

Gustavo H.B. Franco

# A moeda e a lei

Uma história monetária brasileira, 1933-2013

Copyright © 2017, Gustavo H.B. Franco

Copyright desta edição © 2017:

Jorge Zahar Editor Ltda.

rua Marquês de S. Vicente 99 – 1º | 22451-041 Rio de Janeiro, RJ

tel (21) 2529-4750 | fax (21) 2529-4787

editora@zahar.com.br | www.zahar.com.br

Todos os direitos reservados.

A reprodução não autorizada desta publicação, no todo

ou em parte, constitui violação de direitos autorais. (Lei 9.610/98)

Grafia atualizada respeitando o novo Acordo Ortográfico da Língua Portuguesa

Preparação: Angela Maria Ramalho Vianna

Revisão: Mônica Surrage, Carolina Menegassi Leocadio

Indexação: Otávio Fernandes | Capa: Estúdio Insólito

CIP-Brasil. Catalogação na publicação

Sindicato Nacional dos Editores de Livros, RJ

---

F895m Franco, Gustavo H.B., 1956-  
A moeda e a lei: uma história monetária brasileira (1933-2013)/Gustavo H.B. Franco. – 1.ed. – Rio de Janeiro: Zahar, 2017.

ISBN 978-85-378-1694-3

1. Inflação. 2. Moeda. 3. Política econômica. 4. Estabilização econômica – Brasil.  
5. Brasil – Condições econômicas. 6. Desenvolvimento econômico – Brasil. 7. Economia – Brasil – História. I. Título.

Para Cristiana

“Pensei que não existe nada menos material que o dinheiro, já que qualquer moeda ... é, a rigor, um repertório de futuros possíveis. O dinheiro é abstrato, repeti, o dinheiro é tempo futuro. Pode ser uma tarde nos arredores, pode ser música de Brahms, pode ser mapas, pode ser xadrez, pode ser café, pode ser as palavras de Epicteto, que ensinam o desprezo pelo ouro; é um Proteu mais versátil que o da ilha de Faros. É tempo imprevisível, tempo de Bergson, não o duro tempo do Islã ou do Pórtico. Os deterministas negam que haja no mundo um único fato possível, *id est* um fato que pode acontecer; uma moeda simboliza nosso livre-arbítrio.”

JORGE LUIS BORGES, “EL ZAHIR”  
(em *O Aleph*, Rio de Janeiro, Globo, 2001, p.113)

## Prefácio

### A história contada pelo texto da lei

ESTE LIVRO é uma história das instituições monetárias brasileiras durante o período em que se estabeleceu no país, em definitivo, o dinheiro tal como hoje o conhecemos: um impulso magnético cuja existência pode ser atestada na internet ou nos noticiários extravagantes sobre manipulações, exageros e crises financeiras, mas que ainda pode ser encontrado no formato já antiquado de cédulas ornamentadas com cores, motivos e heróis da nacionalidade. O dinheiro é uma construção social que se confunde com a comunidade que lhe dá existência – e isso muito mais claramente depois de 1933, quando deixa de ser um talão de custódia de metais preciosos universalmente aceitos para se tornar uma abstração, a criatura de uma lei nacional. Essa interrupção dos vínculos com a natureza, passando a moeda ao terreno das convenções, foi das mais importantes inovações a assinalar o início da era moderna, ou da contemporaneidade. Talvez nenhuma outra, a julgar pelos tumultos que provocou, seria mais bem representada pela consagrada expressão “destruição criadora”.

Os relatos sobre as origens da moeda dão conta de que o dinheiro foi inventado “muitas vezes em muitos lugares”; não resultou propriamente de “progresso tecnológico”, mas de uma espécie de “revolução mental” ou da “criação de uma nova realidade intersubjetiva”<sup>1</sup> que, em suas múltiplas manifestações, foi compondo uma espécie de narrativa mítica, orientada mais pelo cálculo que pela antropologia.<sup>2</sup> Tudo começa com a adoção espontânea e conveniente dos metais preciosos, ou de “efeitos comerciais”, como meios de pagamento; e, após percorrer um longo período de descoberta, adaptação e convergência, parece terminar triunfantemente no papel, quando a moeda cria asas e escapa da sequência intuitiva que ordena sua origem e seu desenvolvimento. Pois é justamente nesse clímax que *começa* a história aqui narrada – como se estivéssemos partindo do alvoroço das vanguardas da arte moderna para

resenhar as incontáveis variações e possibilidades da arte contemporânea –, a que trata desse delicado tecido que designamos como o presente, cujos fios provêm da experiência acumulada e cuja textura informa sobre o futuro.

Ao leitor não escapará que, por toda a extensão dos oitenta anos cobertos neste ensaio, apesar das enormes irregularidades em seu desenrolar, prevalece uma estranha atualidade. É como se estivéssemos sempre a tratar de um mesmo tempo presente, um gerúndio interminável, ao qual estivemos presos, às voltas com um mesmo aprendizado, que se mostra repetidas vezes, com exasperante regularidade e perturbadora semelhança com as dúvidas atuais. Talvez seja o olhar participante do observador impregnado dos enredos de seu tempo; ou talvez toda historiografia tenha mesmo esse viés, inconsciente ou não, de enxergar os dilemas de hoje em cada pequena reentrância do passado.

