de sistema financeiro é chamado pela CTA de “especulativo”, por conta da menor proximidade entre as instituições financeiras e o setor industrial. De outro, associado aos casos alemão e japonês, está o modelo classificado como “funcional” por essa abordagem, em virtude da relação estreita e de longo prazo entre o setor financeiro e o setor industrial. Ao contrário do modelo anglo-saxão, os sistemas financeiros desses dois países são caracterizados pela predominância do crédito bancário no financiamento do setor industrial. No tocante a esse aspecto, o caso brasileiro se parece mais com o modelo “funcional” do que com o “especulativo”. Entretanto, o sistema brasileiro sempre foi mais focado no curto prazo, carecendo de um braço privado para o financiamento da acumulação de capital. As reformas do período 1964-1966 tentaram solucionar esse problema inspiradas no modelo anglo-saxão, ou seja, apostando no fortalecimento do mercado de capitais como uma fonte importante de recursos de longo prazo para o setor industrial, mas não tiveram êxito. Apesar de esse mercado ter apresentado um forte dinamismo entre 1969 e 1971, o longo período de queda do valor das ações nos anos seguintes levou o mercado primário a um ostracismo no restante do período analisado, praticamente eliminando sua função de capitalização empresarial.

A partir de 1968, com a chegada de Delfim Netto ao Ministério da Fazenda, mas, sobretudo, no governo Médici, a estratégia para o sistema financeiro sofreu uma inflexão. Esse governo apostou de forma mais clara na conglomeração financeira e na integração entre os setores industrial e financeiro como uma resposta para o problema de financiamento do investimento na indústria. Porém, essa estratégia também não deu certo, pois os bancos não se mostraram dispostos a correr o risco de enveredar em uma área bastante diferente de sua atividade principal, ainda mais quando surgia um circuito financeiro altamente rentável e seguro, formado pela comercialização de títulos públicos. Em momentos de aceleração inflacionária e aumento da incerteza, a demanda por ativos líquidos e que ofereçam alguma proteção contra a inflação cresce. Isso aconteceu, na parte final da década de 1970, tanto com os agentes financeiros quanto com não-financeiros. Nesse sentido, não obstante os conglomerados financeiros, liderados pelos grandes bancos, tivessem se constituído como a principal fonte de crédito para a economia, o comportamento deles foi um mercado por um viés especulativo e de curto prazo. Portanto, a estrutura do sistema financeiro brasileiro lembrava

mais o modelo “funcional”, pela predominância dos bancos, mas, na prática, o setor industrial e o setor financeiro acabaram se distanciando mais no final do período em análise, equivalentemente ao modelo “especulativo”.

3.4 POLÍTICAS MACROECONÔMICAS

Em 1962/1963, encerrava-se no Brasil um período de forte crescimento econômico e transformações estruturais, bem como aprofundavam-se alguns desequilíbrios macroeconômicos importantes. Em 1962, a variação do IGPC-Mtb ultrapassou a marca de 50% a.a., mesmo como uma série preços controlados sendo reajustados abaixo da inflação, como, por exemplo, alugueis, serviços de utilidade e a taxa de câmbio. O déficit primário do governo federal chegou a quase 3% do PIB, sendo financiado quase em sua totalidade pela emissão de moeda. E o balanço de pagamentos registrava sucessivos déficits desde 1957 (excetuando 1961), levando à acumulação de uma dívida externa de aproximadamente três bilhões de dólares em 1962, sendo que 19,6% dos juros e amortizações deveriam ser pagos em 1963 (RESENDE, 1982). Para continuar rolando essa dívida, os credores internacionais cobravam a realização de um programa de estabilização convencional por parte do governo brasileiro.

O Plano Trienal, lançado em dezembro de 1962 pelo governo João Goulart, procurava atender esses credores, sem, no entanto, afundar a economia em uma crise de estabilização. Por isso, apesar do potencial recessivo das medidas fiscais implementadas (sobretudo, corte dos dispêndios em praticamente um terço e retirada dos subsídios ao consumo, especialmente do trigo, dos combustíveis e dos lubrificantes derivados do petróleo), o referido Plano buscava evitar uma contração excessiva do crédito e da oferta de moeda. O crescimento programado para os meios de pagamento em 1963 era de 34%, compatível com uma expansão do produto de 7% e uma inflação de 25%. A escolha desse *mix* de política econômica (uma política fiscal mais contracionista e uma política monetária moderada) estava relacionada ao diagnóstico do processo inflacionário feito por Celso Furtado, responsável pela formulação do Plano Trienal. Surpreendentemente, Furtado elegeu como um dos culpados pela elevação do nível de preços os déficits públicos. De acordo com a argumentação presente no Plano, “[...] os déficits do Governo Federal levavam a um nível excessivo de emissão de papel-moeda, o que, por sua vez, pressionava os preços para cima.”

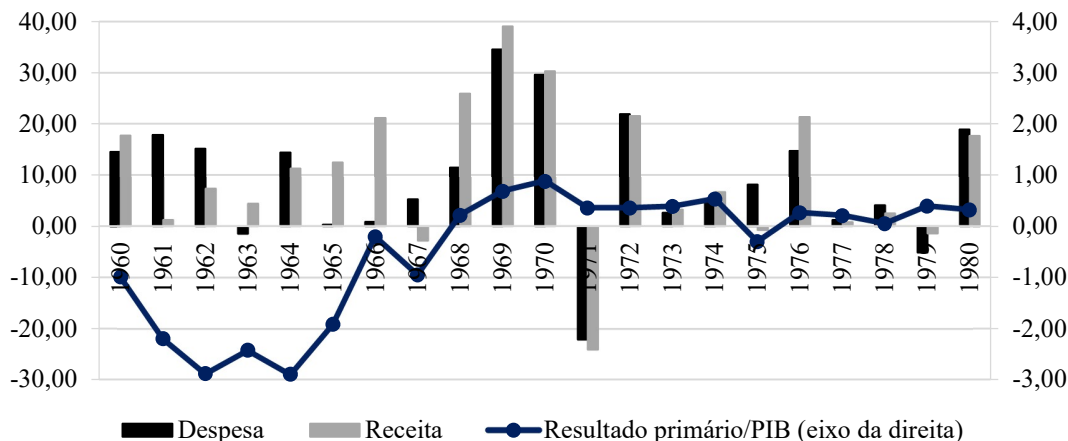
(BASTIAN, 2013, p. 143). Essa interpretação ia ao encontro da visão dos sumoqueanos, que assumiram o comando da economia no governo Castelo Branco.

Diante do fracasso do Plano Trienal para controlar a inflação e encaminhar a solução do desequilíbrio externo, em parte por razões políticas internas e externas ao País, o governo Castelo Branco tornou oficial, em novembro de 1964, o Programa de Ação Econômica do Governo (PAEG)⁴⁷. Ainda que o PAEG fosse em linhas gerais muito parecido com o seu antecessor, tinha algumas diferenças importantes, como a política salarial e a introdução da correção monetária. Como visto na seção sobre o mercado de trabalho, houve um forte arrocho do salário real entre 1964 e 1967, gerando principalmente uma queda dos preços industriais a partir da metade de 1965, quando a política salarial passou a abranger também o setor privado (BACHA, 1985). Por sua vez, a aplicação da correção monetária nos títulos públicos aumentou a demanda por eles, permitindo o financiamento não-inflacionário dos déficits públicos.

Segundo Campos (1994, p. 576), “Quanto às raízes do processo inflacionário, eu arguia [*sic*] que elas tinham variado no curso do tempo, mas ultimamente a responsabilidade primordial cabia os aos déficits governamentais e à continua pressão salarial”. Assim, além da mudança na forma de financiamento dos déficits, o PAEG estabelecia uma redução das despesas governamentais, por meio do corte de gastos não prioritários e correção dos déficits das autarquias e das sociedades de economia mista, e um aumento das receitas, proporcionado por uma reforma tributária, ampliando a base de incidência do imposto de renda e os impostos indiretos, e por uma retomada do crescimento econômico. O Gráfico 8 mostra que o Programa foi bem-sucedido nesses dois intentos. O crescimento das despesas foi praticamente nulo em 1965 e 1966, ao passo que as receitas começaram a crescer em um ritmo mais acelerado a partir de 1964, atingindo um incremento de 21,17% em 1966, impulsionado pelo crescimento do produto mais expressivo neste ano (6,7%).

⁴⁷ Embora tenha sido lançado oficialmente nessa data, muitas medidas que faziam parte do Programa já haviam sido implementadas ao longo de 1964 (BASTIAN, 2013).

Gráfico 8 – Taxas anuais de crescimento da receita/despesa e resultado primário do governo federal/PIB, 1960 - 1980



Fonte: Elaborado pelo autor com base em IPEA (2021).

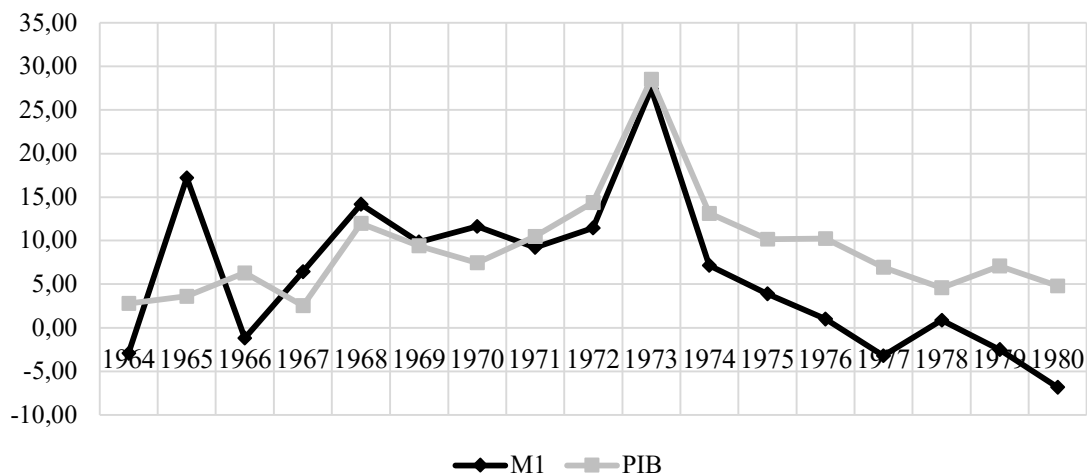
Notas: séries deflacionadas pelo deflator implícito do PIB.