Esta análise termina em 2013, assim perfazendo exatas oito décadas começadas em 1933, mas nem por um segundo pretende estabelecer uma história “terminada” nem evitar sua conexão com os assuntos monetários ora em andamento. Não é totalmente verdadeiro que “toda história é história contemporânea disfarçada” – tampouco inteiramente falso. Conforme observa Eric Hobsbawm, ademais, pode ser imensa “a diferença que viver dois ou três anos dramáticos pode fazer no modo como um historiador considera o passado”.<sup>3</sup> O Brasil de 2016-17 passa por uma crise flagrantemente desnecessária, a pior dos últimos duzentos anos, cujos temas surpreendem pela reincidência em teses que mostrarei serem muito débeis tanto no mérito como na originalidade.

A história monetária, pela sua própria natureza, possui inúmeros eixos narrativos – e esta não é exceção –, e sempre se pode argumentar que o roteiro escolhido serve a uma tese. Essa tem sido uma característica marcante do gênero, da qual o presente livro não se esquiva. As histórias monetárias anteriores a 1933 estavam impregnadas do triunfalismo próprio do capitalismo da *belle époque*, período de muito enriquecimento e de *laissez-faire* – no qual a moeda pertencia às definições sobre pesos e medidas, e sua evolução para um padrão internacional refletia ideias românticas de convergência e progresso.

Algumas das melhores histórias monetárias brasileiras foram escritas por entusiastas do velho sistema, como Pandiá Calógeras (1960) e Antônio Carlos de Andrada (1923). De forma nada surpreendente o gênero caiu em desuso depois de 1933, não apenas pela obsolescência do padrão-ouro, mas pelo enorme vazio conceitual que se seguiu, tão grande quanto as incertezas vigentes a

partir daí. Dos expoentes brasileiros do “papelismo” – como o visconde de Mauá, Rui Barbosa e Vieira Souto, supostos precursores da moeda fiduciária e mesmo do desenvolvimentismo –, bem como do campo dos chamados “estruturalistas”, não emerge uma orientação clara sobre como proceder quanto à organização da moeda e de suas instituições depois de 1933; exceto por uma aversão tão exaltada quanto vaga à ortodoxia metalista e por uma ansiedade um tanto desavergonhada em relação aos potenciais de uma inovação outrora atribuída ao próprio Mefistófeles.

Mais tarde, nos anos 1960, o que se conhece como revolução monetarista pode muito bem ser considerado o resultado de uma história monetária escrita em 1963 para os Estados Unidos, a partir de novos cânones e ferramentas, por Milton Friedman e Anna Schwartz. Segundo historiadores e economistas, trata-se de “um dos livros mais influentes do século”<sup>4</sup> justamente por introduzir, ao mesmo tempo, inovações metodológicas para o melhor entendimento da moeda e prescrições muito claras para os dilemas da época no terreno da política monetária. São poucos os exemplos de obras históricas que alteraram a compreensão do passado a ponto de afetar seriamente as autoridades de seu tempo e os eventos posteriores; raramente o historiador funciona como ator de seus enredos. Vários autores brasileiros replicaram a metodologia para o Brasil, como Carlos Manuel Peláez e Wilson Suzigan (1976) e Paulo Neuhaus (1975). Aqui, como em muitos outros países, também se adotou a prática de controle dos agregados monetários. Na verdade, o que ficava estabelecido assim, por ora, era a tese segundo a qual a moeda fiduciária deveria funcionar como o metal, ou seja: deveria haver “adoção pública de uma política estabelecendo uma taxa de crescimento estável de algum agregado monetário especificado”,<sup>5</sup> uma taxa estimada entre 3% e 5% pela eternidade, tal como se a moeda proviesse da mineração. A velha ortodoxia havia se adaptado, dessa forma, ao novo papel.

Com o tempo, todavia, a inovação financeira vai estabelecendo o domínio da “quase moeda”, do *inside money* e do *shadow banking*. Com isso, os agregados perdem substância e significado, e a gestão da moeda vê-se crescentemente aprisionada num labirinto de sombras e reflexos. Por algum tempo a administração dos bancos centrais volta a se tornar uma arte cercada de mistérios, forma habitual de elogio à discricionariedade ou de lamento dissimulado sobre a ausência de regras. Vão surgindo, no entanto, novos

temas: a independência, as normas de Basileia, a consistência temporal, as metas para a inflação – até chegarmos à crise de 2008 e às perplexidades suscitadas pela experiência com o afrouxamento quantitativo, inesperadamente longa e ainda incompleta. História e história contemporânea se entrelaçam em particular neste momento tão propício a um olhar retrospectivo sobre o início e o desenrolar dessa aventura.

Do ponto de vista metodológico, porém, a ênfase nas instituições – e em especial na letra da lei, tal como vista e interpretada do ângulo do economista – insere este livro na rica, conflagrada e pouco explorada fronteira entre a economia e o direito. Os dois campos de estudo têm se aproximado em diversos tópicos nos anos recentes, mas o diálogo foi sempre difícil: os idiomas se assemelham, mas cada qual tem sua gramática, seus códigos, vocabulários e circunscrições profissionais. Não obstante as diatribes, todos reconhecem que a evolução das instituições monetárias em um Estado de direito, e mesmo mais rasteiramente a condução da política econômica, há de envolver o encontro e o entendimento entre esses dois saberes. Conforme ensina Douglas North, “instituições são as restrições formais e informais criadas pelos homens para regular a competição política, a vida econômica e as interações sociais, [e que] ... evoluem de forma incremental, ligando passado, presente e futuro, e não por outra razão a história econômica amiúde se confunde com o registro da evolução institucional”.<sup>6</sup>

Este livro procura investigar a memória normativa brasileira com vistas a entender como a história monetária se traduz e se produz no idioma das leis. É sintomático e revelador que a história afinal resultante desse esforço de enredar os eventos que alteraram o sistema monetário nacional não siga outro roteiro senão o da lei – pois esta, por definição, assinala o encontro às vezes fortuito, nem sempre feliz e vez por outra desastrado entre as urgências do economista e a sintaxe do jurista, datado e registrado.

Aqui, o exercício será o de, no trato das instituições monetárias, deixar o texto da lei estabelecer sua própria dicção, com o auxílio eventual de manifestações do legislador para explicar ou interpretar seus propósitos (*mens legis*). Há uma desconcertante objetividade em se tomar as ideias ditas “vencedoras” como aquelas consagradas nas leis e nas instituições, algo que serve especialmente bem para o propósito de afastar as muitas camadas de determinismo que costumam seduzir economistas e historiadores em suas narrativas sobre a “economia política” dos eventos históricos.



Na marcha das leis e das instituições – sempre sujeita a curvas e retrocessos e a longos episódios de genuína insensatez –, há uma quantidade enorme de incoerência e experimentação, assim como sinais evidentes do fortuito, da presença de personalidades incomuns, de erros e hesitações próprios de autoridades confusas. De que forma seria possível explicar a hiperinflação, ou a inacreditavelmente longa exposição do país a uma doença tão peçonhenta e danosa à justiça social quanto a inflação? A história deveria proporcionar uma resposta, conforme observou Marc Bloch: “Cada vez que nossas tristes sociedades, em perpétua crise de crescimento, põem-se a duvidar de si próprias, vemo-las se perguntar se tiveram razão ao interrogar seu passado ou se o interrogaram devidamente.”<sup>7</sup>

A ideia deste livro e de seu método tão incomum entre meus colegas economistas remonta à rica experiência interdisciplinar ocorrida durante a elaboração do Plano Real, quando se estabeleceu um extraordinário diálogo entre uma geração de economistas que vinha dedicando suas atenções ao estudo da inflação brasileira e os experimentados procuradores do Banco Central do Brasil e do Ministério da Fazenda, muitos dos quais com participação destacada em planos econômicos anteriores.

Foi também um privilégio poder contar com a colaboração de alguns grandes nomes da advocacia privada, como José Bulhões Pedreira e Gilberto de Ulhôa Canto, entre outros, homens que haviam deixado a sua marca em modificações anteriores do sistema monetário brasileiro, ocorridas nos anos 1960. A memória sobre a origem das alterações passadas nos permitiu adquirir uma nova perspectiva sobre o processo de degradação da moeda que estávamos buscando reverter. Ao mesmo tempo, trouxe uma revelação inesperada: as medidas dos anos 1960 eram prolongamentos naturais de desenvolvimentos sucedidos nos anos anteriores, sobretudo em 1933. Era como se em 1994 estivéssemos lidando com opções assemelhadas às daquele ano no terreno monetário e cambial, e tivéssemos, inclusive, que deliberar sobre coisas “temporariamente suspensas” desde então, como a “cláusula ouro”. Parecia bem clara, portanto, a sensação de que o enredo que buscávamos reescrever havia começado bem longe, em um ponto determinado do tempo em que o moderno se converteu em contemporâneo.

As urgências de 1994 não permitiam maiores reflexões sobre a lenta evolução institucional que havia nos trazido à catástrofe que tínhamos diante de

nós. Quem sabe em algum momento no futuro, com as coisas assentadas, haveria o tempo e o distanciamento para refletir sobre o papel das instituições no desenrolar dos exóticos acontecimentos monetários no Brasil posterior a 1933.

Tal projeto começa a se materializar dez anos depois, em 2004, quando primeiro organizei o material que compõe este livro em um curso oferecido na PUC-Rio para os alunos do último período de graduação em economia. Sob o guarda-chuva genérico de um Seminário em Economia Aplicada, o curso adotou como tema “O sistema monetário nacional: aspectos institucionais e jurídicos”, e facilmente se converteu em um ensaio de história monetária, que tencionava replicar minha própria descoberta das imposições do mundo das leis, ao perceber que não falava o idioma utilizado no *Diário Oficial*. Era fácil, com essa imagem, impressionar os aspirantes a economista intoxicados de equações e motivá-los a se debruçarem sobre leis, decretos, circulares, acórdãos do Supremo Tribunal Federal e outros tantos textos sem os quais, conforme eu procurava advertir, não era possível fazer *nenhuma* política econômica. O desconforto era inevitável, sendo para alguns deles um desafio, a descoberta de um novo e vasto continente, e para outros um suplício facilmente solucionado pelo trancamento da disciplina.