A própria realização do ajuste fiscal contribuiria para um crescimento menos expressivo da oferta de moeda, de modo que não havia necessidade de uma política monetária e creditícia mais agressivas. Além disso, havia a preocupação que uma contração adicional do crédito, que já se encontrava em um nível real abaixo por conta da aceleração da inflação em 1963 e 1964, pudesse causar a insolvência do setor privado e prejudicar a retomada da atividade econômica. Segundo Resende (1982, p. 774), “O combate à inflação estava sempre qualificado no sentido de não ameaçar o ritmo de atividade produtiva”. Em 1964, o crescimento nominal dos meios de pagamento (M1) aumentou em relação ao ano anterior, registrando uma variação média no ano de 85,47% (contra uma expansão de 58,78% em 1963). É importante pontuar que o déficit do governo federal em proporção do PIB, apesar da recuperação das receitas, foi ainda maior em 1964 (2,90%), bem como continuou a ser integralmente financiado pela emissão de moeda, contribuindo para a expansão do M1. No entanto, a taxa de inflação medida pelo IGP-DI foi de 92,12%, devido aos efeitos da chamada “inflação corretiva” - correção dos preços que estavam defasados - e aos reajustes nos salários dos funcionários públicos civis (100%) e militares (120%) (RESENDE, 1982). Logo, o M1 apresentou uma contração real de 2,94% em 1964, mas, por resultar de um aumento da inflação e não propriamente de um esforço de contração do crescimento dos meios de pagamento, não se pode atribuir uma intenção contracionista à política monetária nesse ano.

Em 1965, a expansão nominal do M1 sofreu uma leve redução em relação ao ano anterior (82,82%). De acordo com Bacha (1985, p. 159), “Não é porque não se [*sic*] quisesse; tentaram reduzi-la, mas o plano foi muito bem-sucedido [*sic*] pelo lado do balanço de pagamentos também; criou-se um superávit no balanço de pagamentos e através dele houve um tremendo influxo de moeda para a economia”. No entanto, Lucinda e Arvate (2005) apresentaram novas evidências questionando essa interpretação, também presente nos trabalhos de Pastore (1973) e Resende (1982). Eles argumentam que Pastore e Resende teriam se baseado em dados errados para afirmar que as reservas internacionais cresceram em 1965. A série levantada por eles nas contas da SUMOC mostra que as reservas ficaram negativas desde 1958 até agosto de 1966. Diante dessas novas evidências, pontuam que o principal culpado pelo crescimento do M1 em 1965 parece ter sido os empréstimos do BB enquanto autoridade monetária. Se essa interpretação está correta, mais uma vez o CMN não teria demonstrado um ímpeto contracionista. A variação do IGP-DI caiu fortemente em 1965, registrando 34,24% de expansão média no ano, em função da excelente agrícola, da disseminação da política salarial e da queda de 4,7% do PIB da indústria de transformação (BACHA, 1985; RESENDE, 1982). O resultado foi uma expansão real do M1 de 17,20% nesse ano. Vale destacar que os empréstimos do BB e, especialmente, do conjunto de bancos comerciais ao setor privado também cresceram de forma substancial, apresentando taxas reais de crescimento de 10,80% e 29,94%, respectivamente.

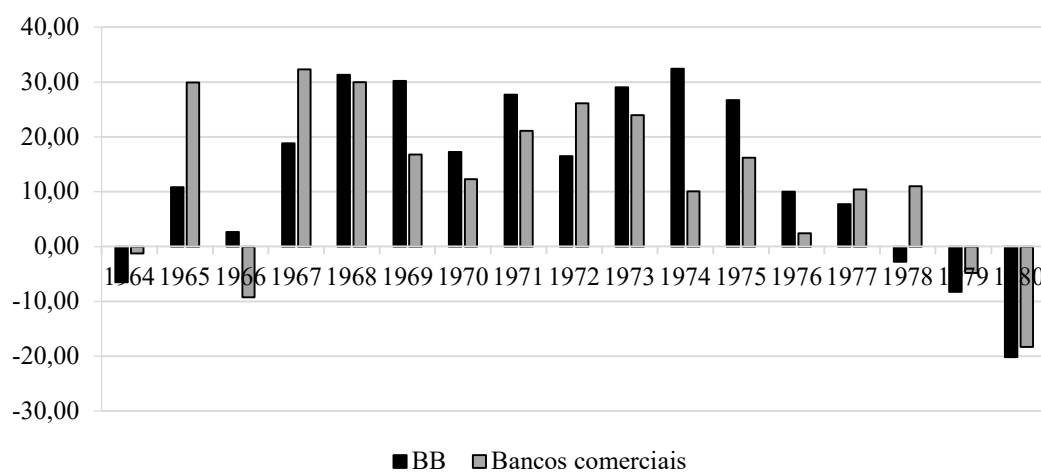
Finalmente, em 1966, nota-se um esforço por parte das autoridades monetárias de contrair os meios de pagamento e, sobretudo, o crédito, para atacar a inflação de forma mais assertiva. Resende (1982, p. 788) chama essa tentativa de “[...] a primeira verdadeira experiência com a ortodoxia monetarista”. Mas há que se ressaltar que nesse ano o déficit público foi integralmente financiado pelo lançamento de títulos no mercado, ajudando no esforço de contração monetária. O crescimento nominal do M1 foi de 35,21%, ao passo que a variação do IGP-DI aumentou um pouco em relação ao ano anterior (39,21%). Com efeito, houve uma contração real nos meios de pagamento de 1,20%. A expansão do crédito do BB ao setor privado, apesar de positiva, ao contrário dos empréstimos do conjunto dos bancos comerciais, foi pouco expressiva (2,67% em termos reais), corroborando a interpretação de que se procurou restringir a oferta de moeda e crédito nesse ano.

Gráfico 9 – Taxas anuais de crescimento do M1 e do PIB, 1964 - 1980



Fonte: Elaborado pelo autor com base em IPEA (2021).
Notas: séries deflacionadas pelo IGP-DI.

Gráfico 10 – Taxas anuais de crescimento dos empréstimos do BB e do conjunto de bancos comerciais, 1964 - 1980



Fonte: Elaborado pelo autor com base em IPEA (2021).
Notas: séries deflacionadas pelo IGP-DI.

O PAEG chegava ao fim, então, tendo conseguido controlar a inflação (embora a estabilidade inflacionária somente viesse a se consolidar a partir de 1968), reduzir e mudar a forma de financiamento dos déficits públicos e aliviar a situação das contas externas, por meio da expansão das exportações, favorecidas por uma taxa de câmbio mais realista, e da obtenção de novos empréstimos externos, resultante da boa vontade do governo norte-americano com o regime

militar brasileiro (HERMANN, 2011b; BASTIAN, 2013). Todavia, a taxa de crescimento média do produto de 4,2% a.a. havia ficado aquém da projetada pelo governo de 6% a.a. e muito abaixo da observada entre 1957 e 1961 (9,26% a.a.). Esta diferença no caso da indústria de transformação foi ainda maior (4,0% a.a. contra 11,36% a.a.), embora o crescimento desse setor tenha oscilado bastante no período do PAEG. Com base nisso e no índice de capacidade utilizada na indústria em 1970 (85,75%), atingido após um forte crescimento da indústria em 1968 e 1969, é possível especular que a capacidade ociosa em 1967, quando Costa e Silva assume a Presidência, era considerável.

Frente a esse novo cenário, o novo ministro da Fazenda, Delfim Netto, decidiu estimular abertamente o crescimento econômico por meio de políticas monetárias e creditícias expansionistas. O crédito do BB ao setor privado cresceu entre 1967 e 1973, em média, 24,39% a.a., ao passo que entre 1964 e 1966 havia crescido 2,30% a.a. A expansão do M1 também superou bastante a do período anterior: enquanto entre 1964 e 1966 os meios de pagamento apresentaram um incremento médio de 4,35% a.a., de 1967 a 1973, a expansão média foi de 12,88%. No entanto, é importante assinalar que tanto em um quanto no outro período esse crescimento esteve em consonância com o do produto, de modo que não se pode atribuir, do ponto de vista da expansão do M1, uma intenção às autoridades monetárias de contraírem radicalmente a oferta de moeda no primeiro período, nem tampouco de expandi-la para além das possibilidades permitidas pela economia no segundo.

Os gastos governamentais também cresceram a partir de 1967, especialmente em 1969, 1970 e 1972 (em média, 28,72% a.a.). Porém, essa expansão dos gastos foi levemente superada pela das receitas, de modo que em 1968 observa-se o primeiro superávit primário do período em questão. As contas do governo federal permaneceram superavitárias até 1975, ajudadas também pela utilização das estatais para realizar os investimentos em infraestrutura, cuja participação na formação bruta de capital fixo aumentou de 5,8% entre 1964 e 1967 para 10,8% entre 1968 e 1973, bem como pela ocultação, já nessa época, das despesas orçamentárias no orçamento monetário, tais como juros e correção monetária da dívida pública e subsídios embutidos no crédito subsidiado, especialmente para agricultura e exportação (LAGO, 2014; HERMANN, 2011b).

Por fim, cabe mencionar a mudança no regime cambial. Assim como os outros países signatários do Acordo de *Bretton Woods*, o Brasil mantinha, até 1968, o valor da moeda brasileira fixo ao dólar. De acordo com as normas estabelecidos no referido acordo, os países somente

deveriam desvalorizar a taxa de câmbio no caso de um desequilíbrio fundamental no balanço de pagamentos. Acontece que o nível de preços no Brasil crescia em um ritmo muito superior ao dos Estados Unidos, implicando em uma valorização da taxa de câmbio real. Em função disso, acumulavam-se déficits no balanço de pagamentos, revertidos, de tempos em tempos, por desvalorizações de grande magnitude no câmbio. Estas geravam um aumento ainda maior da inflação, instabilidade nas receitas de exportação e grandes movimentos especulativos no mercado de câmbio. Para corrigir esses problemas, adotou-se no Brasil, da mesma forma que em outros países latino-americanos, um sistema de minidesvalorizações cambiais, pelo qual o câmbio era reajustado periodicamente (em intervalos e magnitudes bem inferiores às do período anterior) pela diferença entre a inflação brasileira e norte-americana. Além de estimular as exportações, o novo regime teve um papel importante no controle da inflação (SIMONSEN, 1995).

A inflação era diagnosticada no período do “milagre econômico” como de custos. Assim como Campos, Delfim Netto enxergava que as causas da elevação do nível de preços tinham se alternado ao longo do período, mas argumentava que não fazia sentido falar em inflação de demanda em um momento em que a capacidade utilizada estava baixa. Nas palavras do Ministro,

Uma análise mais cuidadosa mostra que a inflação brasileira recente não pode ser explicada em termos de esquemas puros de inflação de demanda ou de custos, mas que estas duas formas de tensões se alternam no tempo, sendo possível localizar-se fases em que predominaram os estímulos da demanda ou o crescimento dos custos. Na verdade, a inflação de custos estava latente na economia, porém oculta pelo crescimento da demanda, e somente emergiu quando foi feito o controle da demanda.” (DELFIN NETTO, 1967⁴⁸ *apud* MACARINI, 2000, p. 4).