O curso foi oferecido diversas outras vezes, e no primeiro semestre de 2013 uma versão bastante preliminar do que viria a ser este livro se produziu com a transcrição das aulas, habilmente feita por Andre Aranha, que, a partir daí, atuou com diligência neste projeto como assistente e, às vezes – face às necessidades de pesquisa primária –, como verdadeiro detetive. A evolução da transcrição para o texto que o leitor tem diante de si, todavia, foi muito mais difícil e demorada do que eu poderia imaginar. Um curso para ensinar harmonia raramente se confunde com a composição de uma peça musical. Durante todo o seu desenvolvimento, no entanto, busquei tornar o texto cada vez mais fiel aos termos de referência definidos em um pequeno manifesto pró-interdisciplinaridade que vinha sendo repetido no programa desde 2004:

As políticas macroeconômicas não são feitas no vácuo, mas dentro de referências institucionais e legais muito definidas, que limitam e condicionam a atuação dos economistas, especialmente quando trabalhando no serviço público, formulando políticas econômicas. Embora a profissão dedique alguma atenção à importância das instituições e às leis, genericamente, pouco ou nada de verdadeiramente

prático é ensinado sobre esses assuntos. O caso mais comum é o de economistas destituídos de capacidade para dialogar com os profissionais da área jurídica, como bem demonstra a triste experiência dos “pacotes econômicos”, começando pelo Plano Cruzado. Fazer política econômica dentro de um “Estado de direito” pressupõe que o profissional de economia possa dialogar com as leis e instituições que corporificam a democracia, sendo essa a lacuna que esse curso pretende contribuir muito modestamente para preencher. O curso adota, com grande ênfase, uma perspectiva histórica para entender a formação das instituições e o desenho de várias leis fundamentais para o universo de preocupações macroeconômicas.

O leitor tem diante de si o produto desse esforço, no qual as ideias foram decantadas e refinadas pela exposição à curiosidade crítica de dezenas de alunos que contribuíram para que o material adquirisse alguma coerência e unidade. Em retrospecto, talvez não tenha sido o melhor curso do ponto de vista deles, pois o professor queria ouvir sua própria voz, testar a lógica interna de seu discurso, muito mais que engajar os estudantes e fazê-los empreender suas próprias descobertas. A eles agradeço pelo permanente e rigoroso exercício da crítica, inclusive quando manifestada em seu formato mais cruel: o desinteresse – agora grandemente incentivado pelas possibilidades abertas pelos smartphones.

O leitor reconhecerá aqui algum material que apareceu em artigos de jornal, encantadora atividade regular que mantenho há muitos anos e que sempre me traz novas lições sobre a comunicação com os públicos não especializados e sobre as manhas da opinião pública. Por isso também quero registrar meu agradecimento aos leitores que logrei amearhar, os incontáveis *feedbacks* possibilitados pela magia interativa da internet e das redes sociais.

Seria temerário nomear todos os que contribuíram para o amadurecimento das ideias aqui desenvolvidas. Ao longo de vários anos, tirei imenso proveito da experiência e da convivência, na administração pública, na academia e no mercado, com mestres da profissão como Pedro Malan, Edmar Bacha, Luiz Corrêa do Lago e Rogério Werneck – em cujas pessoas homenageio as dezenas de colegas do Departamento de Economia da PUC-Rio e associados do Iepe-Casa das Garças com os quais pude testar as substâncias aqui manipuladas, em múltiplas ocasiões. Nenhum deles, evidentemente, é responsável pelos erros que ainda poluem este texto, tampouco pelas minhas

obsessões. Também é verdade que o trabalho que aqui apresento reflete, em alguma medida, uma história vivida, em cujo desenrolar tive a companhia de inúmeros funcionários públicos exemplares na competência e dedicação, conforme pude registrar nos diversos trabalhos anteriores que escrevi a propósito do Plano Real e das reformas que lhe deram sustentação – aí incluídas as relacionadas às instituições monetárias, bem como as ligadas à regulamentação cambial. Gostaria de homenagear todos eles na pessoa de um só, nossa última linha de defesa da integridade jurídica do que fizemos: o doutor José Maria dos Anjos, ilustre, querido e incansável procurador do BCB.

Por fim, meus agradecimentos especiais vão para meus interlocutores habituais na Rio Bravo Investimentos, especialmente Evandro Buccini e Paulo Bilyk, colegas na observação da conjuntura e seus desafios, e também Denise Barreto, pelas mais variadas missões que permitiram a conclusão desse esforço. Registro ainda o meu profundo reconhecimento ao incentivo recorrente de minha editora querida, Cristina Zahar, para este projeto em particular, tão importante para concluir uma etapa em minha trajetória profissional. Por fim, mas não menos relevante, o tributo à família e aos amigos, de cujo convívio o projeto me afastou por tempo demais. Espero que o resultado esteja à altura do sacrifício.

*Rio de Janeiro, 23 de fevereiro de 2017*

## 1. Moeda fiduciária no Brasil: um sumário de oitenta anos, 1933-2013

“Saiba o país para os devidos fins  
Este bilhete vale mil florins.  
Garante a sua soma real o vulto  
Do tesouro imperial no solo oculto.  
Dele se extrai logo a riqueza imensa  
Com que o valor do papel se compensa.”

GOETHE<sup>1</sup>

ESTE LIVRO TRATA DA construção de uma das instituições mais essenciais para a vida econômica, uma espécie de veículo primordial para a divisão do trabalho, para a orientação do esforço humano, e também o mecanismo que permite o enlace entre o presente e o futuro, entre os homens e entre coisas e homens. Shakespeare descreveu de forma pitoresca o seu papel facilitador designando-a como “a prostituta da humanidade”, e Marx ecoou, segundo suas palavras, esse “brilhante retrato da natureza da moeda” acrescentando: “A moeda é a cafetina universal dos homens e povos, ... a cafetina entre a necessidade e o objeto, entre a vida e os meios humanos de vida.”<sup>2</sup>

Tal régua ecumênica e implacável para aferir, comparar e trocar valores esteve associada por muitos séculos aos metais preciosos, ainda que transacionada em promessas, oferendas e varas de talão (*tallies*). Não por outro motivo foi tão sofrida a ruptura formalizada em 1933, embora dramatizada por Goethe muitos anos antes, pela qual “o ouro brilhante como o sol, vermelho como o sangue, ardente como o fogo, fecundo como o sêmen; o ouro, emblema de Apolo, dos príncipes e dos poetas, dos avaros e dos alquimistas, deixa de ser o símbolo universal da riqueza, a balança que mede nossos desejos e nossas

necessidades. *Uma mísera folha de papel* com a assinatura de um imperador, de um rei, de um ministro ou de um banqueiro o substitui.”<sup>3</sup>

Por mais ensaio que houvesse, ou consciência da obsolescência progressiva da moeda metálica pelo menos desde o início do século XX, os sentimentos dominantes em toda parte depois de 1929 foram de surpresa, perplexidade e muitas ansiedades sobre o futuro. Os anos que se seguiram a 1933 – talvez mais próprio fosse falar de décadas – trouxeram a mais variada experimentação, e neles, conforme ironizou Stanley Fischer, “o problema monetário foi resolvido várias vezes”.<sup>4</sup> Muitas formas de regulamentação e aperfeiçoamento das instituições monetárias foram implementadas de modo incremental no decorrer do tempo, por vezes trazendo a enganosa sensação de que a inovação financeira e o ciclo econômico estavam sob relativo controle. Tristemente, todavia, os eventos de 2008 serviram para lembrar que a caixa de Pandora aberta em 1933 ainda não tinha tido seus poderes inteiramente compreendidos e domesticados.

As dúvidas sobre a constituição monetária no contexto da moeda fiduciária se repetiram em múltiplos formatos conforme o contexto nacional, e o Brasil contribuiu com uma generosa cota de criatividade, ou puro invencionismo, ao manter, na maior parte do tempo, em relação às melhores práticas mundiais, uma postura de desconfiança apenas parcialmente justificada pelo fato de tais paradigmas mudarem muito no decorrer desses tumultuados oitenta anos. A referência aos andamentos e progressos institucionais ocorridos no exterior possuía enorme valor para as querelas locais, pois podíamos, ou não, cortar caminho usando as lições de outros países. Mas a imitação, sobretudo quando se confundia com a emulação do estrangeiro, nem sempre era bem aceita, seja porque raramente se encontrava solução para questões mais especificamente brasileiras, seja pelo fato de que os ressentimentos com relação a padrões emanados do exterior estavam à flor da pele em 1933 e ainda por muitos anos. Parecia especialmente própria a observação de Roberto Campos segundo a qual “as frustrações do subdesenvolvimento criam a necessidade de odiar e de procurar causas externas à nação, no domínio da magia e da conspiração, para explicar nossa pobreza”, e que se completa com a de Mario Vargas Llosa: “Não é de se estranhar que um continente com essas inclinações tenha se tornado terra propícia ao surrealismo, à beleza inebriante da fantasia e da intuição, e à desconfiança para com o racional.”<sup>5</sup>

Não obstante esses estranhamentos, e ressalvada a homenagem ao fortuito e às circunstâncias e personalidades excepcionais, a história aqui contada é principalmente sobre *convergência para padrões internacionais consagrados*, com destaque para as resistências, querelas, demoras e hesitações inexplicáveis, bem como para os flertes irritantemente longos com caminhos alternativos e buscas recorrentes por refeições gratuitas e unicórnios.

Tudo considerado, por qualquer critério razoável é lícito afirmar que a experiência monetária brasileira no período 1933-2013 conheceu extremos dificilmente encontráveis em outros países. Pode parecer que o flagelo da hiperinflação teve uma aparição apenas efêmera em nossa terra, pois, quando aferido pela nomenclatura técnica mais restrita, foi observado apenas durante quatro meses, conforme veremos a seguir, na passagem de 1989 para 1990. Entretanto, a duração do período dito de “inflação muito elevada”, definida como aquela superior a 100% ao ano,<sup>6</sup> foi de exatos 182 meses, entre abril de 1980 e maio de 1995. Considerando os anos de maturação e preparativo, bem como a incrível sucessão de batalhas perdidas no combate à inflação, é difícil rejeitar a ideia de que a hiperinflação tenha se tornado uma referência central para esses oitenta anos, uma espécie de clímax e também catarse que terminou colocando em perspectiva toda a experiência anterior e posterior. Seria exagerado, ainda que não totalmente equivocado, enxergar na ordem monetária estabelecida em 1933 uma espécie de “ovo de serpente”, em vista do estabelecimento simultâneo do curso forçado, dos controles cambiais e da repressão à usura, bem como da ausência de um banco central vocacionado para defender o poder de compra da moeda, pois a epopeia da hiperinflação teria lugar quase meio século depois.