Adicionalmente,

Atualmente é difícil aceitar-se que um excesso de demanda possa ser a explicação única para a inflação brasileira. A existência simultânea de elevação de preços e estagnação demonstra uma inconsistência no diagnóstico da inflação de demanda, cuja característica principal seria o aumento dos preços acompanhado de níveis elevados de utilização da capacidade produtiva” (DELFIN NETTO, 1967 *apud* MACARINI, 2000, p. 4).

⁴⁸ DELFIN NETTO, Antônio. Análise do comportamento recente da economia brasileira. In: MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO E COORDENAÇÃO GERAL – MPCG. *Diretrizes de governo*. Brasília: jul. 1967.

Para controlar uma inflação de custos, medidas como um ajuste fiscal ou uma restrição do crédito e da oferta de moeda seriam muito pouco produtivas, além de serem custosas em termos de atividade econômica. Como a equipe econômica havia tomado a decisão de que o País deveria voltar a crescer em um ritmo acelerado, reduzindo de maneira muito gradual a taxa de inflação, optou-se por políticas anti-inflacionárias compatíveis com essa nova estratégia, como, por exemplo, a concessão de estímulos (financiamento público subsidiado e isenções fiscais) para o aumento da produção agrícola e o controle direto sobre os preços e as taxas de juros. O controle de preços já existia no período anterior, mas a equipe econômica de Costa e Silva tornou-o compulsório, de modo que todas as empresas que quisessem reajustar seus preços precisavam encaminhar uma justificativa para a Comissão Nacional de Estímulo à Estabilização de Preços (CONPEP), substituída posteriormente pela Comissão Interministerial de Preços (CIP). O critério fundamental na análise feita por elas era que o aumento de preços deveria refletir o mesmo movimento do lado dos custos de produção, mas também se levavam em consideração outros fatores, tais como: os níveis de rentabilidade; a influência na formação de preços de outros setores; a existência de monopólios ou oligopólios; e a ocorrência de anomalias no comportamento de setores, empresas ou estabelecimentos que fossem capazes de perturbar os mecanismos de formação de preços (LAGO, 2014).

Sobre as taxas de juros, Delfim Netto acusou os bancos de terem “se encastelado num mundo à parte, preferindo erguer monumentos de ferro e cimento, ingressando na especulação imobiliária para construir uma *Wall Street* [sic] subdesenvolvida na Avenida Paulista, para escárnio da indústria, comércio e agricultura, cujas necessidades eles ignoram” (*Visão*, 1969 *apud* MACARINI, 2000, p. 22-23). Do seu lado, o setor financeiro se defendia argumentando que o próprio setor produtivo era o responsável pelas taxas de juros elevadas, uma vez que especulavam com os recursos concedidos, por meio da formação de estoques (MINELLA, Ary, 1988). Para rebaixa-las, o BCB publicou uma série de resoluções aplicando redutores sobre as taxas praticadas e fixando taxas máximas de captação e aplicação em segmentos específicos do sistema financeiro. Ao mesmo tempo, adotou também uma abordagem mais sutil, manipulando coeficientes da composição dos depósitos compulsórios e o custo do redesconto em troca de uma redução dos juros (LAGO, 2014).

Em 1973, a economia como um todo e a indústria de transformação registraram as maiores taxas de crescimento do período do “milagre econômico” (13,97% e 16,62%, respectivamente).

Depois de cinco anos de crescimento espetacular, a capacidade ociosa que havia no final do governo Castelo tinha sido quase completamente consumida, de modo que o índice de utilização da capacidade instalada em 1973 encontrava-se próximo de 90%. Apesar de não aparecer nos dados oficiais divulgados pelo governo, por conta manipulação dos mesmos, a inflação já estava em tendência de alta nesse ano. O deflator implícito registrou uma variação de 29,58%, ao passo que a variação do IGPC-Mtb foi de apenas 14,69%.

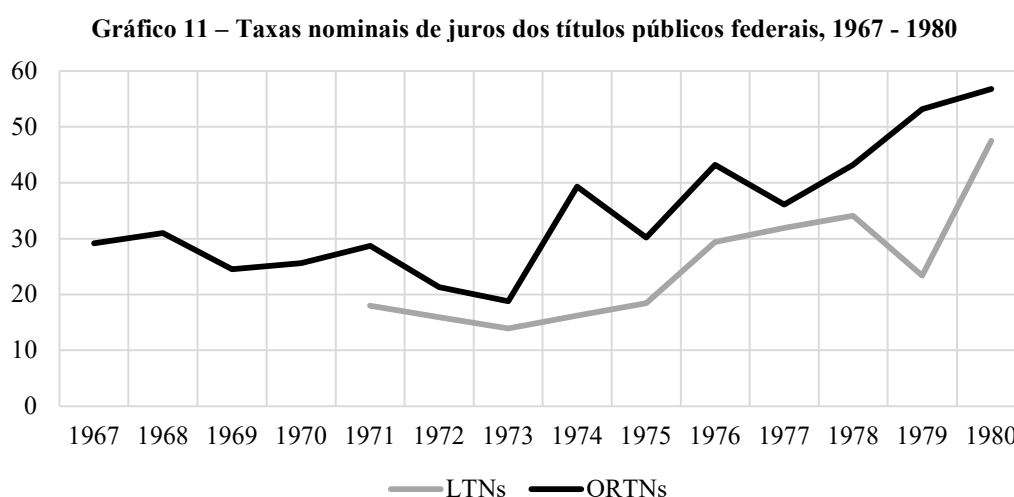
Desse modo, nos primeiros meses de seu período na Presidência, Geisel permitiu que o seu ministro da Fazenda, Mário Simonsen, realizasse um breve programa de estabilização, antes de retomar o crescimento em torno de 10% a.a. Segundo Fishlow (1986), eram poucos os que não acreditavam que o Brasil poderia continuar crescendo nesse ritmo; a euforia do “milagre econômico” ainda predominava, apesar da mudança importante ocorrida no cenário externo, com o primeiro choque do petróleo. Como mencionado na seção anterior, os países importadores dessa matéria-prima, como o Brasil, tornaram-se deficitários em sua balança comercial, sendo compelidos a realizar ajustes no valor da sua moeda e na absorção interna das economias, por meio de políticas contracionistas. Em função do clima de euforia e de questões políticas internas, os planos para o Brasil eram outros, mas ainda estavam em gestação e precisariam alguns meses para serem colocados em prática. Enquanto isso, Simonsen reduziu a taxa de crescimento real do M1 de 27,42% em 1973 para 7,17% em 1974, contando com a ajuda da queda das reservas internacionais, e aumentou a despesa do governo em apenas 5,0% neste ano, obtendo-se um superávit primário do governo federal de 0,53% do PIB. No entanto, os empréstimos do BB continuaram crescendo em um ritmo acelerado (32,41%) e foram concedidos financiamentos de liquidez para os bancos, por meio do redesconto, para minimizar os efeitos da quebra do Banco Halles, atrapalhando o esforço de contração monetária (CARNEIRO NETTO, 2014). No conjunto, portanto, pode-se afirmar que as ações do lado monetário foram apenas moderadamente contracionistas em 1974. É importante assinalar que o Ministério da Fazenda estava em uma posição subordinada à Seplan nessa época, em virtude do controle que esta possuía sobre a agenda do CDE. Chefiada por João Paulo dos Reis Velloso desde o final de 1969, a Seplan estava elaborando o II PND, para alavancar o crescimento da economia brasileira, e ofereceu certa resistência às medidas de estabilização implementadas por Simonsen, contribuindo para explicar talvez a adoção dessas medidas contraditórias.

Com a aprovação do II PND no final de 1974, “Ficava [...] selada a predominância da política de crescimento com base na reestruturação da oferta e na demanda folgada, sobre os ajustes de curto prazo.” (CARNEIRO NETTO, 2014, p. 253). Nesse contexto, a expansão dos empréstimos do BB, embora um pouco menor do que no anterior, seguiu em um patamar considerável (26,71%). Além do mais, criou-se um mecanismo de refinanciamento compensatório, por meio do qual, quando os meios de pagamento se encontrassem abaixo da previsão do Orçamento Monetário, o Banco Central emprestaria fundos aos bancos comerciais a juros de 6% a.a., sem correção monetária, a prazos de 90 a 150 dias, a fim de aumentar as reservas livres dos bancos e incentivá-los a emprestar (CARNEIRO NETTO, 2014). Apesar disso, o crescimento real do M1 foi novamente modesto em 1975 (3,90%), devido à contração de US\$ 1,2 bilhão das reservas internacionais. Com efeito, ao contrário do ano anterior em que parte das ações parecia apontar em sentido contrário às outras, em 1975, apesar da homogeneidade dos esforços no sentido de um estímulo ao crescimento, o resultado final, em termos de expansão monetária, não refletiu essa intenção.

As dificuldades de operacionalização do II PND, a aceleração da inflação e a deterioração das contas externas compuseram o quadro que levou ao abandono desse plano como norte da política econômica a partir de meados de 1976. Como consequência, as vozes contracionistas advindas do Ministério da Fazenda foram progressivamente ganhando proeminência sobre os ares desenvolvimentistas da Seplan, embora esta continuasse institucionalmente tão forte quanto antes. Isso sugere que, como afirma Macarini (2011), até mesmo o ministro Velloso parecia concordar que era necessária uma mudança de ruma da política macroeconômica para corrigir os problemas supracitados, sem, contudo, abandonar os investimentos prioritários do II PND.

O crescimento real do M1 foi de apenas 1,01% em 1976, -3,23% em 1977 e 0,86% em 1978, mesmo com o incremento das reservas internacionais nesses anos. Além disso, o crescimento dos empréstimos do BB ao setor privado, que vinha em um ritmo acelerado, passou a arrefecer a partir de 1976, tornando-se negativo em 1978. Portanto, tanto do ponto de vista da moeda quanto do crédito, nota-se um esforço de contração da liquidez na economia, ainda que o crescimento das outras formas do dinheiro (“dinheiro financeiro”), como os títulos públicos, colocasse por terra esse esforço (TAVARES, 1998). A forma utilizada para desacelerar o crescimento do crédito, além da elevação dos compulsórios, foi a liberação das taxas de juros, que até então eram controladas. A liberação e o conseqüente aumento dessas taxas tinham um duplo propósito: desaquecer a

demanda, por meio da diminuição dos empréstimos contraídos, e atrair capitais, a fim de financiar os déficits da conta de transações correntes. Porém, com a elevação dos juros, o custo do crédito aumentava e, dada a estrutura concentrada da economia brasileira, era repassado para os preços, gerando uma elevação da inflação, enquanto um dos propósitos da política econômica era justamente reduzi-la. Ademais, o influxo de capitais atraído para a economia foi maior do que a necessidade de financiamento das transações correntes, causando um aumento das reservas internacionais, que precisava ser esterilizado por uma colocação de mais títulos, aumentando a taxa de juros. Por conterem a expectativa de inflação para o futuro, esses títulos geravam mais resistência à queda da inflação, levando a ampliação dos juros e assim por diante (STUDART, 1995; TAVARES, 1998).



Fonte: Elaborado pelo autor com base em Studart (1995).

Pelas razões mencionadas acima, as políticas de contenção da inflação não geraram o resultado esperado: o IGPC-Mtb oscilou em torno de 40% entre 1976 e 1978. Com poderes ampliados, por conta de sua transferência para a chefia da Seplan no início do governo Figueiredo, Simonsen elabora um plano de estabilização que continha as seguintes ações: maior controle sobre a despesa e os investimentos das estatais; gradual redução dos subsídios às exportações, a ser compensada por uma aceleração da política de minidesvalorizações e por uma desvalorização real do câmbio em 1979; imposição de tetos muito rígidos e rigorosamente fiscalizados sobre a expansão global dos empréstimos bancários, reduzindo as operações do BNDE (COUTINHO e

BELLUZZO, 1983). Além disso, ele propunha que fossem feitas transferências fiscais explícitas para cobrir os subsídios, em vez de seu tratamento de seu tratamento implícito no Orçamento Monetário (FISHLOW, 1986). Contudo, o plano sofreu forte oposição de setores que o consideravam excessivamente contracionista, tais como: das indústrias de bens de capital e de material eletroeletrônico, ansiosas para preencher a capacidade instalada durante o II PND; das estatais, que resistiam ao controle de suas operações; e da agricultura, cujas pequenas safras reforçavam o pleito de crédito subsidiado e abundante (COUTINHO e BELLUZZO, 1983; FISHLOW, 1986). Em razão disso, Figueiredo, que estava procurando de todas as formas agradar as classes empresariais, substituiu Simonsen por Delfim Netto, com um discurso mais afeito às frações insatisfeitas

Ao contrário de Simonsen, Delfim Netto negava a necessidade de redução do crescimento do produto para estabilizar a economia, apesar da piora expressiva no cenário externo com o segundo choque do petróleo e a elevação das taxas de juros norte-americanas. O programa implementado entre o final de 1979 e o início de 1980 continha algumas medidas com impacto inflacionário, como a mudança na política salarial, com a introdução de reajustes semestrais e diferenciados por faixa de salário; a correção de uma série de preços defasados do setor público, de modo a recuperar a capacidade de autofinanciamento das estatais e recuperar o investimento público; e a retirada dos subsídios fiscais à exportação de manufaturados acompanhada de uma maxidesvalorização cambial de 30%, a fim de mitigar os déficits fiscal e de transações correntes. Convencido de que a inflação era predominantemente de custos, Delfim Netto apostou na imposição de um redutor de 10% sobre as taxas de juros dos empréstimos, em um controle mais rígido dos preços e na prefixação da correção monetária e da desvalorização cambial (em 45% e 40%, respectivamente) para controlar a inflação (MACARINI, 2008; FISHLOW, 1986).

Apesar de o Brasil ter obtido elevadas taxas de crescimento em um cenário de desaceleração da economia mundial (6,76% em 1979 e 9,20% em 1980), a inflação ultrapassou os três dígitos. A maxidesvalorização foi rapidamente corroída pela inflação, contribuindo pouco para resolver a dramática situação externa da economia brasileira. Em 1979 e 1980, o superávit da conta capital não foi suficiente para cobrir o déficit das transações correntes, gerando uma perda significativa de reservas internacionais nesses dois anos. À esta altura (1980), a dívida externa do Brasil já estava em US\$ 57,35 bilhões e os credores internacionais estavam resistentes a renovar os débitos sem que houvesse uma mudança de rumo da política econômica (HERMANN, 2011a; MACARINI,

2008). Delfim Netto, então, é forçado a voltar atrás, liberando as taxas de juros, abandonando a prefixação da correção monetária e cambial, fixando um crescimento nominal abaixo da inflação para os investimentos das estatais e exercendo um controle quantitativo do crédito, com meta de expansão nominal dos meios de pagamento de 50%, entre outras medidas (BRESSER-PEREIRA, 2015). Como resultado, os meios de pagamento em 1980 aprofundaram a queda observada em 1979 (-6,85% ante - 2,49% no ano anterior), enquanto o crédito do BB ao setor privado apresentou uma retração de 8,27% e 20,19% nesses dois anos.

3.5 INTERPRETAÇÃO DA CONDUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA

A condução da política monetária no período 1964-1980 pode ser dividida em três fases, embora haja inflexões menos importantes durante essas. Na primeira fase, entre 1964 e 1966, a política monetária foi moderadamente contracionista. Embora os meios de pagamento tenham crescido, em termos reais, 4,35% a.a. em média e os empréstimos do BB ao setor privado, apenas 2,30%, esses números refletem muito mais o comportamento de outros fatores que os influenciaram, como a própria instabilidade inflacionária, os déficits públicos (mais particularmente, o crescimento da oferta de moeda decorrente desses déficits) e possivelmente as reservas internacionais, do que um esforço de contração monetária, ao menos na maior parte do tempo.

Em um contexto com uma variação acumulada do IGPC-Mtb no primeiro trimestre equivalente à uma inflação de mais de 90% a.a., dificilmente encontrar-se-ia alguma estratégia de estabilização que não implicasse em um certo grau de retração da demanda, levando em consideração também que uma série de preços estavam represados, entre os quais a taxa de câmbio, e que precisariam ser corrigidos para recuperar a rentabilidade desses setores e, no caso da taxa de câmbio, reequilibrar o balanço de pagamentos. Todavia, ainda que, só para fins de argumentação, aceitássemos que existe a tal estratégia com custo zero, muito possivelmente ela não seria aplicada. O Brasil precisava contratar novos empréstimos externos e renegociar os antigos se quisesse continuar rolando sua dívida externa e, para isso, precisava adotar políticas ao gosto dos credores internacionais (leia-se, particularmente, políticas fiscal e monetária contracionistas). Para demonstrar como o leque de escolhas era reduzido, mesmo Celso Furtado, que defendia estratégias criativas e não ortodoxas para superar os problemas de curto prazo, teve que se render ao poder das

circunstâncias. Em seu livro de memórias, ele lembra que, no Plano Trienal, “tivera o cuidado de incluir um conjunto de providências estabilizadoras que estavam longe de ferir a sensibilidade ortodoxa dos técnicos do FMI” (FURTADO, 1997⁴⁹ *apud* BASTIAN, 2013, p. 158).

É importante lembrar que, com a posse de Castelo Branco, voltavam para o comando da economia figuras conhecidas do pensamento liberal e monetarista no País, como Campos, Bulhões e outros. Estes pensadores estavam ligados à SUMOC e constituíam referências intelectuais da maior importância para o grupo de economistas que havia se formado nessa instituição. Todos eles defendiam políticas macroeconômicas contracionistas como forma de combater a inflação. No CMN, os sumoqueanos juntos com os representantes do setor financeiro formavam maioria e parecia haver um grande entrosamento entre os dois grupos, especialmente entre os seis membros com mandato. Essa maioria estava então, supostamente, em condições de impor a sua linha de ação caso fosse necessário. Por conta da homogeneidade ideológica no conjunto do CMN (incluindo os representantes do governo), essa hipótese nunca foi testada e não se sabe se a independência da autoridade monetária, garantida por essas condições, era substantiva.

Tudo isso levaria o(s) sujeito(s) que analisam a evolução da política econômica, seja do ponto de vista da teoria econômica professada pelos formuladores de política, seja pelo ângulo puramente da dominação das classes sociais sobre o Estado (o que chamamos de “instrumentalismo”), a imaginar que a política monetária foi a mais ortodoxa possível. Quanto ao segundo tipo de análise, julgamos que um dos erros está em tratar os interesses das classes sociais isolados da estrutura econômica, o que pode gerar equívocos sobre os reais interesses das classes em um determinado contexto. No caso em análise, poder-se-ia supor, a partir desta perspectiva, que o setor financeiro desejava uma política monetária ultra contracionista para estabilizar a inflação e recuperar a rentabilidade dos ativos financeiros, prejudicada pela combinação entre Lei da Usura e inflação alta. Embora possivelmente seja verdade que o setor financeiro quisesse uma inflação mais baixa por esse e outros motivos, sugerimos que não era do seu interesse uma política monetária que, para atingir esse objetivo, contraísse gravemente o nível de atividade econômica, pois nessa época os empréstimos para a produção e consumo de bens tangíveis constituía sua

⁴⁹ FURTADO, C. *Obra Autobiográfica de Celso Furtado*. São Paulo: Paz e Terra, 1997.

principal atividade. Dito de outra forma, não havia ainda um circuito financeiro “especulativo” que permitisse aos bancos manterem sua rentabilidade em um momento de desaceleração econômica.

Por isso, sugerimos adicionalmente que o sistema financeiro brasileiro, na segunda metade dos anos 1960 e na primeira metade da década de 1970, pode ser chamado de “funcional”, ainda que houvessem fracassado as tentativas de constituir um segmento privado de longo prazo e grupos econômicos que integrassem banco e indústria. Os bancos no Brasil estavam acostumados a oferecer empréstimos de curto e médio prazo para empresas e consumidores, tendo sido seguidos nesse direcionamento pelas instituições financeiras que surgiram com as reformas financeiras. Não obstante, ambos foram de vital importância para o crescimento econômico no período do “milagre econômico”, cuja particularidade foi a dispensabilidade de uma fonte importante de recursos de longo prazo, e se beneficiaram fortemente do dinamismo do setor industrial.

Nessa segunda fase, que vai de 1968 a 1973, as políticas monetária e creditícia tornaram-se expansionistas. Do ponto de vista estrutural/institucional, houve duas mudanças importantes em relação ao primeiro período. Primeira, no início do período anterior, o ritmo acelerado de crescimento dos salários poderia justificar um apoio circunstancial do setor industrial a políticas de estabilização, que desaquecessem o mercado de trabalho e revertessem essa tendência dos salários, contanto que não gerassem uma retração exagerada da demanda. Como visto, as circunstâncias autoritárias da época permitiram que o governo intervisse diretamente no nível de salários, promovendo um forte arrocho nos primeiros anos do regime militar. Em 1968, diante das críticas a essa política, o regime fez alterações na fórmula de cálculo dos salários, mas que não foram suficientes para que acompanhassem o crescimento da produtividade. Portanto, não havia mais entraves do lado do mercado de trabalho para que a acumulação de capital ocorresse de maneira suave, sem que fossem necessárias, do ponto de vista dos capitalistas industriais, interrupções ocasionais para frear a expansão salarial.

Segunda, o governo Costa e Silva acabou com qualquer dúvida que houvesse a respeito da possibilidade de a autoridade monetária adotar uma política autônoma da linha determinada pelo governo. A partir de então, ficava claro que quem mandava na política monetária era o governo e, mais particularmente, o ministro da Fazenda. A hegemonia financeira sobre o CMN também parecia ter chegado ao fim, em função do próprio perfil da equipe econômica que entrava e da ampliação desse colegiado.