A maturação da patologia parece excessivamente longa, e a associação entre uma coisa e outra, talvez um erro de julgamento semelhante ao do próprio inventor da expressão “ovo da serpente”, Brutus, ao referir-se a Júlio César.<sup>7</sup> Mas o longo desenrolar da doença encerra inúmeras lições, a principal das quais a de que *não precisava ter ocorrido dessa maneira*. A sucessão de acontecimentos que levou à explosão da inflação nos quatro últimos meses da Nova República, o primeiro regime democrático em mais de duas décadas, oferece um paradoxo gigantesco e um desconforto imenso para a historiografia e sobretudo para os políticos que comandaram a transição democrática, dos quais se ouvia que, “se o povo nas ruas derrubou a ditadura, derrubará também a inflação”.<sup>8</sup>

A profundidade dos efeitos tanto pecuniários quanto simbólicos ocasionados pela hiperinflação sempre apavorou as autoridades brasileiras, sobretudo quando se lembrava a experiência alemã de 1923 e suas extraordinárias consequências.<sup>9</sup> Os sentimentos envolvidos na desagregação da moeda tinham enorme alcance e profundidade. Tal como a bandeira e o hino, a moeda é um dos mais importantes símbolos nacionais, a pátria encapsulada em um pedaço de papel que exhibe a efígie dos heróis do país, a iconografia de suas realizações e uma promessa de valor subscrita pelas suas principais autoridades econômicas. E mais: a conexão entre a moeda e o imaginário da nacionalidade, e também com os fundamentos da economia nacional, apenas se acentua quando as moedas perdem seus vínculos com a natureza, deixam de ser apenas recortes específicos de um mesmo metal – este sim, a verdadeira moeda universal – e se tornam *meros pedaços de papel*, cada qual dominante em sua jurisdição, tal como obrigações genéricas, ou instrumentos de dívida de cada Estado competindo em mercados internacionais ávidos para enxergar diferenças na qualidade da “gestão” ou na pujança econômica de cada emissor. Os mercados de câmbio se tornam juízes implacáveis das políticas, dos andamentos e do ambiente econômico em cada lugar, expondo os países e seus líderes a veredictos constrangedores e totalmente fora de seu alcance. Os políticos invariavelmente enxergavam nos mercados de câmbio um poleiro de especuladores irresponsáveis, como se eles não lhes dessem munição para duvidar das políticas oficiais.

A década de 1930 foi um ambiente especialmente fértil para que se enxergasse nas mensagens do mercado de câmbio a má intenção do olhar estrangeiro, invariavelmente especulador e amiúde inimigo. Claro, por outro lado, que o mercado de câmbio está repleto de nacionais, e que, na verdade, são estes os que, com mais destaque e volume, *vendem* a moeda nacional que o estrangeiro em geral não possui. A autocrítica é a mais difícil das modalidades. Sem falar que o mesmo tipo de julgamento se observa cotidianamente nos supermercados, onde o poder de compra interno da moeda é testado de forma isenta e impiedosa, às vezes falhando miseravelmente em atender às expectativas da população. Desde que os reis escolheram colocar seus rostos na moeda ou nas cédulas, eles passaram a correr o risco de a má qualidade do dinheiro lhes contaminar e revelar à população os defeitos dos governantes. Melhor não se arriscar, pois quem se expõe aos riscos de perda de valor é sempre o próprio



país, aos olhos de nacionais e estrangeiros. Talvez por isso as imagens nas cédulas e moedas tenham sido substituídas por heróis nacionais incontroversos e símbolos icônicos. Mesmo estes, às vezes, tiveram de ser preservados, como no caso brasileiro, em que a multiplicidade de moedas usou tantos heróis e de forma tão abusiva que a iconografia do dinheiro teve de se limitar às imagens estilizadas da República e aos exemplares inesgotáveis da fauna.

Na vigência da moeda fiduciária, portanto, a inflação passa a ser uma espécie de signo invertido da autoestima nacional, e suas feridas parecem arder de forma especialmente lancinante. Conforme lembra Elias Canetti, referindo-se às grandes inflações, “excetuando-se as guerras e revoluções, nada há em nossas civilizações modernas que, em sua amplitude, se possa comparar às inflações”, pois “acaba[m] com diferenças entre homens que pareciam eternas, agrupando numa única e mesma massa inflacionária pessoas que normalmente mal se teriam cumprimentado uma à outra. Nenhuma desvalorização [assim] repentina da pessoa humana é jamais esquecida; ela é demasiado dolorosa. É carregada pela vida toda, a não ser que se possa descarregá-la sobre alguém.”<sup>10</sup>

A destruição da moeda funciona como a humilhação de um símbolo nacional, como queimar a bandeira e blasfemar contra o hino, situações que facilmente se tornam intoleráveis para os governos, cujos dirigentes procuram afastar-se do problema, nem sempre com sucesso.