Contudo, é importante destacar que a mudança no contexto, com a redução da inflação para aproximadamente 20% a.a. a partir de 1968, o sucesso nas negociações em torno da dívida externa feitas pela gestão anterior e o equilíbrio temporário do balanço de pagamentos, o equilíbrio nas contas públicas e a existência de capacidade ociosa, também desempenhou um papel fundamental na reorientação das políticas macroeconômicas nessa fase. Esse novo contexto possibilitou uma política monetária expansionista, com amplos benefícios para todas as frações do capital, pudesse ser implementada.

Na terceira fase, vivenciada a partir de 1976, o contexto era outro. A inflação estava em trajetória ascendente e as dificuldades para o equilíbrio do balanço de pagamentos, diante do primeiro choque do petróleo, acumulavam-se. Nesse contexto, a política monetária foi usada também para atrair capitais, gerando uma contração média do M1 de 2,14% entre 1976 e 1980 e dos empréstimos do BB ao setor privado de 2,72%. Porém, aconteciam também algumas mudanças importantes do ponto de vista estrutural que propiciaram a base social para que esse aperto monetário fosse implementado.

Em função da mudança da política salarial em 1974 e da maior liberdade e ativismo do movimento sindical, que resultaram em aumentos salariais oficiais (via nova política salarial em 1979) e extraoficiais (reajustes maiores obtidos com as greves), entre 1975 e 1978, pela primeira vez desde o início da série histórica analisada, que começa em 1955, o salário real na indústria de transformação cresceu consistentemente acima da produtividade, encolhendo a participação dos capitalistas na renda. Nas condições da época, um endurecimento da política salarial não parecia ser mais politicamente viável, uma vez que levaria a um esvaziamento ainda maior da legitimidade e apoio do governo, em um momento em que ele precisava de ambos para levar seu projeto de distensão política adiante. Desse modo, o regime militar precisou abandonar seu método usual para rebaixar os salários e adotar a via indireta, por meio de uma política monetária contracionista.

Embora extrapole o objeto dessa seção, vale notar a coincidência temporal entre a pressão sobre os lucros e a maior intensidade da campanha contra a estatização da economia e, a partir de 1977, a adesão dos empresários ao movimento da sociedade civil pela redemocratização do País. Apesar dos esforços feitos por Geisel para fortalecer a “perna fraca do tripé” (ou seja, a empresa privada nacional), esses empresários foram se tornando cada vez mais críticos ao governo. Havia razões políticas para isso, uma das quais a exclusão dos empresários dos centros decisórios de

política econômica, mas não se pode descartar a hipótese que um *profit-squeeze* contribuiu para insatisfação empresarial e depois para o rompimento com o regime militar.

Outra mudança estrutural importante foi o maior distanciamento do sistema financeiro do setor industrial nessa época. De um lado, isso foi resultado da própria fase de desenvolvimento da economia, na qual foram realizados grandes projetos de investimento para que a economia mantivesse o mesmo ritmo de crescimento do período anterior e superasse o problema da restrição externa. O capital para esses empreendimentos foi obtido no exterior e por meio das instituições financeiras públicas (no caso exclusivamente do setor privado). Portanto, enquanto no período anterior o forte crescimento econômico não teria ocorrido sem a participação das instituições financeiras privadas, no período do II PND, tais instituições não jogaram um papel importante no financiamento do investimento realizado pelo setor industrial. De outro lado, havia se criado ao longo da década de 1970, principalmente a partir de 1974, um mercado de títulos públicos extremamente rentável e seguro para o sistema financeiro, uma vez que o Estado garantia o lucro desse setor nessas operações. Esse circuito financeiro especulativo cresceu ainda mais na década de 1980, mas já nessa época oferecia um porto seguro para os bancos que preferissem mais liquidez em um momento de escalada inflacionária e de incertezas crescentes. Seu comportamento, então, pôde se tornar cada vez mais predatório e menos preocupado com a saúde do restante da economia.

4 CONCLUSÃO

A política monetária no Brasil vem sendo objeto de intensas polêmicas nos últimos anos, diante do fato surpreendente que, desde 1995, o Brasil saiu apenas por curtos períodos das primeiras colocações do *ranking* de taxa reais de juros no mundo, ficando atrás apenas de países marcados por grande instabilidade política e econômica. Mais surpreendente ainda é o fato de o Brasil amargar essas posições depois ter alcançado a estabilidade de preços e de ter obtido consideráveis superávits primários ao longo dos anos 2000. Após a crise financeira de 2008, o mundo desenvolvido e parte dos países em desenvolvimento convergiram para taxas reais de juros negativas, enquanto o Brasil continuava ostentando taxas reais de juros fortemente positivas. A única tentativa real de acabar com esse reinado dos juros altos, entre 2012 e 2013, foi logo abandonada, em função da forte pressão do mercado financeiro. Diante disso, uma série de trabalhos, entre os quais Bresser-Pereira (2007), Erber (2011), Ferrari Filho e Milan (2018) e Bresser-Pereira, Paula e Bruno (2019), vem defendendo que o alto patamar da taxa de juros pode ser explicado pelo poder que os rentistas têm sobre o banco central.

Para aprimorar esse tipo de análise, é essencial que tenhamos uma teoria que possa guiar a investigação empírica. Acreditamos que a presente tese pode contribuir nesse sentido, mostrando caminhos que podem ser trilhados por outros para avaliar tanto o momento mais próximo do presente quanto momentos anteriores da economia brasileira.

Certamente, há ainda um trabalho a ser realizado do ponto de vista teórico. A CTA parece ser uma abordagem promissora, mas pode ser enriquecida e adaptada para as economias em desenvolvimento e para a fase presente do desenvolvimento do capitalismo, de financeirização das economias. No capítulo 2, apresentamos alguns pontos em que ela pode ser aperfeiçoada, notadamente:

- a) na discussão sobre autonomia do banco central. Essa abordagem parece sugerir que, quando o banco central se torna institucionalmente independente do governo, ele não sofre mais influências do governo e das outras frações sociais, senão dos capitalistas financeiros. Em nossa visão, esse é um raciocínio falacioso, por uma série de razões: (i) o banco central precisa cumprir um mandato que não é determinado por ele e sim pelo parlamento, limitando consideravelmente a

margem de manobra dessa instituição; (ii) em alguns países, como no Brasil, o banco central decide conjuntamente com o governo as metas a serem perseguidas por aquele; (iii) é o governo que define uma série de outras políticas que influenciam no comportamento da autoridade monetária, como as políticas fiscal, cambial e a regulamentação ou não sobre os fluxos de capitais; (iv) o conflito distributivo entre trabalhadores, capitalistas industriais e rentistas influencia na definição das variáveis com as quais o banco central trabalha, como a inflação. Portanto, por mais que a independência institucional do banco central elimine os canais diretos de pressão dessas forças, a política monetária continuará sendo influenciada por elas, de modo que, mesmo nessa situação, as análises devem levar em conta as características estruturais da economia e a correlação de forças na sociedade;

- b) na consideração dos constrangimentos estruturais que operam sobre o banco central. A CTA reconhece esses constrangimentos, especialmente o oriundo da inserção internacional da economia. Entretanto, não há uma discussão mais aprofundada a esse respeito. Por isso, trouxemos as considerações teóricas de Brunhoff (1978). Segundo essa autora, uma das funções primordiais do Estado é garantir a estabilidade do equivalente geral da economia, de modo a permitir a realização das trocas no plano nacional e internacional e, por conseguinte, a reprodução da acumulação de capital. Nesse sentido, em determinadas situações, a realização de políticas macroeconômicas contracionistas não deve ser atribuída simplesmente à influência da fração financeira do capital sobre a autoridade monetária, ainda que essa fração seja a que mais se beneficia com esse tipo de política. Como dito nas considerações finais do capítulo 2, não há uma regra geral para se estabelecer até que ponto determinada política foi imposta pelas circunstâncias ou fruto de uma pressão de algum grupo, reforçando a necessidade de uma análise detalhada do contexto econômico e política da época, bem como da real margem de manobra do banco central naquela situação;
- c) a respeito dos mecanismos de transmissão da taxa de juros. A CTA considera tão somente o efeito da taxa de juros sobre a demanda agregada, ignorando o canal dos custos de produção. Assim, de acordo com essa abordagem, o capitalista

industrial que se depara com um mercado de trabalho neomarxista será contrário à uma política monetária expansionista, uma vez que pode levar a um maior crescimento dos salários e uma pressão sobre os lucros. No entanto, se for considerado que essa política também gera uma redução dos custos de produção, a preferência dessa fração dependerá da comparação entre a redução dos lucros totais e o aumento da sua participação nestes *vis-à-vis* os capitalistas financeiros. Mais importante, essa inserção da taxa de juros como parte dos custos de produção, como sugerem os sraffianos, permite integrar os dois estágios da distribuição de renda, pois um aumento dos juros pode afetar os salários (caso seja repassado para os preços), e a integração do conflito entre capitalistas financeiros e trabalhadores, que no esquema marxiano convencional somente ocorre de maneira indireta, através do efeito do nível de salários sobre a mais-valia total, repartida entre capitalistas industriais e financeiros.

De maneira geral, consideramos que a CTA deveria ser combinada com uma análise mais profunda acerca da natureza do Estado no sistema capitalista, a fim de evitar os dois primeiros problemas mencionados acima.

Longe de ser neutro, o Estado no regime militar brasileiro demonstrou um forte viés de classe em sua atuação. Talvez o exemplo mais claro disso seja o tratamento dispensado aos salários e ao movimento laboral. Ao contrário de outros preços que foram corrigidos de acordo com a inflação vigente, adotou-se uma política salarial cuja consequência lógica era o crescimento dos salários abaixo da inflação nos anos iniciais de sua implementação. Isto é, o arrocho salarial praticado não foi um resultado inesperado, ocorrido em virtude de circunstâncias desfavoráveis, e, sim, uma peça chave na estratégia de estabilização inflacionária. Essa interpretação é reforçada pela falta de iniciativa da equipe econômica, até 1968, para corrigir as subestimativas grosseiras da inflação na fórmula de cálculo dos reajustes. No mesmo sentido, o regime militar atuou de forma incisiva para minar a combatividade do movimento sindical, buscando reverter o avanço obtido por esse movimento no princípio da década de 1960 e criar uma nova espécie de sindicalismo, que um tivesse um espírito cooperativo e apolítico. O crescimento controlado dos salários aliado ao “silenciamento” do movimento sindical permitiram que os capitalistas, de forma geral, vivessem uma época de ouro até aproximadamente a metade da década de 1970.

A própria constituição dos aparelhos de Estado mostra quão alinhado ele estava aos interesses da classe capitalista. Os representantes dessa classe estavam presentes em todos os órgãos e agências importantes de formulação de políticas, com exceção do período Geisel. No CMN, além dos assentos destinados aos representantes da iniciativa privada, foram criadas comissões consultivas que buscavam aprimorar os canais de escuta dos interesses privados. Sob a égide da maior centralização decisória, o Estado no regime militar brasileiro nunca foi totalmente independente dos industriais e dos banqueiros, como demonstram a Lei da Reforma Bancária, o apoio estatal ao processo de centralização de capitais no sistema financeiro, a instituição do FGTS, entre tantas outras iniciativas que vieram ao encontro dos interesses dessas frações sociais.