No caso brasileiro, há dúvidas e perplexidades a tratar mais tarde, sobre a apatia e a complacência diante da inflação, um contraste em relação à experiência alemã, bem como os enigmas em seu prolongado desenrolar a partir das sementes plantadas em 1933. Na verdade, o desafio reside justamente em estabelecer o modo como a serpente cresceu e incorporou novos poderes que fortaleceram seus venenos e vilanias justamente no momento em que se via constituído, em tese, o seu maior inimigo, um banco central. Na verdade, em algum momento dos primeiros anos da nova instituição, talvez em 1967, quando Roberto Campos entendeu que a independência do Banco Central do Brasil (BCB) teve um “fim melancólico”,<sup>11</sup> parece se estabelecer uma espécie de pacto fáustico pelo qual a *ausência* de um banco central, um dos pilares mais proeminentes da constituição monetária de 1933, é substituída por algo ainda mais temerário: um banco central *capturado* e potencialmente a serviço do inflacionismo e de uma ideia perversa de desenvolvimento.

É verdade que em 1933 a inexistência de um banco central não parecia tão incômoda como nos anos posteriores, fosse porque o Banco do Brasil cumpria essa missão, ainda que com múltiplos conflitos e limitações, mas talvez, principalmente, porque a própria natureza e os termos de referência de um banco central não estivessem bem estabelecidos. Havia apenas 34 bancos centrais em funcionamento no mundo em 1930,<sup>12</sup> e a percepção sobre a missão dessas instituições diferia bastante da que hoje se toma como certa. É verdade, por outro lado, que uma das consequências mais importantes da disseminação da moeda fiduciária de curso forçado foi a difusão, o fortalecimento e a ampliação do escopo dos bancos centrais: o número de bancos centrais em funcionamento setenta anos depois, em 2000, atingiu 174, ao menos um para cada país,<sup>13</sup> com protocolos de funcionamento bastante mais claros e desenvolvidos do que em qualquer momento anterior. Uma explicação fácil para a extraordinária difusão dessa tecnologia institucional específica de controle da moeda é que os poderes dos Estados nacionais foram imensamente ampliados em 1933, com o advento da moeda fiduciária, de tal sorte que o fortalecimento do banco central se mostrou essencial como providência de governança, a fim de evitar os abusos e tentações inerentes à moeda *fiat*, sobretudo nas democracias, conforme veremos a seguir. Também é certo, por outro lado, que muitos bancos centrais foram fundados por razões exatamente opostas, para que a criação de moeda pudesse ser utilizada em proveito do Estado, no mais das vezes para o financiamento de uma guerra.<sup>14</sup>

A boa governança da moeda, assim como os conflitos internacionais, certamente não se apresentava como questão especialmente relevante para regimes autoritários, como era o Brasil de 1933, que herdou do governo deposto um projeto de banco central desenhado por um consultor inglês especialmente contratado para esse fim, mas que refletia o estado das artes de uma civilização que se perdera. Já no Brasil democrático, de 1945 a 1964, todavia, o problema foi bem outro: o impasse sobre a forma precisa do novo banco central, se um limitador dos excessos monetários do Estado ou, ao contrário, um promotor e provedor dos mesmos, diretamente ou através de bancos públicos de fomento, em nome do desenvolvimento. Se os bancos centrais podiam auxiliar o financiamento de uma urgência nacional como a guerra, por que não poderiam fazê-lo, inclusive de forma mais ordenada e socialmente justificável, quando se tratava da redenção econômica e social?

Esse impasse se prolongou por duas décadas, quando finalmente o Banco Central da República do Brasil foi criado pela lei 4.595/64 num figurino relativamente ortodoxo que, no entanto, duraria pouco, pois a primeira mudança de governo, coincidindo com uma guinada autoritária radical, a partir do governo de Arthur da Costa e Silva, viria modificar substancialmente o funcionamento das novas autoridades monetárias. A partir daí a organização institucional da moeda passava a servir ao objetivo máximo de empreender uma mobilização forçada de recursos para o desenvolvimento numa escala inédita. Seguiu-se o “milagre econômico”, a atestar que, ao menos nesse período inicial, o governo militar não abusou de seus poderes de fabricar papel-moeda como em incontáveis surtos populistas protagonizados por caudilhos da região. A historiografia do período registra com vigor o “viés concentrador de renda” nas políticas do regime, e resiste a reconhecer virtudes, mas o faz quando se trata dos grandes programas de substituição de importações com vistas a reduzir o grau de abertura do país.<sup>15</sup> A inflação começa a se mostrar mais ameaçadora nos anos marcados pelos choques do petróleo e sobretudo pela crise de 1982, esta, por sua vez, um sinal claro de que o modelo de inserção externa estava esgotado, conclusão ignorada pelas autoridades, sendo certo que esse não era um aspecto da política econômica dos militares que merecesse maiores reparos de seus críticos.

O governo civil tem início com a inflação próxima de 220% ao ano e com um imenso desafio de reconfigurar as instituições monetárias para o funcionamento na normalidade democrática, problema que a Nova República ignorou quase que por completo. Após três planos de estabilização baseados em congelamentos de preços, as primeiras eleições diretas depois do regime militar afinal teriam o seu segundo turno em dezembro de 1989, exatamente quando a inflação superava pela primeira vez o limiar da hiperinflação, 50% mensais. Em março de 1990, Fernando Collor de Mello assumiu a Presidência da República com a inflação em 82% ao mês. Outros dois planos heterodoxos seriam experimentados, incluindo o mais violento de todos, o Plano Collor, antes do impeachment de seu autor em fins de 1992. Itamar Franco, o novo presidente, ainda testaria três ministros da Fazenda antes de Fernando Henrique Cardoso assumir o cargo em maio de 1993 e empreender as reformas que compuseram o Plano Real. Apenas aí, depois de longa espera, as dúvidas e perplexidades da ordem monetária estabelecida em 1933, e alterada a partir

de 1967, viriam a alcançar soluções coerentes com a maturidade econômica do país. Um novo regime foi então se estabelecendo, de forma cada vez mais firme e com instituições e práticas aptas a enfrentar o desafio colocado logo adiante por Dilma Rousseff e sua nova matriz econômica.