A política monetária apresentou duas inflexões importantes no período analisado: uma na transição do período do PAEG para o do “milagre econômico” e outra, mais significativa, deste período para a segunda metade da década de 1970. Em relação à primeira, argumentamos que o contexto econômico e político da primeira metade da década de 1960, marcado pelos desequilíbrios interno e externos da economia e pela necessidade de obtenção de recursos para a rolagem da dívida externa, é um elemento fundamental para explicar a contração moderada das políticas monetária e creditícia no período 1964-1966. Logo, não se pode entender a transição para uma política expansionista, a partir de 1967-1968, sem considerar a mudança na conjuntura na qual essas ações foram tomadas. Um segundo fator que contribuiu para esse viés contracionista no primeiro período era a percepção empresarial de que os salários estavam crescendo de forma desordenada e além das possibilidades da economia. Com o arrocho salarial produzido nos primeiros anos do regime militar e o crescimento dos salários bem abaixo da produtividade nos anos seguintes, a possibilidade de *profit-squeeze*, por conta de um cenário de prosperidade econômica, deixou de ser motivo de preocupação para os capitalistas até a segunda metade da década de 1970, permitindo uma mudança de atitude por parte das autoridades monetárias. Durante esses dois primeiros períodos, especialmente na fase do “milagre econômico”, o sistema financeiro jogou um papel extremamente funcional para a acumulação de capital, não obstante o financiamento de capital de longo prazo dependesse fundamentalmente dos lucros retidos e de recursos tomados no exterior.

É claro que a orientação teórica mais próxima do desenvolvimentismo do ministro Delfim Netto, em contraste com a visão liberal e monetarista dos sumoqueanos, teve algum peso nessa mudança de orientação da política econômica, mas, em nossa visão, foi menor do que se imagina. Embora Delfim Netto tenha dado mais ênfase ao combate da inflação de custos, ele não negava

que existiam elementos do lado da demanda que justificaram uma política mais contracionista no período anterior. Além disso, não foi fiel ao diagnóstico de inflação de custos durante toda sua gestão, tendo adotado, ao longo do ano de 1969, segundo Macarini (2000), um pacote de medidas bastante convencional para disferir um “golpe mortal” na inflação, como disse a equipe econômica à época. Porém, frente aos resultados decepcionantes e à mudança de governo, essa iniciativa deflacionária foi abandonada ainda nesse ano, não transparecendo de forma tão clara nos dados anuais. Uma observação semelhante pode ser feita em relação à equipe econômica do governo Castelo. Se fosse verdadeiramente fiel à sua concepção teórica, o peso dado à estabilização do produto teria sido menor, bem como a tolerância com um certo patamar de inflação.

Quanto à inflexão na política monetária no princípio da segunda metade da década de 1970, defendemos que, além da escalada inflacionária e dos déficits em transações correntes, as mudanças ocorridas no mercado de trabalho e no sistema financeiro também desempenharam um papel importante na explicação da orientação contracionista que essa política apresentou a partir de então, pois tornou-a mais aceitável para os interesses dominantes na sociedade. Com o esmagamento dos lucros promovido pelo crescimento mais expressivo dos salários e sem a possibilidade da adoção de uma política salarial rígida como no passado, um crescimento menos expressivo da economia, proporcionado por políticas menos expansionistas, poderia trazer um alívio para o setor industrial. Esse tipo de política era especialmente oportuno para os setores que não lideraram o ciclo de investimentos do II PND e para os grandes empresários que buscavam refúgio nas atividades especulativas com títulos públicos, diante de um cenário de crescente instabilidade macroeconômica. As operações com títulos públicos se tornaram uma fonte de lucros expressivos para os bancos, com risco praticamente zero. Desse modo, a relação entre o desempenho do setor industrial e do setor financeiro se tornou cada mais frágil, aumentando a atratividade de uma política monetária contracionista para este setor.

Mais uma vez, a concepção teórica do ministro que ocupava a posição mais importante na área econômica nessa época (Reis Velloso) não parece ter sido um empecilho para a adoção de um curso de política econômica que não era totalmente condizente com as ideias dele, demonstrando que outros fatores foram determinantes nessa escolha.

Por fim, cabe mencionar as limitações mais importantes dessa tese e possibilidades de desenvolvimentos futuros. Talvez a maior limitação seja o curto espaço de tempo analisado. Em função da própria natureza do estudo realizado, focado em transformações estruturais, as quais

geralmente levam mais tempo para se consolidar, seria interessante comparar o período 1964-1980 com o período mais recente da economia brasileira. Acabamos não conseguindo tratar do período mais recente, como era o projeto inicial da tese, por conta da abrangência do tipo de análise requerido pelo referencial teórico adotado, envolvendo diferentes aspectos econômicos, institucionais e sócio-políticos. Além de estender o período analisado, uma outra estratégia interessante seria a de comparar o caso brasileiro com os de outras economias em desenvolvimento. Nesse sentido, o período dos anos 2000 constitui um campo fértil para esse tipo de estudo, uma vez que diversas economias latino-americanas adotaram praticamente o mesmo arcabouço de política monetária, constituído por um banco central independente e pelo Regime de Metas de Inflação, mas o BCB parece ter apresentado um comportamento mais conservador do que os demais bancos centrais na região, de modo que possivelmente fatores políticos e estruturais ajudam a explicar essa diferença.

Embora tenhamos feito um esforço para tratar da forma menos superficial possível cada um dos fatores abordados, a abrangência da análise nos obrigou a fazer algumas simplificações, como a divisão da estrutura social em trabalhadores, capitalistas industriais e capitalistas financeiros. Como se sabe, há uma série de outras frações que podem ser derivadas de capitalistas e trabalhadores. No caso em questão, a distinção entre capital nacional e internacional poderia gerar uma análise um pouco mais próxima da realidade do período, uma vez que as empresas transnacionais tinham uma participação bastante importante na indústria brasileira. Espera-se que essas e outras insuficiências não tenham influenciado decisivamente no resultado final e também que a visão mais global oferecida acerca dos determinantes da política monetária tenha servido para compensá-las de alguma forma.

REFERÊNCIAS

- ALMEIDA, F. L. *Política salarial, emprego e sindicalismo: 1964/1981*. Petrópolis: Vozes: 1982.
- ALMEIDA, M. H. T. O sindicalismo brasileiro entre a conservação e a mudança. In: SORJ, B.; ALMEIDA, M. H. T. *Sociedade e política no Brasil pós-1964*. Rio de Janeiro: Centro Edelstein de Pesquisas Sociais, 2008.
- ARESTIS, P.; SAWYER, M. Introduction. In: ARESTIS, P; SAWYER, M. (eds.). *The Elgar companion to radical political economy*. Aldershot: Edward Elgar, 1994.
- ARGITIS, G. Intra-capitalist conflicts, monetary policy and income distribution. *Review of Political Economy*, v. 13, n. 4, p. 453-470, 2001.
- ARGITIS, G.; PITELIS, C. Monetary policy and the distribution of income: evidence for the United States and the United Kingdom. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 23, n. 4, p. 617-638, 2001.
- BACHA, E. L. *Introdução à macroeconomia: uma perspectiva brasileira*. 3. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1985.
- BACHA, E. L. *Os mitos de uma década: ensaios de economia brasileira*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1976.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL – BCB. *Casimiro Ribeiro*. Brasília, 2019a. (História contada do Banco Central do Brasil, v. IV).
- BANCO CENTRAL DO BRASIL – BCB. *Denio Nogueira*. Brasília, 2019b. (História contada do Banco Central do Brasil, v. III).
- BANCO CENTRAL DO BRASIL – BCB. *Octávio Gouveia de Bulhões*. Brasília, 2019c. (História contada do Banco Central do Brasil, v. I).
- BARROS, L. C. M. A moeda indexada: uma experiência brasileira. *Economia e sociedade*, v. 2, n. 1, p. 3-24, 2016.
- BARROW, C. L. *Critical theories of the state: Marxist, neo-Marxist, post-Marxist*. U.S.A.: The University of Wisconsin Press, 1993.
- BARKER, W. J. Os bancos, a indústria e o Estado no Brasil. *Revista de Economia Política*, v. 10, n. 2, p. 132-146, 1990.
- BASTIAN, E. F. O PAEG e o Plano Trienal: uma análise comparativa de suas políticas de estabilização de curto prazo. *Estudos Econômicos*, v. 3, n. 1, p. 139-166, 2013.

BLINDER, A. S. *Central banking in theory and practice*. 2. ed. Cambridge, Massachusetts: MIT press, 1999.

BLOCK, F. *Revising state theory: essays in politics and postindustrialism*. U.S.A.: Temple University Press, 1987.

BODDY, R.; CROTTY, J. Class conflict and macro-policy: the political business cycle. *Review of Radical Political Economics*, v. 7, n. 1, p. 1-19, 1975.

BRASIL. Presidência da República. Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. Brasília, 1964. Disponível em: <https://presrepublica.jusbrasil.com.br/legislacao/109151/lei-da-reforma-bancaria-lei-4595-64>. Acesso em: 17 ago. 2021.

BRASIL. Presidência da República. Lei nº 6.045, de 15 de maio de 1974. Altera a constituição e a competência do Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. Brasília, 1974a. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6045.htm . Acesso em: 31 ago. 2021.

BRASIL. Presidência da República. Lei nº 6.036, de 1º de maio de 1974. Dispõe sobre a criação, na Presidência da República, do Conselho de Desenvolvimento Econômico e da Secretaria de Planejamento, sobre o desdobramento do Ministério do Trabalho e Previdência Social e dá outras providências. Brasília, 1974b. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6036.htm. Acesso em: 31 ago. 1974.

BRESSER-PEREIRA, L. C. *A construção política do Brasil*. 2. ed. São Paulo: Editora 34, 2015.

BRESSER-PEREIRA, L. C. *Macroeconomia da estagnação: crítica da ortodoxia convencional no Brasil pós-1994*. São Paulo: Editora 34, 2007.

BRESSER-PEREIRA, L. C.; PAULA, L. F.; BRUNO, M. *Financeirização, coalizão de interesses e taxa de juros no Brasil*. Rio de Janeiro: IE - UFRJ, 2019. (Texto para discussão, 022). Disponível em: https://www.ie.ufrj.br/images/IE/TDS/2019/TD_IE_022_2019_BRESSER-PEREIRA_DE%20PAULA_BRUNO.pdf. Acesso em: 9 nov. 2021.

BRUNHOFF, S. *A política monetária: uma tentativa de interpretação marxista*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1978.

CAMPOS, R. O. *A lanterna na popa*. Rio de Janeiro: Topbooks, 1994.

CARNEIRO NETTO, D. D. Crise e esperança, 1974-1980. In: ABREU, M. P. (org.). *A ordem do progresso: dois séculos de política econômica no Brasil*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014. p. 241-262.

CARVALHO, L. Políticas salariais brasileiras no período 1964-1981. *Revista Brasileira de Economia*, v. 36, n. 1, p. 51-84, 1982.

CARVALHO, L. *Estado e capital: uma análise da política econômica*. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1985.

CODATO, A. N. Sistema estatal e política econômica no Brasil pós-64. São Paulo: Hucitec, 1997.

COLISTETE, R. P. Productivity, wages, and labor politics in Brazil, 1945–1962. *The Journal of Economic History*, v. 67, n. 1, 2007.

COLISTETE, R. P. Salários, produtividade e lucros na indústria brasileira. *Revista de Economia Política*, v. 29, n. 4, p. 386-405, 2009.

CONSIDERA, C. M. Estrutura e evolução dos lucros e dos salários na indústria de transformação. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v. 10, n. 1, p. 71-122, 1980.

COSTA, E. *A política salarial no Brasil 1964-1985: 21 anos de arrocho salarial e acumulação predatória*. São Paulo: Boitempo, 1997.

COUTINHO, L. G.; BELLUZZO, L. G. M. Política econômica, inflexões e crise: 1974-1981. In: BELLUZZO, L. G. M.; COUTINHO, R. (org.). *Desenvolvimento capitalista no Brasil: ensaios sobre a crise*. 2. ed. São Paulo: Brasiliense, 1983. p. 159-193.

CRUZ, P. R. D. C. Notas sobre o financiamento de longo prazo na economia brasileira do pós-guerra. *Economia e Sociedade*, v. 3, n. 1, p. 66-81, 2016.

DICKENS, E. The Federal Reserve's low interest rate policy of 1970-72: determinants and constraints. *Review of Radical Political Economics*, v. 28, n. 3, p. 115-125, 1996.

DICKENS, E. The Federal Reserve's tight monetary policy during the 1973-75 recession: a survey of possible interpretations. *Review of Radical Political Economics*, v. 29, n. 3, p. 79-91, 1997.

DICKENS, E. *The political economy of U.S. Monetary Policy: how the Federal Reserve gained control and uses it*. Abingdon, UK: Routledge, 2016.

DICKENS, E. US Monetary Policy in the 1950s: a Radical Political Economic Approach. *Review of Radical Political Economics*, v. 27, n. 4, p. 83-101, 1995.

DINIZ, E. Empresariado, regime autoritário e modernização capitalista: 1964-1985. In: SOARES, G. A. D.; D'ARAUJO, M. A. (Org.). *21 anos de regime militar: balanços e perspectivas*. Rio de Janeiro, Fundação Getúlio Vargas, 1994. p. 198-231.

DOMHOFF, G. W. *Who rules America? The triumph of the corporate rich*. 7th ed. U.S.A.: McGraw-Hill Education, 2014.

DRAZEN, A. *Political Economy in Macroeconomics*. Princeton: Princeton University Press, 2000.

DREIFUSS, R. A. *1964: a conquista do Estado: ação política, poder e golpe de classe*. Petrópolis: Vozes, 1981.

ENGELS, F. Prefácio. In: *O capital: crítica da economia política*, livro III. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2008. p. 13-34.

EPSTEIN, G. A political economy model of comparative central banking. In: EPSTEIN, G. *The political economy of central banking: contested control and power of finance*, selected essays of Gerald Epstein. Cheltenham, UK: Edward Elgar, 2019a. p. 265-310.

EPSTEIN, G. Financialization, rentier interests, and central bank policy. In: EPSTEIN, G. *The political economy of central banking: contested control and power of finance*, selected essays of Gerald Epstein. Cheltenham, UK: Edward Elgar, 2019b. p. 380-406.

EPSTEIN, G. Political Economy and Comparative Central Banking. *Review of Radical Political Economics*, v. 24, n. 1, p. 1-30, Spring 1992.

EPSTEIN, G. *The contested terrain approach to the political economy of central banking*. Amherst: University of Massachusetts, Political Economy Research Institute, 2014. (Working Paper, 354). Disponível em: <https://www.peri.umass.edu/publication/item/578-the-contested-terrain-approach-to-the-political-economy-of-central-banking>. Acesso em: 28 abr. 2020.

EPSTEIN, G. *The political economy of central banking: contested control and power of finance*, selected essays of Gerald Epstein. Cheltenham, UK: Edward Elgar, 2019c.

EPSTEIN, G.; FERGUSON, T. Monetary policy, loan liquidation, and industrial conflict: the Federal Reserve and the open market operations of 1932. *The Journal of Economic History*, v. 44, n. 4, p. 957-983, Dec. 1984.

EPSTEIN, G.; SCHOR, J. *Macropolicy in the rise and fall of the Golden Age*. Helsinki: UNU-WIDER, 1988. (Working Paper, 38). Disponível em: wider.unu.edu/publication/macropolicy-rise-and-fall-golden-age. Acesso em: 28 abr. 2020.

EPSTEIN, G.; SCHOR, J. *The Federal Reserve-Treasury Accord and the Construction of the Post-War Monetary Regime in the United States*. Amherst: University of Massachusetts, Political Economy Research Institute, 2011. (Working Paper, 273). Disponível em: <https://www.peri.umass.edu/publication/item/445-the-federal-reserve-treasury-accord-and-the-construction-of-the-post-war-monetary-regime-in-the-united-states> . Acesso em: 28 abr. 2020.

ERBER, F. S. As convenções de desenvolvimento no governo Lula: um ensaio de economia política. *Revista de Economia Política*, v. 31, n. 1, p. 31-55, 2011.

ESPING-ANDERSEN, G.; FRIEDLAND, R.; WRIGHT, E. O. Modes of class struggle and the capitalist state. *Kapitalistate*, n. 4-5, p. 186-220, Summer 1976.

FERRARI FILHO, F.; MILAN, M. Liquidity trap: the Brazilian version. *Brazilian Keynesian Review*, v. 4, n. 2, p. 278-299, 2018.

FINE, B. Banking capital and the theory of interest. *Science & Society*, v. 49, n. 4, p. 387-413, Winter 1985-1985.

FIORI, J. L. O nó cego do desenvolvimentismo brasileiro. *Novos Estudos Cebrap*, n. 40, p. 125-144, 1994.

FISHLOW, A. A economia política do ajustamento brasileiro aos choques do petróleo: uma nota sobre o período 1974/1984. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v. 16, n. 3, p. 507-550, 1986.

FONTES, P.; CORRÊA, L. R. Labor and dictatorship in Brazil: a historiographical Review. *International Labor and Working-Class History*, n. 93, p. 27-51, 2018.

FRANCO, G. O Conselho Monetário Nacional como autoridade monetária: das origens aos dias atuais. In: BACHA, E. *A crise fiscal e monetária brasileira*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016. p. 39-66.

FURTADO, C. A crise econômica contemporânea. In: D'AGUIAR, R. F. (org. *Essencial Celso Furtado*. São Paulo: Penguin Classics/Companhia das Letras, 2013. p. 235-250.

HARRIS, L. On interest, credit and capital. *Economy and Society*, v. 5, n. 2, p. 145-177, 1976.

HEIN, E. *Karl Marx – an early post-Keynesian? A comparison of Marx's economics with the contributions by Sraffa, Keynes, Kalecki and Minsky*. Berlin: Berlin School of Economics and Law, Institute for International Political Economy, 2019. (Working paper, 118). Disponível em: https://www.ipe-berlin.org/fileadmin/institut-ipe/Dokumente/Working_Papers/IPE_WP_118.pdf. Acesso em: 06 abr. 2020.

HEIN, E. Money, interest and capital accumulation in Karl Marx's economics: a monetary interpretation and some similarities to post-Keynesian approaches. *The European Journal of the History of Economic Thought*, v. 13, n. 1, p. 113-140, 2006.

HEIN, E. Money, credit and the interest rate in Marx's economics: on the similarities of Marx's monetary analysis to post-Keynesian economics. *International Papers in Political Economy*, v. 11, n. 2, 2004. Disponível em: <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/18608/>. Acesso em: 06 abr. 2020.

HERMANN, J. Auge e declínio do modelo de crescimento com endividamento: o II PND e a crise da dívida externa (1974-1984). In: GIAMBIAGI, F. *et al. Economia brasileira contemporânea: 1945-2010*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011a. p. 73-96.

HERMANN, J. Reformas, endividamento externo e o “milagre econômico” (1964-1973). In: GIAMBIAGI, F. *et al. Economia brasileira contemporânea: 1945-2010*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011b. p. 49-72.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA – IBGE. *Estatísticas históricas do Brasil: séries econômicas, demográficas e sociais de 1550 a 1988*. 2. ed. Rio de Janeiro, 1990. (Séries estatísticas retrospectivas, v. 3).

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA - IPEA. Macroeconômico: séries históricas. In: IPEA. *Ipeadata*. Brasília, 2021.

KALECKI, M. The political aspects of full employment. *Political Quarterly*, v.14, n. 4, p. 322-330, Oct. 1943.

KEYNES, J. M. *The collected writings of John Maynard Keynes, vol. VII: The general theory of employment, interest and money*. New York: Cambridge University Press, 2013[1936].

KIM, M. What is Radical Political Economics? *Review of Radical Political Economics*, v. 50, n. 3, p. 576-581, 2018.

LAFER, C. *O sistema político brasileiro: estrutura e processo*. 2. ed. São Paulo: Perspectiva, 1978.

LAGO, P. A. C. *A SUMOC como embrião do banco central: sua influência na condução da política econômica*. 1982. Dissertação (Mestrado em Economia) – Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 1982.

LAGO, L. A. C. A retomada do crescimento e as distorções do “milagre”, 1967-1974. In: ABREU, M. P. (org.). *A ordem do progresso: dois séculos de política econômica no Brasil*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014. p. 213-239.

LAPAVITSAS, C. Financialised capitalism: crisis and financial expropriation. *Historical Materialism*, v. 17, n. 2, p. 114-148, 2009.

LAPAVITSAS, C. Political economy of central banks: agents of stability or sources of instability. In: ARESTIS, P.; SAWYER, M. *Money, finance and capitalist development*. Cheltenham, UK: Edward Elgar, 2001.

LAPAVITSAS, C. Two approaches to the concept of interest-bearing capital. *International Journal of Political Economy*, v. 27, n. 1, p. 85-106, Spring 1997.

LIANOS, T. P. Marx on the rate of interest. *Review of Radical Political Economics*, v. 19, n. 3, p. 34-55, 1987.

LUCINDA, C. R.; ARVATE, P. R. Uma nova versão sobre a oferta de moeda no Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG). *Estudos Econômicos*, v. 35, n. 3, p. 391-431, 2005.