Este capítulo oferece ao leitor um guia para os relatos mais detalhados que irão se seguir. Em primeiro lugar, como feito na seção 1.1, é preciso trazer cores mais específicas para a experiência inflacionária brasileira nos oitenta anos aqui abarcados, introduzindo assim um referencial numérico que os capítulos seguintes serão comeditos em utilizar, uma vez que dedicarão atenção primordial a construções institucionais, leis e regulamentos. É preciso falar de hiperinflação e aferir em que medida experimentamos essa terrível condição ou alguma de suas variações.

As quatro seções que se seguem oferecem um breve sumário dos principais temas a serem tratados no restante do volume e ajudam a entender sua organização. A seção 1.2 trata da ordem monetária estabelecida em 1933 e de sua lógica interna. Pouco se tem observado que esse é um ano decisivo na transição para a moeda fiduciária, pois foi quando três dispositivos formaram um conjunto relativamente acidental e ao mesmo tempo surpreendentemente coerente: o curso forçado, o controle cambial e a limitação aos juros fincaram as bases sobre as quais se desenvolveria o sistema monetário brasileiro nos anos posteriores.

O enredo deste livro, a história monetária a partir de 1933, tem início com o trauma derivado de o dinheiro perder seus vínculos ancestrais com os metais preciosos e tornar-se uma criatura do Estado, que se desobrigou de converter suas notas em ouro, sem assumir qualquer responsabilidade referente à proteção do poder de compra dos novos papéis senão muito gradualmente, com o desenvolvimento dos protocolos associados a um banco central. Havia nesse conjunto de instituições aí constituído três sementes fundamentais a conduzir os acontecimentos dos oitenta anos que se seguiram. Em primeiro lugar, o viés inflacionista, o mais visível, envolvido na possibilidade irrestrita de “tributação” da população através do “imposto inflacionário”, um aspecto novo e perturbador do recém-instaurado contrato social representado pela moeda fiduciária. Em segundo lugar, o viés isolacionista próprio dos sentimentos da ocasião diante de um mundo em desagregação e dos conflitos armados, cuja influência se estendia bem além da duração da própria Segunda Guerra Mundial. E, em terceiro lugar, o viés de seletividade no crédito e nos

efeitos da inflação, orientado pelos imperativos sociais, e mesmo morais, de ordenar os efeitos alocativos da nova ordem. Inflacionismo, isolacionismo e “seletivismo” se tornam os eixos básicos do desenvolvimento das instituições da moeda e do crédito depois de 1933.

A seção 1.3 trata dos desenvolvimentos posteriores, grosso modo, a partir dos anos 1960, com ênfase nas questões de governança atinentes ao BCB e ao Conselho Monetário Nacional (CMN), bem como no relacionamento destes com outros bancos públicos no seio do chamado orçamento monetário, e também da flexibilização do nominalismo estrito de 1933, de modo a acomodar a disseminação, ainda que seletiva, da correção monetária, o mesmo se passando no mundo do crédito. Nesse novo ordenamento, com o BCB capturado, o potencial inflacionário do sistema se ampliou perigosamente, conforme se observa a partir do desenvolvimento das instituições monetárias, resenhado nos Capítulos 5 e 6, e nos planos econômicos fracassados, tratados no Capítulo 7. Os três demônios da ordem de 1933, inflacionismo, isolacionismo e “seletivismo”, foram progressivamente libertados e isentos de quaisquer limitações. A tragédia foi se estabelecendo aos poucos, de forma exasperadamente refletida, quase como se fosse premeditada.

A seção 1.4 resume alguns dos principais aspectos do ordenamento monetário estabelecido em 1994 com o Plano Real e das principais agendas de estabilização e reforma, e assim oferece um pequeno mapa do que é estudado longamente no Capítulo 8. Era preciso confrontar o inflacionismo pela reconstrução da governança da moeda e pela responsabilidade fiscal; o isolacionismo pela reforma na regulamentação cambial e pela busca da cidadania global; e, finalmente, o “seletivismo” pela generalização, para posterior supressão da correção monetária, não apenas pela “desindexação”, mas pela estabilização em si, e também pela busca de horizontalidade nas políticas de crédito, industrial e de comércio exterior. No mesmo capítulo iremos cuidar dos assuntos diretamente pertinentes à moeda, e o relato da consolidação dessa nova ordem nos levará naturalmente aos temas contemporâneos e aos próximos passos no aprimoramento das instituições monetárias brasileiras, inclusive diante dos desafios colocados pela nova matriz macroeconômica, tratados no Capítulo 9. A seção 1.5 encerra o capítulo trazendo uma reflexão sobre as fases da evolução de longo prazo do sistema monetário brasileiro e sobre o modo como este livro se articula para cobrir os principais temas de cada época.