MACARINI, J. P. A política bancária do regime militar: o projeto de conglomerado (1967-1973). *Economia e Sociedade*, v. 16, n. 3, p. 343-369, 2007.

MACARINI, J. P. *A política econômica da ditadura militar no limiar do “milagre” brasileiro: 1967/69*. Campinas: IE/UNICAMP, 2000. (Texto para discussão, 99). Disponível em: <https://www.eco.unicamp.br/images/arquivos/artigos/1729/texto99.pdf>. Acesso em: 29 out. 2021.

MACARINI, J. P. *Crise e política econômica: o governo Figueiredo (1979-1984)*. Campinas: IE/UNICAMP, 2008. (Texto para discussão, 144). Disponível em: <https://www.eco.unicamp.br/images/arquivos/artigos/1774/textos144.pdf>. Acesso em: 29 out. 2021.

MACARINI, J. P. Governo Geisel: transição político-econômica? Um ensaio de revisão. *Revista de Economia Contemporânea*, v. 15, n. 1, p. 30-61, 2011.

MACARINI, J. P. Um aspecto da política econômica do “milagre brasileiro”: a política de mercado de capitais e a bolha especulativa 1969-1971. *Estudos Econômicos*, v. 38, n. 1, p. 151-172, 2008.

MACEDO, R. B. M.; CHAHAD, J. P. Z. *FGTS e a rotatividade*. São Paulo: Nobel, 1985.

MALAN, P. Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc). In: BELOCH, I.; ABREU, A. A. (Coord.). *Dicionário histórico-bibliográfico brasileiro, 1930-1983*. Rio de Janeiro: Forense-Universitária, 1984. Disponível em: <http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-tematico/superintendencia-da-moeda-e-do-credito-sumoc>. Acesso em: 31 ago. 2021.

MANCUSO, W. P. O empresariado como ator político no Brasil: balanço da literatura e agenda de pesquisa. *Revista de Sociologia e Política*, n. 28, p. 131-146, 2007.

MARQUETTI, A.; MALDONADO FILHO, E.; LAUDERT, V. The profit rate in Brazil, 1953-2003. *Review of Radical Political Economics*, v. 42, n. 4, p. 485-504, 2010.

MARX, K. *O capital: crítica da economia política, livro III*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2008.

MARX, K. *Teorias da mais-valia: história crítica do pensamento econômico, vol. III*. São Paulo: DIFEL, 1980-1985.

MILIBAND, R. *O Estado na sociedade capitalista*. Rio de Janeiro: Zahar, 1972.

- MILIBAND, R. Poulantzas and the capitalist state. *New Left Review*, n. 82, p. 83-92, 1973.
- MILIBAND, R. State power and class interests. *New Left Review*, n. 138, p. 57-68, mar./apr. 1983.
- MILIBAND, R. The capitalist state: reply to Nicos Poulantzas. *New Left Review*, n. 59, p. 53-60, jan./feb. 1970.
- MINELLA, André. *A indexação dos contratos financeiros em contexto de alta inflação: o caso brasileiro*. 1995. Dissertação (Mestrado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1995. Disponível em: <http://repositorio.unicamp.br/jspui/handle/REPOSIP/286078>. Acesso em: 07 out. 2021.
- MINELLA, Ary. C. *Banqueiros: organização e poder político no Brasil*. Rio de Janeiro: Espaço e Tempo/ANPOCS, 1988.
- MIRANDA, J. C.; TAVARES, M. C. Brasil: estratégias de conglomeração. In: FIORI, J. L. *Estados e moedas no desenvolvimento das nações*. 3. ed. Petrópolis: Vozes, 2000. p. 327-350.
- NORONHA, E. G. Ciclo de greves, transição política e estabilização, 1978-2007. *Lua Nova*, n. 76, p. 119-168, 2009.
- ÓCIO, D. Z. Salários e política salarial. *Revista de Economia Política*, v. 6, n. 2, p. 5-26, 1986.
- PANICO, C. *Interest and profit in the theories of value and distribution*. London: Macmillan Press, 1988a.
- PANICO, C. Marx's analysis of the relationship between the rate of interest and the rate of profits. *Cambridge Journal of Economics*, v. 4, n. 4, p. 363-378, Dec. 1980.
- PANICO, C. Marx on the banking sector and the interest rate: some notes for a discussion. *Science & Society*, v. 52, n. 3, p. 310-325, Fall 1988b.
- PASTORE, A. C. A oferta de moeda no Brasil – 1961/1972. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v. 3, n. 4, p. 993-1044, 1973.
- PIVETTI, M. Interest and profit in Smith, Ricardo and Marx. *Political Economy Studies in the Surplus Approach*, v. 3, n. 1, p. 63-74, 1987.
- PIVETTI, M. On the monetary explanation of distribution. *Political Economy Studies in the Surplus Approach*, v. 1, n. 2, p. 73-102, 1985.
- POSEN, A. S. Declarations are not enough: financial sector sources of central bank independence. In: Ben Bernanke e Julio Rotemberg (eds.). *NBER Macroeconomics Annual 1995, Volume 10*. [Massachusetts]: MIT Press, 1995.

POULANTZAS, N. *A crise das ditaduras: Portugal, Grécia, Espanha*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1976.

POULANTZAS, N. *O Estado, o poder, o socialismo*. Rio de Janeiro: Graal, 1980.

POULANTZAS, N. *Poder político e classes sociais*. 2. ed. São Paulo: Martins Fontes, 1986.

POULANTZAS, N. The capitalist state: a reply to Miliband and Laclau. *New Left Review*, n. 95, p. 63-83, 1976.

POULANTZAS, N. The problem of the capitalist state. *New Left Review*, n. 58, p. 67-78, nov./dec. 1969.

PRZEWORSKY, A. *Estado e economia no capitalismo*. Rio de Janeiro: Relume-Dumará, 1995.

RESENDE, A. L. A política brasileira de estabilização: 1963/68. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v. 12, n. 3, p. 757-806, 1982.

SALLUM JUNIOR, B. J. *Labirintos: dos generais à Nova República*. São Paulo: Hucitec, 1996.

SANTANA, M. C. Ditadura militar e resistência operária: o movimento sindical brasileiro do golpe à transição democrática. *Política e Sociedade*, n. 13, p. 279-309, 2008.

SHUKLIAN, S. Marx on credit, interest and financial instability. *Review of Social Economy*, v. 49, n. 2, p. 196-217, Summer 1991.

SIMONSEN, M. H. *30 anos de indexação*. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 1995.

SIMONSEN, M. H. *Inflação: gradualismo x tratamento de choque*. Rio de Janeiro: APEC, 1970.

SIMONSEN, M. H.; CAMPOS, R. O. *A nova economia brasileira*. Rio de Janeiro: José Olympio, 1974.

SINGER, P. *A crise do "milagre"*. 2. ed. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1976.

STUDART, R. *Investment finance in economic development*. London: Routledge, 1995.

TAVARES, M. C. *Ciclo e crise: o movimento recente da industrialização brasileira*. Campinas: UNICAMP/IE, 1998. (30 anos de economia – UNICAMP, 8).

TAVARES, M. C. *Da substituição de importações ao capitalismo financeiro: ensaios sobre economia brasileira*. 10. ed. Rio de Janeiro: Zahar, 1982.

VIANNA, M. L. T. W. *A administração do "milagre": o Conselho Monetário Nacional – 1964-1974*. Petrópolis: Vozes, 1987.

WRAY, L. R. *The FED and the new monetary consensus: the case for rate hikes, part two*. New York: The Levy Economics Institute of Bard College, 2004. (Public Policy Brief, 80). Disponível em: https://ideas.repec.org/p/lev/levppb/ppb_80.html. Acesso em: 26 jun. 2020.

ANEXO A – INDICADORES MACROECONÔMICOS SELECIONADOS, 1956 - 1980

	PIB (var. %)	PIB Ind. Trans. (var. %)	Util. cap. inst. – Indústria	Util. cap. inst. – Ind. Bens de Capital	Taxa de investimento	IGPC-Mtb (var. média no ano)	IPC-Fipe (var. anual)	Deflator implícito (var. anual)	Saldo do balanço de pagamento (US\$ milhões)	Var. Reservas Internacionais (US\$ milhões)	Dívida externa líquida (US\$ milhões)
1956	2,90	5,50	-	-	14,46	22,98	26,46	22,73	183	-	-
1957	7,70	5,40	-	-	15,04	21,52	13,74	12,71	-161	-	-
1958	10,80	16,80	-	-	16,98	13,64	22,60	12,36	-30	-	-
1959	9,80	12,90	-	-	17,99	29,39	42,70	35,86	-25	-	-
1960	9,40	10,60	-	-	15,72	29,54	32,20	25,42	-14	-	-
1961	8,60	11,10	-	-	13,11	33,57	43,51	34,62	178	-	-
1962	6,60	8,10	-	-	15,51	54,78	61,73	50,25	-118	-	-
1963	0,60	-0,20	-	-	17,04	62,07	80,53	78,42	-37	-	3.397
1964	3,40	5,00	-	-	14,99	69,07	85,60	89,53	-2	-	3.050
1965	2,40	-4,70	-	-	14,71	73,54	41,20	58,93	218	-	3.340
1966	6,70	11,70	-	-	15,92	55,32	46,29	37,94	-9	-	3.350
1967	4,20	2,20	-	-	16,20	34,99	25,33	26,53	-262	-	3.242
1968	9,80	14,20	-	-	18,68	23,59	25,22	26,71	97	-	3.835
1969	9,50	11,20	-	-	19,11	22,27	22,58	20,05	531	-	3.980
1970	10,40	11,90	85,75	78,67	18,83	22,06	17,46	16,26	534	-	5.053
1971	11,34	11,86	86,50	83,75	19,91	20,36	20,60	19,38	537	-	6.561
1972	11,94	13,95	87,25	85,50	20,33	19,16	17,46	19,87	2.538	2.460	7.281
1973	13,97	16,62	89,75	90,00	20,37	14,69	13,97	29,58	2.380	2.233	8.441
1974	8,15	7,75	88,75	88,25	21,85	23,12	33,05	34,61	-1.041	-1.147	14.763
1975	5,17	3,81	87,00	87,25	23,33	31,05	29,26	33,93	-1.064	-1.229	21.075
1976	10,26	12,12	88,50	87,25	22,42	39,07	38,07	41,20	2.688	2.504	25.601
1977	4,93	2,27	85,00	81,67	21,35	43,16	41,10	45,40	714	712	30.695
1978	4,97	6,11	83,75	80,50	22,27	41,60	39,91	38,23	4.262	4.639	40.292
1979	6,76	6,86	83,25	79,25	23,36	50,25	67,19	54,37	-3.215	-2.206	46.114
1980	9,20	9,11	84,25	81,75	23,56	-	84,77	92,14	-3.472	-2.776	57.346

Fonte: Elaborado pelo autor com base em IPEA (2021).